

INDICE

Página

ARTÍCULOS

3. **Valores negociables (continuación)**
- Naturaleza jurídica de los valores tabulares. *José Luis García-Pita y Lastres* 7
 - La representación de valores mediante anotaciones en cuenta en el Derecho español. *J. Nicolás Martí Sánchez* 65
 - “Los valores negociables” ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores? *Andrés Recalde Castells* 95

JURISPRUDENCIA

- Los títulos-valores como objeto de derechos reales y el contrato de descuento: *José Luis García-Pita y Lastres* 167

NOTICIAS

1. La nueva disciplina reglamentaria de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria: *Víctor Cervera Mercadillo* 227
2. Informe de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional sobre la labor realizada en su 31.º período de sesiones: *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 231
3. Las “Cartas-circulares” boca arriba: *Mercedes Fuertes* 232
4. Novedades legislativas relativas a las instituciones financieras europeas: *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 239

	Página
5. Créditos documentarios irrevocables sometidos a condición suspensiva. Un supuesto singular de “dependencia económica objetiva” y de confirmación atípica: <i>Antonio Tapia Hermida</i>	241
6. Nueva Ley reguladora del Mercado de Capitales adoptada en Venezuela: <i>Alfredo Morles Hernández</i>	249
7. La Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de marzo de 1999 sobre el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones: <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	252
8. Normas contables sobre la introducción del euro: <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	255
9. Los nuevos modelos de folletos de emisiones y ofertas públicas de valores: La Circular 2/1999, de la CNMV: <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	256
10. Código de conducta para la contratación de derivados OTC en Francia: <i>José Manuel Cuenca</i>	259
11. Condiciones bancarias uniformes relativas a la apertura de crédito en cuenta corriente y a su afianzamiento general: <i>Antonio Tapia Hermida</i>	261
12. El nuevo régimen de inclusión de los socios y los administradores de sociedades mercantiles de capitales en el sistema de la Seguridad Social: <i>Antonio Tapia Hermida</i>	265
13. La adaptación legislativa francesa para la introducción del euro: <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	272
14. La información de la Comisión Nacional del Mercado de Valores disponible en Internet: <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	273

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	279
------------------------	-----

ARTÍCULOS

3. VALORES NEGOCIABLES (continuación)

NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VALORES TABULARES

JOSÉ LUIS GARCÍA-PITA Y LASTRES

*Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad de La Coruña*

SUMARIO

- I. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS.
 - 1. **La problemática de la “masificación” de los títulos-valores.**
 - 2. **Respuestas al problema, en el derecho español y en el derecho extranjero.**
 - A) Sistemas “correctores”.
 - B) Sistemas “sustitutivos”.

 - II. DIVERSAS CONCEPCIONES ACERCA DEL FENÓMENO DE LA “DESMATERIALIZACIÓN” EN LOS VALORES NEGOCIABLES.
 - 1. **La concepción dualista.**
 - 2. **La concepción unitaria o evolutiva.**

 - III. CONCLUSIONES
-

I. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS

1. La problemática de la “masificación” de los títulos-valores

Entre los rasgos que caracterizan a nuestra Ley nº 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) —sobre todo a partir de la profunda reforma de que ha sido objeto, por la Ley nº 37/1998, de 16 de noviembre—, destaca el papel relevante reconocido al proceso de “desincorporación” de los valores, que en ella se consuma ya que se viene a institucionalizar la *transformación de los Mercados “de títulos”, en Mercados “de Valores”* ⁽¹⁾, y a estos últimos —podríamos añadir— en *mercados “financieros”* (es decir: mercados de valores e instrumentos financieros) ⁽²⁾.

Es enorme la utilidad, e indiscutible el éxito, de la institución del “Título-valor” ⁽³⁾, toda vez que, si las normas mercantiles *deben promover la “circulación” de la riqueza*, la función que tienden a satisfacer los títulos-valores es,

(1) ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: *El Valor anotado en cuenta y su régimen jurídico*, en RDBB, 1994, nº 56, octubre-diciembre, págs. 826 y s.

(2) El art. 1º de la L. nº 37/1998 introduce ciertas modificaciones en el art. 2º, LMV, añadiéndole dos párrafos, en los que se establece —por una parte— que:

“... También quedarán comprendidos dentro de su ámbito los siguientes instrumentos financieros:

a) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

b) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

c) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible...”

Para añadir, acto seguido, que:

“A los instrumentos financieros, les serán de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas... para los valores negociables.”

(3) MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Aranzadi, Pamplona, 1997, pág. 25. Vid. HAMEL, J., LAGARDE, G. y JAUFFRET, A.: *Traité de Droit commercial*, t. II, *Propriété Industrielle. Fonds de commerce et baux commerciaux. Obligations et sûretés. Effets de commerce. Banques et opérations de Banque*, Dalloz, París, 1966, pág. 408. VAN RYN, J. y HEENEN, J.: *Principes de Droit commercial*, Établissements Emil Bruylant, t. III, 2ª ed., Bruselas, 1981, pág. 81; BOY, L.: *Le Cadre civil des affaires*, Économica, París, 1989, págs. 414 y s. o GAVALDA, Ch. y STOUFFLET, J.: *Droit du crédit. Effets de commerce, cheques, cartes de paiement*, t. II, Litec, 2ª ed., París, 1991, pág. 1, quienes hablan de los “títulos negociables”,

precisamente, la de *facilitar y potenciar la transmisibilidad; la circulación de los bienes incorporales; de los derechos, ya fuesen de crédito o de participación*, e incluso la circulación de los derechos reales sobre mercancías y otros bienes muebles en tránsito o depositados, fuera de la disposición inmediata de su titular⁽⁴⁾. *Sin embargo*, en los últimos tiempos, esta figura tradicional, basada en la incorporación de un derecho en un documento de papel, ha experimentado un proceso de crisis, porque los derechos que se beneficiaron

indicando que el estatuto jurídico del que van revestidos está destinado a favorecer la circulación. FERRI, G., ANGÉLICI, C. y FERRI, G.B.: *Manuale di Diritto commerciale*, Utet, 8ª ed., Turín, 1991, págs. 664 y s. GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J.: “Los títulos-valores”, en RDM, 1951, nº 36, noviembre-diciembre, pág. 30. LANGLE RUBIO, E.: *Manual de Derecho mercantil español*, t. II, Bosch, Barcelona, 1954, págs. 72 y ss. URÍA GONZÁLEZ, R.: *Derecho mercantil*, Marcial Pons, 24ª ed., Madrid, 1997, pág. 903. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.: “Los títulos-valores”, en VV.AA.: *Derecho mercantil*, t. II, IV. *Títulos-valores*. V. *Obligaciones y contratos mercantiles*. VI. *Derecho concursal mercantil*. VII. *Derecho de la navegación*, Ariel, 4ª ed., corregida y puesta al día, Barcelona, 1997, pág. 5. ARROYO MARTÍNEZ, I.: “Reflexiones en torno a los denominados títulos-valores impropios y documentos de legitimación”, en VV.AA.: *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, t. I, La Ley, Madrid, 1994, págs. 152 y ss. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A.: *Derecho público del Mercado de Valores*, Ceura, Madrid, 1989, pág. 35. PENDÓN MELÉNDEZ, M.A.: *Los títulos representativos de la mercancía*, Marcial Pons, Madrid, 1994, pág. 15. RAMOS GASCON, F.J.: *Régimen jurídico de los Valores*, Bolsa de Madrid/Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1997, págs. 25 y ss. VERGEZ SÁNCHEZ, M.: “La Circulación de la Letra de Cambio”, en VV.AA.: *Derecho Cambiario. Estudios sobre la Ley cambiaria y del Cheque*, dir. por A. Menéndez, Civitas, Madrid, 1986, pág. 449. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J.: “Naturaleza jurídica de la Letra de Cambio”, en VV.AA.: *Derecho Cambiario. Estudios sobre la Ley cambiaria y del Cheque*, dir. por A. Menéndez, cit., pág. 97, señala que “...el Derecho cambiario es un ordenamiento particular que madura históricamente para facilitar y asegurar la circulación de los créditos...”. Sustitúyase “cambiario” por “de los Títulos-valores”, y la referencia a los derechos de crédito, por una noción más amplia, que abarque otros diferentes derechos patrimoniales, y la afirmación resultará pertinente, en este momento.

(4) “*Uno de los efectos esenciales de la Obligación mercantil —dijeron HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET— debe ser el permitir a su acreedor la obtención de crédito. No basta con que el acreedor comercial tenga la certidumbre de hacerse pagar aprovechándose de ciertos favores que el Derecho civil le rehúsa al acreedor no mercantil: es preciso, además, que el acreedor pueda movilizar su crédito. Es decir: que lo pueda utilizar para obtener crédito fácil y rápido, o incluso que pueda liberarse de una deuda, transmitiendo a su acreedor el crédito que él mismo ostenta contra un tercero...*”

Para permitir la movilización de créditos a largo plazo, el Derecho ha instituido las formas negociables de los títulos emitidos por las sociedades de capitales...”

Al tiempo que —en materia de movilización del crédito a corto plazo— se emplea, igualmente, la técnica de la:

“...representación del crédito por un título susceptible de circular en condiciones que permitan al acreedor la movilización de su crédito.”

(Vid. HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET: cit., t. II, pág. 408.)

de las ventajas del documento, hubieron de soportar, también, sus inconvenientes, que no se limitan a los “riesgos” inherentes al “documento” ⁽⁵⁾, sino que incluyen los defectos intrínsecos a la propia materialidad del mismo, como puede ser —p.e.— el de la necesidad de custodia de los documentos, como “cosas”, que obliga a adoptar medidas de seguridad extraordinarias, puesto que se trataba de documentos en los que concurren dos factores esenciales; a saber:

- por un lado: esos documentos —en la medida que son títulos-valores— *incorporan derechos* de contenido económico, cuyo valor *rebase desproporcio-*

(5) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *Introducción al Derecho de los títulos-valores y de las Obligaciones mercantiles*, t. I, *Derecho de los títulos-valores. Parte General*, Tórculo Edicions, 1998, Santiago de Compostela, págs. 309 y s.

En efecto: el papel tiene unos riesgos propios: puede destruirse, extraviarse, ser sustraído... Y estas circunstancias generan un posible conflicto de intereses entre el propietario original del documento, que se convierte en víctima de su pérdida o sustracción, y el tenedor legitimado por la posesión, que es el personaje a quien el Ordenamiento opta por proteger, sacrificando el interés —también legítimo— del propietario desposeído, a través de la protección posesoria del adquirente *a non domino* (HUECK, A. y CANARIS, C.W.: *Recht der Wertpapiere*, Verlag Franz Vahlen, 12ª ed., reelaborada, Munich, 1986, pág. 14), aunque —también— establece determinadas vías de protección del Propietario desposeído. Ciertamente, para resolver ese conflicto, las diversas legislaciones introducen, en mayor o menor medida, límites y excepciones al principio de incorporación, que pueden ser agrupadas en dos grandes categorías; a saber:

a) Por una parte, las que consisten en una prohibición de transmisión, salvo observancia de especiales requisitos formales, que sustancialmente se materializan en la necesaria intervención de fedatario público. Baste recordar —en este sentido— la experiencia histórica de nuestra Guerra Civil, que motivó la promulgación del Decreto de 19 de septiembre de 1936, en el que se abordaba el tema de la transmisión de los valores mobiliarios que —para eludir los problemas de las expoliaciones de títulos en la Zona Republicana; el fenómeno de los saqueos bélicos— adoptó el criterio de imponer la necesidad de intervención por fedatario público, que —de ser, antes, un requisito para procurar la irreivindicabilidad en interés del adquirente *a non domino*— pasó a convertirse, o casi, en requisito indispensable para la propia transmisión (OLIVENCIA RUIZ, M.: “La incorporación del derecho al título”, en VV.AA.: *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Servicio de Publicaciones del Banco de España, Madrid, págs. 17 y s.).

b) Por otra parte, las que consisten en la posibilidad de ruptura del vínculo entre el derecho incorporado, y el documento continente, de forma que éste pueda ser anulado, sin perjuicio de aquél, que subsistiría en poder de su titular legítimo, con posibilidad de incorporación en un nuevo documento. En este sentido, ya sabemos que nuestro Código de comercio regula el problema de hurto y extravío de títulos al portador —en sus arts. 547 al 566—, a la par que la Ley Cambiaria dedica sus arts. 84 al 87 a la pérdida, sustracción y destrucción de la Letra de Cambio; sus arts. 94 y 154 y 155, LCCH, respectivamente a las del Pagaré cambiario y del Cheque, estableciendo los correspondientes procedimientos de amortización del título, mediante proclamas públicas (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Civitas, Madrid, 1995, pág. 34).

nadamente el valor intrínseco de la materia de que está compuesto el propio documento ⁽⁶⁾.

- Por otra, se trata de documentos esencialmente circulantes y que pueden ser adquiridos *a non domino* ⁽⁷⁾.

La incorporación del derecho en el documento —aportación fundamental de la figura del Título-valor, y clave de su éxito— es la fuente de sus problemas, pues *priva de funcionalidad al instrumento cartáceo, cuando tales documentos se emiten y han de ser manejados en grandes masas*. Y esta situación motivó que los sectores institucionales y económicos *reclamasen insistentemente soluciones a los graves problemas de atención y manejo* suscitados por títulos, no ya sólo como las letras de cambio —con objeto de simplificar y mecanizar, en la medida de lo posible, la operatoria relacionada con su tratamiento bancario—, sino —sobre todo— como las acciones, las obligaciones, etc. ⁽⁸⁾; problemas que ni siquiera desaparecen o disminuyen —todo lo contrario—, cuando los títulos de papel se emiten en forma “al portador”, pues ni con la mejor de las voluntades, las entidades depositarias y los intermediarios del mercado de valo-

⁽⁶⁾ Esta circunstancia explica —p.e.— que, en el art. 46 de la Ley nº 50/1980, de 10 de octubre, de Contrato de seguro, al regular el Seguro de incendio, se establezca que —salvo pacto en contrario— ni los “valores mobiliarios” ni tampoco los “efectos de comercio”, queden incluidos dentro del ámbito de la cobertura asegurativa.

⁽⁷⁾ HUECK/CANARIS: cit., pág. 14. ZÖLLNER, W.: *Wertpapierrecht*, cit., 14ª ed., C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, Munich, 1987, pág. 5. GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L.: “Introducción...”, cit., pág. 310.

⁽⁸⁾ SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones de Derecho mercantil*, t. II, *Títulos-valores, Contratos mercantiles, Derecho concursal y marítimo*, McGraw-Hill, 21ª ed., Madrid, 1998, págs. 18 y s. Idem.: “Evolución y perspectivas del régimen de los títulos-valores (Letra de Cambio, Cheque y otros títulos)”, en VV.AA.: *Jornadas sobre la reforma de la Legislación mercantil*, Civitas/Fundación Universidad-Empresa, Madrid, 1979, pág. 223. Idem.: “Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta”, en VV.AA.: *El nuevo Mercado de valores*, coord. por E. Verdera y Tuells, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 1993, pág. 92. OLIVENCIA RUÍZ, M.: “La incorporación...”, cit., pág. 18. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.: “La experiencia de los pagarés”, en VV.AA.: *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...*, cit., pág. 39. GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L.: “Introducción...”, cit., págs. 310 y s. DE ANGULO RÓDRIGUEZ, L.: “La representación de valores por anotaciones en cuenta, en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero”, en *Derecho de los negocios*, 1992, nº 19, abril, págs. 1 y s. QUINTANA CARLO, I.: “Banca, Informática y Letra de Cambio”, en RDBB, 1985, nº 20, octubre/diciembre, pág. 861. MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta”, en RDBB, 1990, nº 37, enero-marzo, pág. 72. DÍAZ MORENO, A.: “La Prenda de Anotaciones en Cuenta”, en RCDI, 1991, nº 603, marzo-abril, año LXVII, pág. 363. SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, en VV.AA.: *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. II, vol. 1º, *Capital y Acciones*, Civitas, Madrid, 1994, pág. 346. RECALDE CASTELLS, A.: “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, en RDBB, 1993, nº 50, abril/junio, págs. 361 y s. MORENO QUESADA, R.: “Los títulos-valores”, en MOTOS GUIRAO, M. y otros: *Títulos-valores: La Letra de Cambio, el Pagaré y el Cheque*, Comares, Granada,

res pueden agilizar las operaciones sobre dichos valores, que —en las modernas economías— se corresponden con Sociedades que suman cientos de miles de millones de pesetas de capital. De hecho, existe una *crisis específica del “Título al portador”*, derivada de la necesidad de identificar a sus titulares, por razones bien diversas, y que motivó una “reacción en contra de la anonimia”, propiciando la preferencia por los títulos nominativos ⁽⁹⁾.

La “*otra crisis del Título “al portador”* deriva de lo que podríamos describir como su “hipertrofia”; su crecimiento excesivo. A medida que se agiliza el tráfico de los títulos, por la *cláusula “al portador”, simultánea y paradójicamente esa expansión va generando problemas de masificación*. El éxito del principio de Incorporación de documentación en un soporte de papel, propio de los títulos valores, hizo que el recurso a este instrumento jurídico de circulación se hiciera masivo, sobre todo como consecuencia de la aparición de *grandes empresas* —hijas del neocapitalismo y de la industrialización— organizadas *en forma de sociedades por acciones*, con grandes masas de títulos (en la época inmediatamente anterior a las primeras medidas de corrección del funcionamiento de los títulos-valores, ya existía alguna Sociedad Anónima, gestora de un servicio público, que había emitido hasta ciento setenta y un millones de títulos) ⁽¹⁰⁾. Y, si añadimos la especialización en este tráfico de ciertos sujetos —los intermediarios financieros—, sobre los cuales vienen a confluír esas grandes masas de documentos, cabrá apreciar en toda su magnitud esta verdadera “*tiranía del papel*”, que hace que los títulos-valores tradicionales dejen

1993, pág. 21. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 35. HERNÁNDEZ SAINZ, M.^ºE.: “Las entidades encargadas de los Registros de Anotaciones en cuenta: organización y régimen de responsabilidad”, en RDBB, 1996, nº 61, enero-marzo, pág. 64. ESCOLAR VERDEJO, E.: *La Letra de cambio y el Cheque. Guía práctica*, Emiliano Escolar Editor, Madrid, 1985, pág. 15. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J.: “La Desincorporación de los títulos-valor (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)”, en VV.AA.: *El Nuevo Mercado de Valores* (Seminario sobre el nuevo Derecho español y Europeo del Mercado de Valores, organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995), Colegios Notariales de España, Madrid, 1995, pág. 88. BAUMBACH, A. y HEFERMEHL, W.: *Wechselgesetz und Scheckgesetz. Kommentar*, C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 17ª ed., Munich, pág. 42. HANDSCHIN, L.: *Papierlose Wertpapiere*, Helbing & Lichtenhahn, Basilea/Frankfurt del Main, 1987, págs. 2 y s. DEVESCOVI, F.: *Titolo di Credito e Informatica*, Cedam, Padua, 1991, págs. 1 y ss., quien comienza haciendo referencia a los problemas de la documentación física de los títulos, en el plano de los títulos representativos de mercancías.

⁽⁹⁾ SÁNCHEZ CALERO, F.: “Evolución y perspectivas...”, cit., págs. 223 y s. Y esto, sobre todo, si se considera —aunque sea discutible— que subsiste el régimen de intervención fedataria obligatoria, en su transmisión (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., págs. 38 y ss. MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, cit., pág. 72).

⁽¹⁰⁾ GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre Liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Servicio de Estudios de la Bolsa de Comercio de Madrid, Madrid, 1974, págs. 20 y 21. CANO RICO, *Mediación, Fé pública mercantil y Derecho bursátil*, Tecnos, Madrid, 1981, págs. 390 y s.

de ser apropiados para cumplir sus funciones de agilización de la transmisión de los derechos incorporados y de facilitamiento de su ejercicio ⁽¹¹⁾.

Por otra parte —y situados en la perspectiva de la gestión bancaria de los valores negociables— la masificación de estos últimos había encarecido notablemente los costes de impresión, custodia y manipulación ⁽¹²⁾, a la par que mostró la imposibilidad de que el Sistema financiero asumiera los costes y las demoras derivados de la manipulación material de un número masivo de títulos-valores ⁽¹³⁾. Así pues, debido al enorme número de unidades que componen cada emisión, los valores del mercado de capitales suscitan graves problemas en diversos planos: para empezar, en el plano de la custodia y administración, tareas que son asumidas por los bancos, como entidades especializadas que pueden ofrecer mayor seguridad contra los riesgos de sustracción, pérdida o destrucción, y ejercitar los derechos incorporados, actuando por cuenta de sus

(11) Una verdadera servidumbre y esclavitud documental, como decía BROSETA PONT, M.: cit., 8ª ed. págs. 564 y s. y 9ª ed., pág. 600. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., t. II, 21ª ed., pág. 19. Idem.: “Régimen de los valores representados por...”, cit., pág. 92. MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, ibídem, quien señala que, como suele ser frecuente en la actividad humana, cuando una innovación se generaliza surgen las dificultades. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 34. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 25. AULETTA, G. y SALANITRO, N.: “La gestione accentrata dei valori mobiliari”, en BBTC, 1987, pág. 721.

En este sentido, ya el Maestro GARRIGUES daba cuenta de los problemas suscitados por la masificación de los títulos-valores, cuando esta realidad socio-económica se encontraba con la realidad de las normas del Derecho bursátil tradicional, al afirmar, en una de sus publicaciones, lo siguiente:

“Yo todavía leo con nostalgia el artículo 76 del Código de comercio que dice que las operaciones al contado en la Bolsa se ejecutarán el *mismo* día, o a lo sumo, en la *época que media entre ese día y la proxima reunión* de la Bolsa. Ni siquiera el Reglamento... que generosamente amplió ese plazo, sirve para atender a la realidad de la imposibilidad de respetar esos plazos...” (Cfr. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: “El Decreto...”, cit., pág. 21).

(12) PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J.: cit., pág. 88.

(13) La “Incorporación” del derecho, en el título, proporcionó al comercio mobiliario la gran ventaja de reducir los costes jurídicos de la circulación de los derechos, que son —también— verdaderos costes económicos, pero —al propio tiempo— produjo un *incremento* de los costes *administrativos*. Y es que, efectivamente, la “incorporación”, en su sentido dinámico, es una operación costosa: cuesta producir el papel en el que se inscribe el derecho, cuesta custodiar el enorme valor adquirido por el documento, al incorporar el derecho, y —por fin— existen costes de manipulación, en la medida en que el papel ha de desplazarse para la transmisión y el ejercicio de los derechos; costes —estos últimos— que probablemente son los más graves, y que constituyen, probablemente, el fin y la razón de ser no confesada del Decreto sobre Deuda Pública, materializada por anotaciones en cuenta, más, todavía, que los costes de impresión (ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.J.: “El Sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador”, en VV.AA.: *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...*, cit., págs. 89 y ss. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J.: cit., pág. 88).

clientes/depositantes⁽¹⁴⁾. Y más graves, todavía, son los problemas suscitados por la masificación de los títulos-valores, en el plano de la transmisión, ya que —incluso aunque dicha transmisión sea “bursátil” y dé lugar a un proceso de “clearing”— *la ejecución de un número ingente de transmisiones de títulos quedaría obstaculizada por la necesidad de adquirir su posesión material y desarrollar las formalidades necesarias para la oponibilidad de las transmisiones al Emisor*, lo cual parece que es contradictorio con la propia finalidad y función de los títulos-valores⁽¹⁵⁾. Por consiguiente, la llamada “crisis de los títulos-valores” *ha sido una crisis “de crecimiento”*⁽¹⁶⁾.

El enorme número de operaciones diarias de compraventa de valores de las grandes sociedades cotizadas, provocó situaciones de caos que casi condujeron al colapso de la liquidación por “clearing”⁽¹⁷⁾, si bien, desde hace tiempo, se ha

A lo dicho hay que añadir, en el caso de los valores de la deuda pública, el problema de la “mutación del concepto funcional de la Deuda pública”, que actualmente constituye —a la vez— un instrumento de política monetaria y un instrumento de financiación del déficit público. Es por eso, por lo que —como instrumento regulador de intervención en el mercado monetario— la Deuda pública incrementa su vocación circulante, que alcanza una intensidad muy superior a la de épocas pasadas, como consecuencia de las exigencias de este mercado. Por este motivo, no solamente se ha introducido en esta materia el sistema de representación de valores, por medio de anotaciones en cuenta, sino que se han adoptado otras medidas, como la supresión de la intervención obligatoria de fedatarios públicos (ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.J.: “El Sistema...”, cit., pág. 91).

(14) ZÖLLNER, W.: cit., 14ª ed., pág. 6.

(15) BROSETA PONT, M.: “Hacia una simplificación del depósito, administración y negociación de los valores al portador”, en *Estudios de Derecho bursátil. Depósito y administración de valores. Operaciones bursátiles entre plazas*, Tecnos, Madrid, 1971, págs. 41 y ss. AULETTA/SALANITRO: “La gestione accentrata...”, cit., págs. 721 y s. ZÖLLNER, W.: cit., 14ª ed., pág. 6.

(16) DÍAZ MORENO, A.: “La prenda...”, cit., pág. 364.

Este problema se manifiesta tanto en respecto de los valores mobiliarios o títulos de inversión, como en relación con los puros efectos de comercio, haciendo que ni los unos ni los otros puedan cumplir eficientemente sus funciones; en particular, incidiendo negativamente sobre la vocación circulatoria de los mismos y la posibilidad de un sencillo ejercicio de los derechos incorporados (SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., t. I, 21ª ed., pág. 19. SALINAS ADELANTADO, C.: *El régimen jurídico de la Prenda de valores negociables*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 1996, pág. 99. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A.: “El Derecho del Mercado de capitales”, en RDBB, 1988, nº 29, enero-marzo, pág. 883. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.: “Introducción”, en VV.AA.: *Derecho cambiario. Comentarios a la Ley Cambiaria y del Cheque*, dir. por A. Menéndez, Civitas, Madrid, 1986, pág. 23, quien afirma que la Letra de cambio, como título sufrió una crisis derivada de su propio éxito, por la intensa y agobiante manipulación a la que obligaba a los tenedores. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, M.ª C.: “La deuda pública y el Sistema de anotaciones en cuenta”, en Civitas. *Revista de Derecho Financiero*, 1990, nº 66, abril/junio, pág. 221).

(17) LOSS, L. y SELIGMAN, J.: *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown & Co., 3ª ed., Boston/N. York/Toronto/Londres, 1994, pág. 656, quienes señalan que como consecuencia de la crisis de 1967/1970, la SEC —“*Securities and Exchange Commission*” —se en-

venido produciendo un fenómeno de supresión progresiva del documento de papel, sustituido por la anotación en un sistema informatizado.

2. Respuestas al problema, en el derecho español y en el derecho extranjero

Frente a estos inconvenientes, los Ordenamientos jurídicos reaccionan de varias formas, porque el mercado ha de funcionar y *el eventual abandono de la figura del Título-valor/documento físico de papel exige hallar otros medios de representación y de transmisión de los derechos, con resultados prácticos semejantes a los que prevé la normativa de los títulos-valores*; unos medios que proporcionasen a determinadas titularidades jurídicas un régimen circulatorio especial, que evite los problemas que el Derecho común de obligaciones planteó siempre al tráfico mercantil, ocupando el mismo ámbito socioeconómico que los tradicionales “títulos-valores” y persiguiendo la misma finalidad ⁽¹⁸⁾.

Desde un punto de vista fenomenológico, las soluciones provienen de la contabilidad y la informática ⁽¹⁹⁾. Y, ya desde una óptica más jurídica, cabe distinguir entre: 1) *Sistemas “correctores”*, y 2) *Sistemas “sustitutivos”*, que supondrían pasar de la “Era Gutenberg” a la “Era Mac Luhan”, y la posibilidad de que “este armonioso edificio” que es la Teoría de los Títulos-valores, con sus finas construcciones dogmáticas, se viera “desalojado por inútil, víctima del progreso electrónico” ⁽²⁰⁾.

zarcó con el problema de regular el régimen de transmisión y compensación de los valores, antaño materia confiada a las diferentes legislaciones estatales. Y, así, como parte de las Enmiendas a las Leyes del Mercado de Valores, de 1975, el Congreso de los Estados Unidos adoptó disposiciones que —en orden a facilitar la creación de un mercado nacional de valores— reconocían las nuevas técnicas en materia de transmisión de datos y comunicaciones telemáticas. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A.: “El Derecho del Mercado de capitales”, cit., pág. 883. SALINAS ADELANTADO, C.: cit., pág. 100.

(18) SÁNCHEZ CALERO, F.: “Régimen de los valores representados por...”, cit., pág. 93. MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, cit., pág. 74. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., págs. 33 y s. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUENAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 39 y ss.

(19) SÁNCHEZ CALERO, J.: “Régimen de los valores representados por...”, cit., pág. 93.

(20) Vid. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: “Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios”, en *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, cit., t. III, pág. 2116. DE ANGULO RODRÍGUEZ, L.: “La representación de valores...”, cit., pág. 2. OLIVENCIA RUIZ, M.: cit., págs. 19 y ss. SÁNCHEZ CALERO, F.: “Régimen de los valores representados por...”, cit., pág. 93. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 55. DÍAZ MORENO, A.: “La prenda...”, cit., pág. 364. SALINAS ADELANTADO, C.: cit., págs. 100 y ss. LOSS/SELIGMAN, J.: *Fundamentals...*, cit., pág. 658.

El impacto de ambos tipos de sistemas es distinto, según afecte a “efectos de comercio” o bien a “valores negociables”, en la medida en que los problemas de gestión, vinculados a la materialidad documental de los títulos-valores/documentos, pueden afectar, bien sea *al “ejercicio” de los derechos incorporados, o bien a la “circulación” de los propios títulos-valores* (21).

En el ámbito de los “valores negociables” (22), y debido a su continua y masiva *circulación en mercados organizados*, la mismísima *representación documental resulta conflictiva*, de ahí que se opte por *sistemas “sustitutivos”*, ya que los correctores parecen haber quedado netamente superados (23).

A) Sistemas “correctores”

Los sistemas “correctores” tienden a *reducir o evitar la manipulación de los títulos, pero no los propios títulos*, en sí mismos. Los “documentos físicos” de papel siguen existiendo, y la noción de “incorporación” subsiste como concepto nuclear, pero los títulos quedan inmovilizados y su papel en el tráfico pasa a ser desempeñado por simples referencias a su situación de depósito (24), ya que se parte de la base empírica de que la Bolsa es un mercado que, entre otros rasgos, se caracteriza por el hecho de que *los objetos que en ella se contratan no se encuentran presentes*, porque no se hallan en poder directo de quienes comercian con ellos, acudiendo al mercado para comprarlos o venderlos, sino en poder de otros sujetos profesionales, como los bancos receptores de títulos en concepto de depósito regular, o irregular (25). Así, resultó sencillo concebir *“transmisiones sin entrega de títulos”*, cuya entrega física era *sustitui-*

(21) PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J.: cit., pág. 92.

(22) En materia de “efectos de comercio”, los problemas pueden quedar eficazmente solucionados mediante *soluciones que modifiquen el documento, para aligerar su manipulación*, lo que supone un predominio de los sistemas “correctores” (GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *Introducción...*, cit., pág. 317).

(23) ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., págs. 51 y ss. y 101.

(24) Se trata de unas soluciones un tanto “primitivas” o “arcaicas”, configuradas, básicamente, en torno a la institución del “Depósito de títulos” (art. 308, Cdc.), objeto de regulación, desde una perspectiva “bursátil”, por el D. nº 1128/1974, de 25 de abril (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 103).

Para una descripción, vid. DÍAZ MORENO, A.: “La Prenda...”, cit., pág. 364.

En efecto, como quiera que la necesaria manipulación física de los títulos-valores dificulta el ejercicio de los derechos incorporados y resulta inconveniente para la transmisión de los mismos, a terceros (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 101), los sistemas “correctores” tienden, precisamente, a disminuir o evitar la manipulación y la movilización de títulos o cupones, sin perjuicio de la protección del adquirente *a non domino*, y de ellos se pueden predicar las soluciones que había indicado el Maestro GARRIGUES, como empleadas en el Derecho comparado.

(25) AULETTA/SALANITRO: “La gestione accentrata...”, cit., pág. 722.

da por un cambio del sujeto depositario, y eso sí es que dicho depositario no lo era, simultáneamente, del adquirente y del transmitente, *en cuyo caso ni siquiera habría mutación subjetiva de depositario* ⁽²⁶⁾.

El documento de papel llega efectivamente a ser emitido y subsiste: la superación del documento, como instrumento físicamente presente en el tráfico y como soporte básico de relaciones jurídicas, no tiene por qué implicar necesariamente su absoluto abandono, en tanto que instrumento de prueba ⁽²⁷⁾. Lo que sucede es que *la transmisión y el ejercicio del derecho incorporado pueden llegar a tener lugar sin necesidad de exhibición material del documento* ⁽²⁸⁾.

La técnica utilizada es la de “truncación”; es decir: la inmovilización de los títulos originales, en forma de depósitos colectivos, con cargo a los cuales *se liquidarían, por vía de compensación, las obligaciones de entrega* que tuvieran por objeto valores. Así, aunque la finalidad inicial de los depósitos colectivos era exclusivamente la de la custodia ⁽²⁹⁾, el sistema acabó por trascender a la circulación de los títulos.

En materia de valores privados, el sistema alemán fue, en sus comienzos, de naturaleza estrictamente “correctora”. El contrato de Depósito de valores, denominado en alemán “*Depotvertrag*”, que da lugar —cuando tiene lugar de manera organizada— a toda una actividad; a toda una gama de operaciones, que

⁽²⁶⁾ El instrumento jurídico utilizado era, básicamente, la *traditio ficta*, en su modalidad de *constitutum possessorium*, produciéndose un “cambio de propiedad sobre cosas muebles depositadas” (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., págs. 103 y ss.), de forma que el sistema operaba sobre la base de los siguientes factores:

- a) La fungibilidad de los títulos.
- b) La transformación del derecho de propiedad de los depositantes (en este sentido, cabrían dos alternativas: o bien *el depositante pierde su derecho de propiedad*; su derecho real dominical, sobre los títulos-valores/cosas corporales, *en beneficio del depositario de los mismos* —p.e. un Banco—, en cuyo caso nos encontraremos en presencia de un depósito “irregular”, o bien *el depositante conserva un derecho dominical* —el depósito será “regular”— *pero con la particularidad de que ese derecho ya no recae sobre los títulos-valores individuales que poseta, sino sobre cuotas en un condominio sobre una pluralidad de títulos de la misma especie y emisor* (estaríamos ante el llamado “*Depósito colectivo*”).
- c) La aplicación del sistema de la cuenta corriente bancaria, en o a las operaciones bursátiles (Cfr. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *El Decreto...*, cit., pág. 21. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *Introducción...*, cit., pág. 318).

⁽²⁷⁾ JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.: “La experiencia de los pagarés”, cit., pág. 43.

⁽²⁸⁾ Por este motivo, hay quien habla de “desmaterialización de la circulación”, más que de desmaterialización “del título”, cfr. LENER, R.: *La “dematerializzazione” dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Giuffrè, Milán, 1989, pág. 8. PARTESOTTI, G.: “Profili cartolari del sistema Monte Titoli”, en *Banca, Borsa e titoli di credito*, 1987, I, fasc. 3º, pág. 602. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *Introducción...*, cit., pág. 319. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 55.

⁽²⁹⁾ MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, cit., pág. 74.

se denomina “*Depotgeschäft*”, viene mencionado en la lista de los “contratos bancarios” (“*Bankgeschäfte*”), que contiene el art. 1º de la “*Kreditwesengesetz*” alemana (“Ley sobre el Crédito”) y cuya realización de forma profesional y empresarialmente organizada, hace de quien lo realiza una “Entidad de Crédito” (“*Kreditinstitut*”), pero donde se contiene su regulación es en la mencionada “*Depotgesetz*”, de 1937. Dicha Ley distingue o diferencia claramente entre dos modalidades de custodia (“*Verwahrung*”). Una primera de ellas —denominada depósito singular o especial (“*Sonderverwahrung*”)—, se caracteriza por el hecho de que el Depositario se obliga frente al Depositante, que ha de quedar identificado de forma externamente cognoscible, a custodiar los títulos-valores depositados, en tanto que el segundo conserva la titularidad dominical sobre los títulos-valores concretos e identificados exactamente (por su número y letra), de forma que, reclamada la restitución, deben ser devueltos precisamente los mismos títulos-valores que fueron entregados (*idem receptum*), a cuyo efecto, el Depositario debe impedir la conmixción o confusión de los valores del depositante con los propios o los de un tercero ⁽³⁰⁾.

La otra modalidad, a la que se denomina Depósito colectivo de valores (“*Sammelverwahrung*”), resulta notablemente más frecuente, de hecho, predominante, en la práctica, y consiste —por contraposición al Depósito singular o especial (“*Streifbanddepot*” o “*Sonderverwahrung*”)— en el contrato que tiene por objeto y contenido la custodia de diversos valores mobiliarios, que no se realiza —porque las exigencias de racionalización del sistema lo impiden— de forma específica, frente a depositantes (propietarios) singulares y concretos —ya que no es posible atribuir a cada depositante unos valores concretos y específicos—, sino de forma global y en común, en favor de todos los titulares de valores del mismo tipo; es decir que la “custodia” recae sobre valores de la misma naturaleza, especie y calidad ⁽³¹⁾.

Para el correcto funcionamiento del sistema, es preciso que los valores objeto del mismo sean títulos fungibles (“*vertretbare*”), lo que —entre otras cosas—

⁽³⁰⁾ HEINSIUS/HORN/THAN: cit., pág. 33. ZÖLLNER, W.: cit., 14ª ed., pág. 6.

⁽³¹⁾ Esto es así porque la propia “*Depotgesetz*” establece que todos los depositantes de valores fungibles (ha de tratarse de títulos al portador, o bien de títulos a la orden, endosados en blanco) y de idéntica clase, son copropietarios de la cartera colectiva formada por el conjunto de los títulos depositados, en razón del número de éstos o de su valor nominal, si bien pierden el derecho de propiedad individualizado sobre los títulos depositados, porque éste queda sustituido por la copropiedad —“*Miteigentum*”— en la cartera de valores depositados, como actualmente reconoce, de forma explícita, el art. 9º DepotG. (BECKER, C.: *Das Problem des gutgläubigen Erwerbs...*, cit., pág. 2. DELORME, H.: “Vom Recht...” cit., pág. 18/276. HUECK/CANARIS.: cit., pág. 15. OBST, G. y HINTNER, P.: *Geld-, Bank-, und Börsenwesen*, C. Poeschel Verlag, 36ª ed., Stuttgart, 1967, págs. 506 y s. HEINSIUS/HORN/THAN: cit., pág. 90. OBST/HINTNER: cit., pág. 507. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 130. MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...” cit., pág. 75. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 40).

determina que deba tratarse de títulos “al portador” o bien, alternativamente, títulos endosados “en blanco” (32). Y también es preciso que no se trate de títulos cuya custodia/administración requiera de diligencias o actividades especiales, porque —en caso contrario— las exigencias de racionalización se frustrarían.

Esta actividad es realizada por varios bancos alemanes dedicados al depósito colectivo de valores, que se encuentran en todas las plazas bursátiles de la RFA y en Colonia, a los que se denomina “Kassenvereine” o “Wertpapiersammelbanken” (33).

El sistema se cierra al integrarse estos bancos en una red con depósitos colectivos centralizados, en cuanto a los cuales, esas mismas entidades bancarias, antaño depositarias de los valores, aparecen ahora como depositantes, que confían la custodia colectiva de los valores a un tercero (34). Y es en este momento, cuando las transmisiones y adquisiciones múltiples de los valores adheridos al sistema se producen a través de sistemas de “clearing”, de compensación colectiva, llevada a cabo por los mismos “Wertpapiersammelbanken” o “Kassenvereine” (35).

También en Francia el proceso de la desmaterialización de los títulos se reconducía al ámbito del depósito bancario de valores, que había conducido a la aglomeración en las cajas de los bancos de un número muy considerable de títulos, suscitándose la idea de reunirlos todos en una caja única, a la que correspondería la custodia de los mismos sin preocuparse de identificarlos y que procedería a las mutaciones de derecho mediante simples inscripciones en cuenta (36). Así, como los títulos devenían cosas fungibles, las operaciones de transmisión y de pago de los cupones deberían resultar considerablemente simplificadas. El sistema, surgió, en su forma moderna (37), con la “Caisse Centra-

(32) MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 40.

(33) BECKER, C.: *Das Problem des gutgläubigen Erwerbs...*, cit., pág. 2. HUECK/CANARIS: cit., págs. 14 y s. OBST/HINTNER: cit., pág. 508.

(34) El sistema, por tanto, se configura de acuerdo con un modelo “en doble escalón”, porque existen unos bancos especializados —los antes citados “Wertpapiersammelbanken” o “Kassenvereine”—, que actúan como colectores y que centralizan los depósitos efectuados, previamente, en otros bancos, no especializados (MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, cit., pág. 75. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 41 y s. OBST/HINTNER: cit., pág. 507).

(35) MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, cit., pág. 75. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 32, notas 15 y 16.

(36) RIPERT/ROBLOT/DELEBECQUE/GERMAIN: *Traité...*, cit., t. II, 14ª ed., págs. 17 y s.

(37) Ya entre 1854 y 1857 se había generalizado en Francia el recurso a las cuentas corrientes de valores. Sin embargo, fueron las leyes de guerra de 1941 y 1942 las que, movidas —también— por el problema físico de la falta de stocks de papel en que se pudieran imprimir los

le de Dépôts et Virements de Titres” (CCDTV); una sociedad anónima compuesta por los principales bancos franceses y la “*Compagnie des agents de change*” de la Bolsa de París, y que operaba en términos de un sistema de sub-depósito, que conducía a que los títulos depositados en la CCDTV ya no pudieran volver a circular. Algún autor señala que estaba previsto que el derecho de socio era separado del documento y ya no podría volver a ser incorporado a él, porque los títulos-acción no volvían a ser restituidos, jamás, a sus titulares. Por consiguiente, el sistema CCDTV se caracterizaba por el principio de “irreversibilidad” y por un carácter que nos atreveríamos a denominar mixto, entre lo “corrector” y lo “sustitutivo”, porque, si bien es obvio que, en un primer momento, se emitían los títulos-valores físicos, la adhesión al sistema comportaba la exclusión de todo el régimen cartular⁽³⁸⁾.

Este “Sistema CCDTV” fue sustituido en 1949 —en virtud de la L.fr. de 5 de julio de 1949 y del D.fr. de 4 de agosto de 1949— por un régimen más flexible: un sistema de depósitos de carácter voluntario o facultativo⁽³⁹⁾, pero que no requería adhesión expresa⁽⁴⁰⁾.

Los valores sometidos al Sistema de la L.fr. de 5 de julio de 1949 venían a quedar insertados en una cuenta corriente de valores, que se aplicaban —en principio— a las acciones al portador y a las obligaciones, fueran convertibles o

títulos-valores y por el deseo de controlar la actividad extranjera durante la ocupación, impusieron un régimen o sistema de depósito obligatorio de acciones al portador cotizadas en Bolsas, en mercados organizados en Bolsines y las que fueran objeto de negociación habitual entre intermediarios bancarios o sus agentes, en un establecimiento constituido al efecto: la “*Caisse Centrale de Dépôts et Virements de Titres*” (GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: “El Decreto...”, cit., pág. 22, quien señala que Francia seguía —en este sentido— el sistema germánico. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 134. MADRID PARRA, A.: cit., pág. 75. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 43 y ss.).

(38) Debaban de tener aplicación las disposiciones y procedimientos relativos al robo o pérdida de títulos-valores, o relativos a la constitución de garantías reales (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., págs. 135 y s.).

(39) No hay que olvidar que fue precisamente la obligatoriedad del sistema anterior la que motivó duras críticas (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 137. MADRID PARRA, A.: cit., pág. 75), posiblemente debido a un plegamiento de los poderes públicos al sentir popular, que todavía permanecía aferrado a la idea de que eran los documentos los que representaban la riqueza, aunque, en ciertos casos, subsistiera una *excepcional* obligatoriedad (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 137. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 44. GAVALDA, Ch. y STOUFLET, J.: *Droit bancaire. Institutions, comptes, opérations, services*, Litec, París, 1992, pág. 380).

(40) Lo que se requería era la condición opuesta, de que, en caso de que el cliente no deseara someterse al sistema —que llamaremos “Sistema SICOVAM”— debía manifestarlo, así, expresamente, a su banco, etc., indicándole que su voluntad era la de que le fueran restituidos los mismos títulos depositados, lo cual impedía, a *limine*, el sub-depósito en SICOVAM. Como veremos, posteriormente, el régimen era muy parecido —en este sentido— al que establecería, en nuestro país, el D. n.º 1128/1974, de 25 de abril.

no convertibles ⁽⁴¹⁾, aunque —con el paso del tiempo— iría produciéndose una ampliación objetiva.

El Sistema establecido a partir de 1949 quedaba estructurado en dos niveles; es decir, como un Depósito doble: primero, el constituido por los clientes, titulares de valores mobiliarios, que los entregaban para su custodia en Bancos o Agentes de Cambio. Luego, el depósito constituido por estos últimos bancos, etc., en la SICOVAM (“*Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières*”), a través de cuya contabilidad, y por medio de simples anotaciones, se efectúan transmisiones de valores, pagos de efectivo y demás operaciones sobre los títulos depositados. Los títulos son fungibles, sin que el depositante ostente la titularidad sobre ninguno determinado ⁽⁴²⁾.

Como señalábamos, este sistema de depósito especial terminó por *trascender a la propia circulación de los títulos*, pues las transmisiones se efectúan *sin movimiento físico de los mismos*, mediante *simples apuntes contables*, seguidos de liquidaciones por “*clearing*” de las compraventas de valores ⁽⁴³⁾.

(41) GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *El Decreto...*, cit., pág. 22.

(42) Aunque ello no quería decir que se tratase de un depósito irregular, sino —bien por el contrario— de depósitos en los que los depositarios, incluida la SICOVAM, no adquirían derechos de propiedad sobre los valores depositados; es decir, que se trataba de depósitos regulares, pero colectivos, protegidos o garantizados —como en el caso de Alemania— por el reconocimiento, a favor de los depositantes, de derechos de separación concursal (cfr. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *El Decreto...*, cit., pág. 22, quien señalaba —sin embargo— que la doctrina francesa de la época —RIPERT/ROBLOT— desconfiaba mucho de la calificación como depósito de una operación en la que los títulos quedaban temporalmente destruidos, al ingresar en una cuenta corriente. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 138. MADRID PARRA, A.: *La circulación...*, cit., pág. 75).

(43) LENER, R.: cit., pág. 8. CACHÓN BLANCO, J.E.: cit., t. I, pág. 125. MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, cit., págs. 73 y 76, quienes señalan que en estos sistemas correctores los títulos quedan inmovilizados, operándose mediante anotaciones en cuenta.

En Italia se da el ejemplo cronológicamente más reciente de sistema corrector (MADRID PARRA, A.: *ibidem*), por lo que a Europa se refiere, con la Ley it. de 19 de junio de 1986, sobre el “*Monte Titoli, Società per Azioni*”, calificado como “Institución para la custodia y administración centralizada de valores mobiliarios”, lo cual revela que la finalidad de dicha Ley italiana fue —precisamente— la de confiar al “Monte” el citado servicio de custodia y administración centralizada (AULETTA/SALANITRO: “La gestione accentrata...”, cit., pág. 722).

El “Monte Titoli” es una Sociedad anónima que había sido creada en 1978, a iniciativa del Banco de Italia, junto con otras entidades de crédito y organizaciones profesionales de agentes de cambio y que —de forma espontánea— había comenzado a poner en funcionamiento el sistema de depósito y truncamiento de los valores mobiliarios, que se consideraban fungibles.

Esta gestión centralizada de los valores es el objetivo de la nueva Ley (PAVONE LA ROSA, A.: “La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli”, en *Banca, Borsa e titoli di credito*, 1988, I, fasc. 3, mayo-junio, pág. 290), introduciéndose —así— en Italia el mismo sistema —a grandes rasgos— que ya era utilizado, tiempo ha, por los alemanes y los franceses (CERRAI, A.: “La immissione dei valori mobiliari

Así, el moderno tráfico de valores muestra una clara tendencia al tráfico incorporal (“*stücklosen Verkehr*”) de los títulos, los cuales —se ha dicho—

nel sistema di amministrazione accentrata e i suoi effetti giuridici”, en RDC, 1988, I, fascs. 5/6, mayo-junio, pág. 251, quien alude a las Leyes alemanas de 26 de junio de 1925 y de 4 de febrero de 1937).

La Ley italiana de 1986 estableció un sistema basado en el depósito y administración colectivos de los títulos, seguido del “sub-depósito”, en el “*Monte Titoli SpA.*”, precisamente con objeto de eliminar su manipulación, mediante el recurso a las anotaciones contables y las operaciones de transferencia contable, de forma que es posible llevar a cabo la transmisión y el ejercicio del derecho representado por un documento, que se encuentra —a su vez— ligado al derecho subyacente por un especialísimo vínculo, con independencia de la circulación material o de la exhibición de dicho documento, que normalmente se presupone como necesaria (vid. AULETTA/ SALANITRO: “La gestione accentrata...”, cit., pág. 722. RIGHINI, E.: “I Valori mobiliari”, en Quaderni di giurisprudenza commerciale, n^o 141, Giuffrè, Milán, 1993, pág. 54).

Los títulos que pueden ser objeto de este subdepósito son los siguientes: 1. Títulos cotizados en Bolsa. 2. Títulos fungibles, similares a las obligaciones, incluso aunque no se hallen admitidos a cotización bursátil. 3. Otros valores mobiliarios que incorporen derechos de suscripción o de adquisición, derivados de valores ya admitidos al sistema. 4. Si lo acuerdan la CONSOB. y el Banco de Italia, otros valores de gran difusión (AULETTA/SALANITRO: “La gestione accentrata”, cit., pág. 723).

Ahora bien, hay que hacer notar que el “Sistema Monte Titoli” “no produce una desmaterialización” del derecho *ex titulo*, al contrario de lo que ha sucedido en otros ordenamientos, de tal manera que, por cuanto se refiere al sistema italiano de depósitos centralizados de títulos, no procede —en sentido estricto— hablar de una “desmaterialización” (RIGHINI, E.: cit., pág. 54). Y, como quiera que el documento de papel no desaparece, de forma que, así la custodia, como la propia gestión y administración, versa sobre los mismos títulos (PARTESOTTI, G.: “Profili cartolari...”, cit., pág. 602), lo que la Ley hace es adaptar su régimen. Además, los títulos-valores de papel pueden reaparecer nuevamente, cuando son retirados del sistema, lo cual demuestra que la eliminación del vínculo “real” del documento, y su sustitución por el vínculo “ideal”, que opera sobre derechos desmaterializados del depositante, *no es definitiva, sino sólo temporal* (PAVONE LA ROSA, A.: cit., pág. 294).

En este sentido, se establece el principio de fungibilidad de los títulos; principio o criterio ordenador de la función de gestión centralizada de los valores (como dice PARTESOTTI, G.: *ibidem*), y se configura un sistema de *doble* depósito, o de depósito en dos fases o tramos. Más en concreto, se trata de un depósito *regular*, y por este motivo el dominio sobre los títulos —a pesar de la proclamada fungibilidad— permanece en los depositantes, de acuerdo con los principios generales del régimen del contrato de depósito, de tal modo y manera que la entidad depositaria, ni adquiere la propiedad, ni tampoco adquiere ningún tipo de interés fiduciario sobre los valores (vid. CAMPOBASSO, G-F.: *Diritto commerciale*, t. II, 2^a ed., Turín, 1992, pág. 217. CERRAI, A.: cit., pág. 253).

Hemos hablado de un “doble depósito”, lo cual debe ser interpretado en el sentido de que la inserción de los títulos-valores, en el sistema de administración centralizada, no se produce por obra o a iniciativa de sus titulares originarios, ya que dichos particulares no entran, nunca, en relación directa alguna con el *Monte Titoli*, sino que sus relaciones de custodia/administración se configuran en torno a contratos de depósitos concluidos con sus bancos u otros intermediarios de quienes son clientes (AULETTA/SALANITRO: “La gestione accentrata...”, cit., pág. 722). Así, cabe distinguir entre:

pasarían a ser prescindibles, tanto en relación con la transmisión de los derechos, como incluso en relación con el ejercicio de los mismos ⁽⁴⁴⁾. Así, una vez producida la truncación, la *traditio* material de los títulos/cosas corporales *deja paso a operaciones contables* ⁽⁴⁵⁾, y, a partir de este momento, *los títulos dejan de cumplir su función característica*, con lo que se da un paso más hacia su

1.º Depósito de custodia y administración de valores, efectuado por los clientes, en entidades autorizadas (entidades de crédito, agentes de cambio, etc. Vid. PAVONE LA ROSA, A.: cit., pág. 293).

2.º Depósito efectuado por las entidades autorizadas, en el *Monte*; verdadera relación de sub-depósito concluido entre el depositario inicial y el “*Monte*” (AULETTA/SALANITRO: “La gestione accentrata...”, cit., págs. 722 y s. PAVONE LA ROSA, A.: cit., pág. 294). Mas, para que tenga lugar este sub-depósito es preciso que lo autorice el depositante que constituyó el depósito primero, en poder de una Entidad bancaria, o un Agente de Bolsa... (CERRAI, A.: cit., pág. 252). Sea como fuere, este depósito también es un depósito *regular*.

Y, por otra parte, la Ley italiana de 1986, sobre el “*Monte Titoli*” ha operado una neta distinción entre derechos patrimoniales y derechos orgánicos. Y en este sentido, la legitimación para el ejercicio de ambas categorías de derechos societarios se escinde o separa, diferenciándose entre el ejercicio de los derechos económicos, que corresponde al *Monte Titoli*, y el de los derechos corporativos (como el voto, el derecho de impugnación de acuerdos...), que corresponde al cliente/depositante (PAVONE LA ROSA, A.: cit., pág. 295).

(44) MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 41, ya que la incorporación de los derechos en documentos de papel se habría mostrado inconveniente y perturbadora, de forma que la circulación de los valores consiste, ahora, en la transmisión de participaciones en una relación de copropiedad (“*Miteigentumsanteile*”) sobre cosas muebles; participaciones que en sí mismas no son cosas corporales, y por tanto, tampoco títulos-valores sino que son puros derechos.

El proceso racionalizado de custodia y administración colectivas muestra un creciente apartamiento de los valores en masa, del tráfico material y de la presentación física (CANARIS, C.W.: *Bankvertragsrecht*, cit. 2ª ed. págs. 932 y ss. HUECK/CANARIS.: cit., págs. 14 y s. ROTH, G.-H.: ibídem. ZÖLLNER, W.: cit., 14ª ed., pág. 6. BECKER, C.: *Das Problem des gutgläubigen Erwerbs...*, cit., pág. 3).

Así, el enorme aumento en la utilización de los títulos-valores, producido por el proceso inflacionario de postguerra, propició la tendencia a liberar a los valores del mercado de capitales de la representación en documentos circulantes de papel; y a su transmisión, de la aplicación de los principios sobre la circulación de las cosas muebles corporales, sustituyéndolos por simples actos contables, constituye un proceso que va desde el tráfico de transferencias de valores, hasta la total “des-documentación”, que —en Alemania— se ha producido en el seno de los créditos contabilizados del Estado (*staatliche Schuldbuchforderungen*) (ROTH, G.H.: ibídem).

(45) Mediante este sistema de depósitos conjuntos o colectivos de documentos, la gestión y la negociación de los mismos se podría llevar a cabo mediante simples anotaciones contables entre las entidades depositarias de esas carteras colectivas, sin apenas movimiento físico. De hecho, se ha llegado a sustituir, incluso la propia presentación del título, como instrumento de legitimación, que es reemplazada por la exhibición de un certificado múltiple, emitido por las entidades de crédito depositarias; permite al titular de valores/acción legitimarse para asistir a las juntas generales (vid. LENER, R.: cit., pág. 8. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 47 y ss. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, M.ªC.: cit., pág. 221 y s.).

desaparición, precedida por el *uso de títulos múltiples* ⁽⁴⁶⁾. Se habla, en relación con esta materia, del “*Effektengiroverkehr*”; expresión literalmente traducible como “tráfico de transferencia de valores”, que consiste en “*la transmisión contable de cuotas de participación en depósitos colectivos de valores*” ⁽⁴⁷⁾, que se configura tomando como modelo —precisamente— la institución bancaria de “tráfico de pagos sin efectivo” (“*bargeldlosen Zahlungsverkehr*”) ⁽⁴⁸⁾. Y para el ejercicio de los derechos, tampoco se recurre a la posesión material o física de los títulos, propiamente dichos, sino a un “*Sammelurkunde*” o “*Globalurkunde*”; un “Título múltiple”, que abarca o documenta una pluralidad de derechos singulares ⁽⁴⁹⁾, lo cual vino a constituir el primer hito en un proceso de desaparición de la “incorporación al documento” y de pérdida de sentido de la función del Título-valor.

B) Sistemas “sustitutivos”

Estos *sistemas tienden a reemplazar el título-valor (entiéndase, el propio documento de papel) por otros soportes y mecanismos distintos*: el título físico —el “*papel*”— nunca llega a ser emitido y la transmisión y ejercicio del derecho se llevan a cabo prescindiendo absolutamente del documento, *que —como soporte del derecho incorporado— da paso a su representación por inscripción en cuenta*, y a una quiebra del principio de “Incorporación”, en su expresión tradicional ⁽⁵⁰⁾ ⁽⁵¹⁾, llegando, por tanto, a la supresión *a limine* del documento o título tradicional.

⁽⁴⁶⁾ Vid. LENER, R.: cit., pág. 6. MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, cit., págs. 73 y 76.

⁽⁴⁷⁾ BECKER, C.: cit., pág. 3.

⁽⁴⁸⁾ HEINSIUS/HORN/THAN: cit., pág. 91.

⁽⁴⁹⁾ DELORME, H.: “Vom Recht...”, cit., pág. 18/276. ZÖLLNER, W.: cit., 14ª ed., pág. 6.

⁽⁵⁰⁾ Vid. DÍAZ MORENO, A.: “La Prenda...”, cit., pág. 365. LENER, R.: cit., págs. 8 y 11, quien habla —en este caso— de una “desmaterialización total”, que —a su vez— puede revestir dos modalidades: la obligatoria y la facultativa. FERRARINI, G.: “I nuovi confini del valore mobiliare”, en *Giurisprudenza commerciale*, 1989, nº 16.5, septiembre-octubre, pág. 744, quien diferencia entre sistemas en los que se produce la desmaterialización *del propio título* y sistemas en los que se produce la desmaterialización *de su circulación*. En sentido similar, BROSETA PONT, M.: cit., 9ª ed., págs. 600 y s., quien distingue entre el sistema de sustitución de la tradición física, y el sistema de sustitución de la emisión de los títulos. DE ANGULO RODRÍGUEZ, L.: “Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos”, en VV.AA.: *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, coord. G.J. Jiménez Sánchez, Civitas, Madrid, 1992, pág. 266. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 55. CACHÓN BLANCO, J.E.: cit., t. I, pág. 126.

⁽⁵¹⁾ Por este motivo se habla de una “*desmaterialización*” (en alemán: “*Entmaterialisierung*”) de los títulos-valores; de *una ruptura en la conexión entre la circulación del valor mobiliario y la forma de circulación de las cosas muebles corporales*, con la consiguiente decadencia

Para ello, el Derecho ha encontrado un valioso instrumento, en la “*Informática*”, y en el *tratamiento electrónico de datos*, ya que *el Ordenador puede hacer anotaciones contables que sirven como medio de prueba de la existencia del derecho, y de que ese derecho existe —precisamente— a favor de su titular. Además, mediante una nueva anotación contable/informática, se puede registrar su transmisión* ⁽⁵²⁾, potenciando —desde la perspectiva jurídica— el alcance de las anotaciones contables, ya que —de poseer una eficacia meramente probatoria y referida a un hecho producido al margen de su contabilización— pasa a poseer un *valor sustantivo propio*, produciendo los efectos del negocio traslativo del derecho “contabilizado”, sin necesidad de que tal derecho sea incorporado en documento alguno; es decir: el asiento contable pasa de poseer una eficacia “declarativa”, al *efecto constitutivo de la transmisión de los valores* ⁽⁵³⁾. Y no se detiene aquí el proceso, sino que la anotación contable deviene incluso creadora del “valor”, o de la configuración de un derecho con los rasgos propios del “valor” (literalidad, autonomía...). Se habla, pues, de valores sin título y de “*derechos-valores*” —expresión, ésta, debida al alemán OPITZ, que ha alcanzado gran difusión, incluso en normas positivas, como el R.D. nº 505/1987—, *para referirse a “valores” (“Effekten”) en los que no ha tenido lugar la incorporación a un documento (“bei denen die Verbriefung nicht stattgefunden hat”)* ⁽⁵⁴⁾.

Las anotaciones contables se revelan como el mejor sustitutivo de los títulos-valores tradicionales, cuya función era facilitar la circulación de los derechos, como cosas incorpóreas, *lo que se logra, de modo aún más efectivo, si la entrega de un papel se sustituye por una anotación contable y por su transferencia* ⁽⁵⁵⁾.

funcional (“*Funktionsverlust*”) de la figura tradicional del Título-valor de papel; circunstancia que sirve —a algún autor— como argumento para afirmar que se ha superado totalmente la tesis que pretendía atribuir un “*carácter cuasirreal*” (“*quasidinglicher Charakter*”) a las anotaciones contables representativas de valores vid. HUECK/CANARIS: cit., pág. 14. ROTH, G.H.: “Das Effektingeschäft im allgemeinen”, en VV.AA.: *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, C.H. Beck’sche Verlagsbuchhandlung, Munich, 1990, pág. 302. LENER, R.: cit., págs. 2 y 6).

(52) MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, cit., pág. 87.

(53) Vid. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., 17ª ed., t. II, pág. 21.

(54) Vid. HUECK/CANARIS: cit., pág. 17. MARTÍNEZ GIMÉNEZ, M.ª C.: cit., pág. 222.

(55) Vid. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., 17ª ed., t. II, págs. 21 y s.

El concepto de “valor negociable”, introducido por el Real Decreto nº 291/1992, de Emisiones y Ofertas Públicas de venta de valores negociables, con carácter de verdadero concepto-eje de toda la normativa sobre supervisión de los mercados de valores, apareció formulado en la “cláusula general”, del art. 2º, RD 291/1992, que deliberadamente eludía toda referencia a la representación documental/titular. Al propio tiempo —y ya en el art. 5º, LMV, igual que en el art. 51, TRLSA— la documentación en títulos-valores se ofrecía como alternativa de otra forma de representación: la *Anotación en cuenta*.

Con independencia de otros antecedentes en España y el extranjero ⁽⁵⁶⁾, *el primer paso* —fundamental, aunque *objetivamente limitado*— hacia la *implantación de un Sistema “sustitutivo”*, en el ámbito de los valores mobiliarios, *se dio en materia de Deuda pública* ⁽⁵⁷⁾, con el R.D. nº 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.

Una ojeada al Derecho extranjero permite apreciar múltiples ejemplos de evolución —tras un recurso inicial a los procedimientos correctores— hacia sistemas de naturaleza “sustitutiva”. El primer paso se dio en Alemania y Austria —que ya habían conocido fenómenos de *contabilización de valores públicos* ⁽⁵⁸⁾—, con el “*Bank des Berliner Kassenverein*”, y con la fundación de la

⁽⁵⁶⁾ Unos antiguos, como el “Gran Libro de la Deuda Perpétua consolidada”, de la RO. de 31 de marzo de 1850, y otros mucho más recientes, constituidos por tres sucesivas Leyes de Presupuestos Generales del Estado, de los años 1979, 1980 y 1981, que demuestran como la desmaterialización de los títulos-valores de la deuda pública encontró una acogida favorable, antes en el Derecho financiero, que en el Derecho mercantil (vid. SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, en VV.AA.: *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. II, vol. 1º, *Capital y Acciones*, Civitas, Madrid, págs. 360 y s.).

⁽⁵⁷⁾ Con el antecedente de las previsiones contenidas en el art. 24, nº 1, apdo. 1º, L. nº 74/1980, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del estado para 1981 —Previsiones desarrolladas por el R.D. nº 1849/1981, de 20 de agosto, y la O.M. de 16 de septiembre de 1981, que ya preveía la posibilidad de la representación contable/tabular de la Deuda del Tesoro amortizable, materializada en “pagarés”, encomendando la gestión de la misma al Banco de España, donde se crearía un “Sistema de Referencias técnicas” de los “pagarés del Tesoro”, para registrar las suscripciones, adquisiciones, enajenaciones y amortizaciones de los mismos (vid. SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., págs. 372 y s.)—, el R.D. nº 656/1982, de 12 de febrero, Sobre Deuda pública interior y amortizable vino a regular la figura de los “pagarés del tesoro”; figura alejada tanto de los viejos títulos regulados en el Código de comercio, como también de los pagarés cambiarios, y que representan verdaderos activos financieros de la Deuda Pública (JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.: “La experiencia de los pagarés”, cit., pág. 38), permitiendo que los valores representativos de estas emisiones pudieran *estar representados, bien fuera por medio de títulos “a la orden”* —fungibles y no fungibles, aplicando a los primeros el régimen establecido en el R.D. 1128/1974—, *o bien por medio de anotaciones en cuenta*. Es decir: que conforme a la legislación de 1982, la deuda pública representada por Pagarés del Tesoro podía encuadrarse en uno de estos tres grupos:

1. Anotaciones en cuenta.
2. Títulos-valores “a la orden” *fungibles* (sometidos al R.D. 1128/1974).
3. Títulos a la orden ordinarios, no fungibles (MADRID PARRA, A.: “La circulación de los valores...”, cit., págs. 79 y s. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 61 y ss., en especial págs. 63 y ss. ORTEGA, R.: “Los pagarés del tesoro: un nuevo instrumento de Deuda pública”, en RDBB, 1983, nº 9, enero-marzo, págs. 119 y s.).

⁽⁵⁸⁾ En Alemania es preciso distinguir entre los valores públicos, respecto de los cuales se siguió un sistema *sustitutivo*; un sistema de total supresión de los soportes documentales, ya que, con el antecedente de la legislación de 1910 sobre Deuda pública imperial, desde la promulgación de dos Ordenanzas del *Reich*, de 1940 y 1942 y con la Ley de Empréstitos del Estado, de

“*Wiener Giro- und Kassenverein*”, en 1872⁽⁵⁹⁾, que practicaban el *Depósito colectivo de valores*⁽⁶⁰⁾. También Francia conoció, en un primer momento, un sistema de naturaleza “*correctora*” —por mucho que luego se tradujera en la desaparición de los títulos—, pero se ha dado un paso más: *el paso a un sistema plenamente sustitutivo*. En este sentido, desde el 3 de noviembre de 1984, los valores mobiliarios representados por documentos de papel han dejado de existir⁽⁶¹⁾. Así, de un sistema en el que la transferencia de los valores había evolu-

1951 —*Anleihegesetz*—, que elevó la estructura del sistema al rango legal, la Deuda pública pasó a ser representada en libros contables (“*Suchldbuchforderungen*”), que se equipararon a los títulos al portador (vid. DELORME, H.: *Vom Recht und Technik der Wertpapiere, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 1990, nº 6, pág. 18/276. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., págs. 168 y s. SALINAS ADELANTADO, C.: cit., pág. 107).

La forma de la Deuda quedaba a elección del acreedor, pudiendo desaparecer completamente el título o soporte físico-material del derecho, lo que revela el —antes señalado— carácter “sustitutivo” del Sistema, que abandonaba el papel, como instrumento de circulación y ejercicio de los derechos (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 168).

(59) La “*Wiener Giro- und Kassenverein*” fue constituida con el objeto de agilizar el tráfico dinerario, por medio de las operaciones de transferencia y del tráfico de cheques, y también agilizar las operaciones sobre valores bursátiles. Al crearse esta entidad, se constituyó un depósito colectivo centralizado, al que se encontraban sometidos casi todos los bancos vieneses, y que fundamentalmente se dedicaba a facilitar la liquidación de las operaciones bursátiles. Por otra parte, el mencionado “*Bank des Berliner Kassenvereins*”, que había sido creado en 1823, constituyó —en 1869— la “*Liquidationsverein für Zeitgeschäfte and der Berliner Fondsbörse*”, que se encargaba de llevar a cabo la liquidación de las operaciones bursátiles a plazo, precisamente por medio de un sistema de compensación colectiva (HEINSIUS/HORN/THAN: cit., págs. 89 y s.).

(60) Antes de que el legislador hubiera realizado modificación alguna del Ordenamiento positivo, ya se habían adoptado, por la banca, prácticas *paralelas* al sistema cartular (MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta...*, cit., pág. 39), materializadas en la aparición de los sistemas de depósito colectivo en entidades *ad hoc*, como sucedió en Alemania, en 1882, con el “*Sammelverwahrung*” en el “*Bank des Berliner Kassenverein*”, configurado inicialmente para eludir los riesgos de robo y extravío de los títulos-valores —en especial, cuando eran emitidos al portador—, y las incomodidades derivadas de la necesidad de una manipulación material de los títulos, y que sería regulado —con posterioridad— en la *Depotgesetz* de 1937, constituyendo el antecedente de los sistemas “correctores”, junto con la SICOVAM francesa (HUECK/CANARIS: cit., pág. 14. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *El Decreto...*, cit., pág. 22. CACHÓN BLANCO, J.E.: cit., t. I, pág. 126. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 130. MADRID PARRA, A.: “La circulación de valores...”, cit., págs. 74 y s. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: “Valores mobiliarios anotados...”, cit., pág. 40. SALINAS ADELANTADO, C.: cit., pág. 106).

(61) Salvo en tres supuestos concretos; a saber:

- a) valores obligacionarios emitidos antes del 3 de noviembre de 1984 y amortizables por sorteo,
- b) valores franceses que pueden ser representados por un certificado emitido por la SICOVAM, exclusivamente para su tráfico en el extranjero, y
- c) las rentas perpetuas del estado, emitidas en forma nominativa, con anterioridad al 3 de noviembre de 1984.

cionado desde la *traditio* de documentos de papel; de títulos-valores muebles y corporales, a un régimen de transferencias contables, se ha pasado, por fin, a un sistema en el que ha evolucionado incluso la propia forma de los títulos, que ha dejado de ser el documento de papel, para dejar paso —con la “desmaterialización” de los títulos— a la representación puramente escritural ⁽⁶²⁾, hasta el punto de que se afirma que —actualmente— los valores mobiliarios —se dice— son bienes muebles, incorporeales, porque carecen de existencia material ⁽⁶³⁾.

Esto, incluso podría hacer dudar de que cupiera hablar de un título “al portador”, pues, ¿como sería posible un título “al portador”, cuando no hay un objeto físico —título— que “portar” ⁽⁶⁴⁾? En el caso de los valores nominativos, el derecho incorporado resultaba de una inscripción en el registro llevado por la propia Sociedad emisora, y su transmisión se efectuaba por medio de “*transfert*”, efectuado en tales registros. Por el contrario, si los títulos eran “al porta-

Por lo demás, *en adelante ya sólo existen valores representados por anotaciones contables*; circunstancia que ha hecho desaparecer los “depósitos de títulos individualizados” y que la única diferencia subsistente —que sirve para que subsista la distinción entre títulos “nominativos” y títulos “al portador”— reside en quién se encarga de la llevanza de las cuentas (MERLE, Ph.: *Droit commercial. Sociétés commerciales*, Dalloz, 5ª ed., París, 1996, pág. 263. RIVES LANGE, J-L. y CONTAMINE-RAYNAUD, M.: *Droit bancaire*, Dalloz, 6ª ed., París, 1995, pág. 760. JUGGLART, M. de, IPPOLITO, B. y MARTÍN, L.M.: *Traité de Droit commercial. Banques et Bourses*, t. VII, Montchrestien, 3ª ed., París, 1991, págs. 749 y s.).

(62) A partir del art. 94-II de la “*Loi des Finances*” —Ley francesa de Presupuestos generales, para 1982—, de 30 de diciembre de 1981, desarrollado por el D.fr. nº 359/1983, de 2 de mayo, y seguido por otras disposiciones como la referida L.fr. de 3 de enero de 1984 y el D.fr. nº 363/1983, de 2 de mayo, se estableció la inscripción contable, en cuentas llevadas por los emisores de valores o por otras entidades autorizadas, de todos los valores mobiliarios emitidos en territorio francés y sometidos al derecho francés. A partir de sus preceptos, se fueron modificando las disposiciones de la “*Loi des sociétés commerciales*” y de su Reglamento de aplicación, a la par que se derogaban diversas disposiciones, como las relativas a los títulos nominativos y al portador, representados en documentos de papel (más precisamente, relativas a los supuestos de desposesión) y las relativas a las cuentas corrientes de valores... (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 188). De este modo se manifiesta, en esta materia, un doble fenómeno; a saber: por una parte, un incremento del intervencionismo público, y, por otra, una degradación de las fuentes normativas, ya que se recurre a normas de ínfimo rango, como las Circulares y las Resoluciones —“*arrêté*”—, de entre las que destaca la que incorpora el Reglamento General de la SICOVAM, de 23 de mayo de 1984 (RIPERT/ROBLOT/DELEBECQUE/GERMAIN: cit., t. II, 14ª ed., pág. 33. BURGARD, J.J., CORNUT, C. y DE MASSY, R.: *La Banque en France*, Presses de la Fondation Nationale de Sciences Politiques/Dalloz, 4ª ed. rev. y puesta al día, París, 1995, pág. 330).

(63) La L.fr. nº 1160/1981, de 30 de diciembre, de Presupuestos generales para 1982 —“*Loi des Finances*”— ha modificado profundamente el régimen jurídico de la representación y circulación de valores mobiliarios. Antes de esta ley, el régimen jurídico de los valores era diverso, dependiendo de que los títulos “físicos” o “materiales”, en que se hallaban documentados, hubieran adoptado la forma nominativa o al portador.

(64) Vid. MERCADAL, B. y JANIN, Ph.: *Memento Sociétés commerciales. 1996*, Editions Francis Lefevbre, París, 1995/1996, pág. 767. MERLE, Ph.: cit., 5ª ed., pág. 265. JUGGLART/IPPOLITO/MARTÍN: cit., pág. 749.

dor”, el derecho resultaba del propio título, porque en él se producía una incorporación plena, pudiendo ser transmitidos por simple tradición manual ⁽⁶⁵⁾. Así, aunque la nueva Ley ha previsto que cualesquiera valores mobiliarios franceses, ya estén, o no, admitidos a cotización bursátil, sean representados por anotaciones en cuenta, el legislador francés ha querido conservar la figura de los títulos “al portador”. De hecho carecerá de importancia su carácter “nominativo” o “al portador”, porque las menciones contables serán las mismas ⁽⁶⁶⁾.

Por lo que se refiere a los Estados Unidos de Norteamérica —donde existe, igualmente, una cierta tradición de representación contable de valores de la *Deuda Pública* ⁽⁶⁷⁾—, es preciso distinguir —igual que en otros países— entre el problema en el ámbito de los “valores privados”, por un lado, y, por otro, en

(65) MERCADAL/JANIN: cit., pág. 769.

(66) MERLE, Ph.: cit., 5ª ed., págs. 264 y s. MERCADAL/JANIN: cit., pág. 772.

(67) Por lo que se refiere a los Estados Unidos de Norteamérica, y en relación con los valores de Deuda del Tesoro, e incluso los valores públicos de autoridades municipales, es preciso señalar cómo, ya desde el año 1968, los Bancos de la “Reserva Federal” mantenían deuda pública en forma de anotaciones en cuenta, aunque con carácter limitado, ya que se trataba de deuda emitida por otros bancos miembros de la “Reserva Federal” (RINGSMUTH, D.N.: “La experiencia norteamericana sobre anotaciones en cuenta de Deuda pública”, en VV.AA.: *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...*, cit., pág. 65). Inicialmente, el sistema era meramente “corrector”, ya que —sin duda— se emitían títulos *físicos*, si bien la circulación de los mismos se producía por medio de “transmisión electrónica”, que inspiraría —en 1965— el “Acuerdo de Compensación de Deuda Pública”, puesto en marcha —con ámbito local— en Nueva York. Durante este período —años 60— se había generalizado el *depósito de títulos*, unido a la inmovilización de los mismos en manos de su depositario, efectuándose la transmisión a través de los correspondientes *asientos*, efectuados por el depositario (RINGSMUTH, D.N.: “La experiencia norteamericana...”, cit., pág. 66).

En la actualidad —se ha señalado— el Tesoro de los EE.UU. emite la *totalidad* de su deuda negociable (“*Treasury Bills*”, “*Treasury Notes*” y “*Treasury Bonds*”) únicamente bajo la forma de *anotaciones en cuenta*, habiendo desaparecido la emisión de tales títulos en el año 1977. De hecho, el Tesoro de los EE.UU. incluso ha dejado de emitir *certificados de registro*. Pero el fenómeno no se limita, exclusivamente, al ámbito de las emisiones de valores del Tesoro público, sino que alcanza las de valores emitidos por los principales organismos públicos norteamericanos y algunos bancos internacionales de desarrollo, que emiten sus valores representados por anotaciones en cuenta, a través del Sistema de la Reserva federal (RINGSMUTH, D.N.: “La experiencia norteamericana...”, cit., pág. 65).

Cada Banco miembro de la Reserva Federal mantiene cuentas abiertas en *todas las entidades de depósito* del distrito, que —a su vez— abren otras cuentas de depósito de valores, a favor de cualesquiera otros sujetos, que —si se diera el caso de que, a su vez, fueran *brokers* o “*dealers*” en valores de deuda pública— podrían muy bien tener abiertas unas “*terceras cuentas*” a nombre de sus respectivos clientes, de modo que —una vez más— nos encontramos ante un “sistema escalonado de cuentas” (RINGSMUTH, D.N.: “La experiencia norteamericana...”, cit., pág. 67).

La gran mayoría de las transferencias se lleva a cabo por medio de *acceso directo* al ordenador; es decir: “*on line*” (RINGSMUTH, D.N.: “La experiencia norteamericana...”, cit., pág. 68).

el ámbito de la “Deuda pública”. Ante todo, hay que señalar que en el Derecho norteamericano se distingue entre “*certificatted securities*”, “*uncertificatted securities*” y “*registered form certificatted securities*” (Secc. 8-102, UCC) ⁽⁶⁸⁾. Los dos primeros grupos se distinguen por el hecho de que exista —“*certificatted*”—, o no exista —“*uncertificatted securities*”—, un “documento” en el que se represente el valor de que se trate. En el primer caso —“*certificatted securities*”— cabe que los documentos se emitan “al portador” —“*payable to bearer*”— o “*in a registered form*” (de forma nominativa), ya que lo que define esta modalidad es que especifica la persona de su titular, y su transmisión —que requiere la entrega física ⁽⁶⁹⁾— puede quedar registrada en libros llevados por el emisor o en representación del mismo ⁽⁷⁰⁾.

Por otra parte, los valores públicos “municipales” venían siendo emitidos, hasta 1983, bien fuera en forma de “títulos al portador”, o bien —alternativamente— en “forma registral”, en cuyo caso la titularidad venía registrada en una lista centralizada y los pagos de intereses se hacían a favor del titular registral, en contraste con los valores de deuda municipal “al portador”, en los que lo decisivo era la posesión: su transmisión se producía por la entrega —“*delivery*”— es decir: por la transmisión de la posesión del título, y los pagos de intereses se hacían contra presentación material de los cupones. Ahora bien: por motivos fiscales —se temía que hubiera ocultamiento de datos fiscales—, la nueva *Tax Equity and Fiscal responsibility Act*, norteamericana, de 1982 introdujo una serie de limitaciones que tendían a favorecer los valores “registrales”, en detrimento de los títulos al portador (AMDURSKI, R.S. y GILLETTE, C.P.: *Municipal Debt Finance Law. Theory and Practice*, Little, Brown & Co., Boston/Toronto/Londres, 1992, págs. 34 y s.).

El art. 8º, UCC referente a la “Inversión en Deuda”, y su art. 9º, sobre “Transacciones garantizadas” establecen normas aplicables a la trasferencia y gravamen de títulos de deuda, ahora bien: por lo mismo que los referidos preceptos se refieren a los “títulos”, es obvio que el UCC no ha contemplado el problema de las anotaciones en cuenta, pues las referidas disposiciones solamente se aplican a los títulos “físicos”. Por este motivo, los expertos de la “*Federal reserve*” y del Tesoro hubieron de enfrentarse con el dilema de adaptar los preceptos a la problemática propia de las anotaciones en cuenta, o bien, alternativamente, elaborar una regulación nueva y específica para aquellas. Aparentemente se optó por la primera posibilidad; es decir la de adaptar las disposiciones sobre títulos físicos, a las necesidades de los valores tabulares, por las ventajas que suponía la pre-existencia de una normativa de eficacia ya contrastada. A este efecto, se partió de la base de una “ficción”: la ficción de considerar a las anotaciones en cuenta como títulos físicos o materiales (RINGSMUTH, D.N.: “La experiencia norteamericana...”, cit., pág. 70).

⁽⁶⁸⁾ Vid. VV.AA.: *Uniform Commercial Code. 1987 Official Text with comments*, cit., págs. 585 y ss. HENN, H.G. y ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporations and other business enterprises*, West Publishing Co., 3ª ed., St. Paul, Minn., 1983, págs. 379 y ss. HUBELL, M.R.: “Le Code de commerce Uniforme”, en VV.AA.: *Pratique du Droit des affaires aux États-Unis*, dir. por R.H. Folsom y A.A. Levasseur, Dalloz, París, 1995, pág. 234.

⁽⁶⁹⁾ La transmisión de las “*certificatted securities*”, que puede tener lugar por endoso, requiere la entrega material, como se deduce de la Secc. 8-302, UCC.

⁽⁷⁰⁾ Vid., en relación con las “*Mortgage backed Securities*”, MADRID PARRA, A.: *El mercado Hipotecario (EE.UU.-España)*, edit. Banco Hipotecario de España, Madrid, 1988, pág. 219.

Las “*uncertificated securities*” son valores que no se encuentran representadas en ningún documento y cuya transmisión es registrada en unos libros, gestionados por o en representación del emisor. En este sentido, se hace evidente que, ya desde hace tiempo, el Derecho estadounidense asistía a un proceso de tránsito, desde los títulos físicos, a los valores “sin título” (71).

Respecto de los valores privados, el sistema se caracteriza por la sustitución de los valores nominativos —es decir: “*certificaded securities in registered form*”—por “certificados múltiples inscritos”, que se transmiten y adquieren en la NYSE o en el AMEX mediante la intervención de ciertos intermediarios profesionales o “Agencias” (72). Para atender a estas nuevas prácticas, el “*Uniform Commercial Code*” hubo de incorporar nuevas disposiciones, que regulasen este tráfico contable/electrónico (73), con lo que el UCC no ha hecho

(71) Un proceso que —como es ya usual— se inicia en forma de un sistema corrector, como reacción contra el caos en que había desembocado el sistema de títulos materiales (vid. DE LA CUESTA RUTE, J.M.ª: *La Acción como parte del capital y como título en la Sociedad Anónima norteamericana*, Tecnos, Madrid, 1972, págs. 304 y ss. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUENAS, A.: *Sobre el concepto, naturaleza y régimen jurídico de los valores mobiliarios anotados en cuenta*, tesis mecanografiada e inédita, dir. por el Prof. Dr. D. Fernando Sánchez-Calero, Universidad Complutense, Madrid, 1995, págs. 57 y ss.), pero que deja paso a un sistema en que —p.e.— los valores hipotecarios, aunque sean emitidos como títulos físicos, en un primer momento, lo cierto es que pueden ser representados, luego, por el sistema de “*book-entry*”; es decir, que pueden ser representadas por medio de anotaciones contables, si así lo estima la “*Federal National Mortgage Association*” (MADRID PARRA, A.: *El Mercado Hipotecario...*, cit., págs. 220 y s., nota 53).

(72) Quienes —tras comprobar los datos— extienden los nuevos certificados, de forma que —en breve plazo— los compradores adquieren sus nuevos resguardos. Hasta aquí, nada parece haber de extraordinario: se trataría, simplemente, de un tráfico efectivo de títulos “físicos”, facilitado por el recurso a títulos múltiples. Pero, además, existe un Sistema de compensación global, gestionado por un ente denominado “*Stock Clearing Corporation*”, para cuya realización se dispone de máquinas electrónicas y ordenadores, lo cual facilita enormemente la negociación de títulos-valores y el ejercicio de los derechos que incorporan, ante las entidades emisoras (CANO RICO, J.R.: *Mediación, Fe pública mercantil...*, cit., pág. 393. HENN/ALEXANDER: *Corporations Laws*, cit., pág. 457). De hecho, en 1975, y como parte de una serie de enmiendas a las leyes sobre valores, el Congreso de los EE.UU. hubo de reconocer la necesidad de facilitar el establecimiento de un sistema nacional de mercado de valores, para una rápida y segura compensación y liquidación de las transferencias de valores negociables (LOSS/SELIGMAN: *Fundamentals...*, cit., pág. 656).

(73) El nuevo art. 8-320, UCC señala que, además de otros métodos —como la entrega o el endoso...—, la transmisión o la pignoración de un “valor” o de cualquier derecho o interés en él, o la extinción de prendas constituidas sobre ellos, pueden efectuarse por medio de apropiadas anotaciones en los libros de una “*Clearing Corporation*”, que efectúe un adeudo en la cuenta del transmitente, pignorante, o acreedor pignoraticio, y un abono en la cuenta del adquirente, acreedor pignoraticio o pignorante, equivalentes al montante de la obligación o al número de las acciones o derechos que son objeto de transmisión, pignoración o liberación, siempre y cuando los “valores” estén representados en las cuentas de un transmitente, pignorante o acreedor pignoraticio, abiertas en los libros de la “*Clearing Corporation*”.

sino seguir el mandato que él mismo introduce, en la Subsección 2 b), de la Sección 1-102 ⁽⁷⁴⁾.

En el centro del sistema se encuentra la figura de las “Clearing corporations”, que constituyen un tipo especial de intermediarios financieros, que se caracteriza porque reciben valores en depósito, por cuenta de los “brokers”, de los bancos y otras entidades financieras, y llevan a cabo un proceso de compensación multilateral del tráfico de dichos valores, entre sus depositantes, por medio de anotaciones en sus libros contables ⁽⁷⁵⁾.

Superando los logros e incluso el sistema adoptado por el Decreto de 1974, el R.D. nº 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 abrió una nueva era en el proceso de “generalización” de la desmaterialización de los títulos-valores, en la medida en que —precisamente por la índole pública de los mismos— los valores y sus emisores contribuirían a generar una mayor confianza del público en el hecho de que “los valores puedan valer más, aun sin ser títulos” ⁽⁷⁶⁾.

El Preámbulo del R.D. nº 505/1987 ⁽⁷⁷⁾ señaló los inconvenientes derivados de la representación de la Deuda pública en títulos de papel, respecto del ágil

⁽⁷⁴⁾ Según el cual se trata de permitir la expansión continua de prácticas comerciales surgidas del uso y el acuerdo de las partes, y —en este sentido— se ha venido a reconocer expresamente, una novedosa y comercialmente útil forma de transmisión o pignoración de valores en el ámbito de los mercados organizados de valores; especial —aunque no únicamente— entre “brokers” y bancos (VV.AA.: *Uniform Commercial Code. 1987 Official Text with comments*, cit., pág. 648).

⁽⁷⁵⁾ VV.AA.: *Uniform Commercial Code. 1987 Official Text with comments*, cit., pág. 648.

Mas, como quiera que la propia legislación bursátil contemplaba las “Clearing agencies”, como entidades autorreguladas, sometidas al control de la SEC, pero que en muchos casos eran bancos fue preciso delimitar las competencias de la SEC y de otras entidades como el *Comptroller of Currency*, el “Comité de Gobernadores de la Reserva Federal”, el “*Federal Deposit Insurance Corporation*”, etc.

⁽⁷⁶⁾ SÁNCHEZ CALERO, F.: “Régimen de los valores representados por...”, cit., págs. 93 y s.

Este Mercado de Valores representativos de la Deuda Pública funciona, esencialmente, configurado como:

“Un procedimiento para la tenencia de valores emitidos por el Estado, en el que sus adquirentes poseen derechos frente al mismo asentados en una Central de anotaciones, cuya gestión es delegada por el emisor al Banco de España. Dichos valores serán negociables y transmisibles en mercado secundario.”

(Exposición de motivos del R.D. nº 505/1987).

⁽⁷⁷⁾ Promulgado como consecuencia y en ejercicio de la autorización conferida al Gobierno por el art. 34, nº 4, apdo. b), de la Ley nº 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos generales del Estado para 1987 (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 173. SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., pág. 376), que permitía al Gobierno dictar las disposiciones que fueran necesarias al objeto de implantar el sistema de

funcionamiento del tráfico mercantil ⁽⁷⁸⁾, proponiendo como solución el *recurso a sistemas informáticos que evitasen el manejo material de títulos*, agilizasen el tratamiento de la información, incorporasen mecanismos de corrección de errores, y que se beneficiasen de las *facilidades de interconexión, que permiten el intercambio de datos a distancia* ⁽⁷⁹⁾.

El R.D. nº 505/1987 diseñó un sistema basado en la existencia de un “organismo rector” que es la Central de Anotaciones, caracterizada como servicio público estatal, carente de personalidad jurídica propia, encomendado al Banco de España ⁽⁸⁰⁾, para *gestionar la emisión y amortización de los valores de la Deuda Pública*, abriendo cuentas a nombre de ciertas entidades “*adheridas*” o “*gestoras*”; realizando las anotaciones y demás actuaciones precisas a tal objeto de la emisión, conversión y amortización de la Deuda Pública, así como para el ejercicio de los derechos económicos de sus titulares ⁽⁸¹⁾. Además, la Central de Anotaciones también se encarga de organizar un *mercado secundario* entre las “*entidades adheridas*”, titulares directas de cuentas de valores ⁽⁸²⁾.

Por fin, el proceso de *desaparición de los títulos-valores físicos entra en una fase decisiva con la LMV nº 24/1988 y con el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por R.D.Leg. nº 1564/1989, de 22 de diciembre, que reconocen la posibilidad de representar los valores negociables* —p.e.: acciones y obligaciones— *por medio de anotaciones en cuenta*, sobre registros informáticos ⁽⁸³⁾, con las indudables ventajas que lleva aparejadas este sistema de documentación electrónica, que se ha revelado como la solución tecnológicamente más perfecta, para solucionar los problemas derivados de la negociación en los mercados de valores, ya que los valores mobiliarios pasan —mate-

instrumentación de la Deuda Pública por anotaciones en cuenta (técnica de representación que, inmediatamente, fue aplicada a los bonos del Tesoro, por medio de otras disposiciones de naturaleza reglamentaria), así como para regular las transacciones sobre valores de deuda pública, basadas en tales anotaciones (MADRID PARRA, A.: “La transmisión de valores...”, cit., págs. 83 y s.), el Decreto original fue modificado por el R.D. nº 1009/1991, de 21 de junio, con objeto de adaptarlo a la LMV (SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., pág. 377).

⁽⁷⁸⁾ MADRID PARRA, A.: “La circulación de los valores...”, cit., pág. 81. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 67.

⁽⁷⁹⁾ MADRID PARRA, A.: “La transmisión de valores...”, cit., pág. 81.

⁽⁸⁰⁾ ESPINA, D.: *Las Anotaciones en Cuenta...*, cit., pág. 177. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 68. NIETO CAROL, U.: *El Mercado de Valores...*, cit., pág. 257.

⁽⁸¹⁾ NIETO CAROL, U.: *El Mercado de Valores...*, cit., pág. 257.

⁽⁸²⁾ Sobre las diversas operaciones del Mercado secundario de deuda Pública, vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 69.

⁽⁸³⁾ RECALDE CASTELLS, A.: “En torno a la pretendida nominatividad...”, cit., págs. 362 y s.

rialmente— a ser *meros datos informáticos insertos en el disco de un ordenador*, a la par que *su gestión pasa a ser la propia de la aplicación de los programas de gestión de bases de datos*, bien que conservando la *quintaesencia del régimen o de la teoría de los títulos-valores* ⁽⁸⁴⁾.

La representación tabular o contable es una opción abierta a todo tipo de emisores y de valores, *ya coticen, o no, en un mercado secundario organizado* ⁽⁸⁵⁾, aunque es preciso reconocer que el régimen jurídico de los valores objeto de representación contable aparece *concebido, sobre todo, pensando en valores admitidos a cotización en mercados secundarios oficiales u organizados*, lo que podría proporcionar un *criterio de delimitación de la tipología societaria* y empresarial, en función de la *dimensión de la empresa*; es decir: un criterio para determinar si se está en presencia de una “Gran Empresa”; si se está en presencia de la *Sociedad anónima “abierta”, “cotizada” o “bursátil”* ⁽⁸⁶⁾.

Por otra parte, y debido a la especial insistencia en la dimensión “bursátil” o “de mercado” de los valores representados por anotaciones en cuenta, se ha llegado al extremo de que el sistema de representación “tabular” o “contable” se aplique, no solamente a los “valores negociables”, en sentido propio —es decir: los definidos como tales en el art. 2º, R.D. 291/1992—, *sino también a los llamados “instrumentos financieros”*. En este sentido, si ya el art. 1º, nº 5, R.D. nº 1814/1991 estableció que *“los futuros y opciones financieros estarán representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta”* ⁽⁸⁷⁾, aunque lo que sucede —en realidad— es que se anota el “contrato”, pero lo que queda “representado” —lo que es objeto de “incorporación” o “materialización” tabular— son los “derechos” o titularidades jurídicas de las partes en dichos contratos ⁽⁸⁸⁾,

(84) ALONSO ESPINOSA, F.J.: “Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones”, en RDBB, 1992, nº 45, enero-marzo, págs. 62 y s.

(85) RECALDE CASTELLS, A.: “En torno a la pretendida nominatividad...”, cit., págs. 362 y s. FERNÁNDEZ ARMESTO/DE CARLOS BELTRÁN: cit., pág. 436.

(86) ALONSO ESPINOSA, F.J.: “Problemas en materia de documentación y...”, cit., pág. 63.

(87) Lo cual —como se ha señalado, por algún autor— comporta una cierta incoherencia sistemática, ya que, siendo los futuros y opciones financieras caracterizados legalmente como “contratos” (“contratos a plazo normalizados”), sin embargo son objeto de representación como “valores” (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 244).

(88) Que es lo que —luego— circula contablemente; dicho de otro modo: las posiciones “compradora” o “vendedora”; “aceptante” u “oferente” —es decir: las posiciones jurídicas *acreedora o deudora*, asumidas en una relación contractual *contraída frente a la Sociedad rectora del mercado*— son transmisibles, por cuanto su titularidad puede cambiar en el mercado. Y, por consiguiente, son estos *créditos* pertenecientes a las partes en los contratos de futuros u opciones, *los que constituyen el objeto de una necesaria representación tabular*, dotada de efectos jurídicos sensibles, y no los propios “contratos a plazo”. Posteriormente, esos “derechos” —segregados, por así decirlo, de los contratos— podrán convertirse en verdaderos “valores negociables”, aunque su emisión tenga una regulación especial (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., págs. 244 y ss.).

el nuevo art. 2º, párr. 3º, LMV permite —por la amplitud de sus términos— extender, entre otras cosas, a los *“instrumentos financieros”*, en general, *las reglas previstas en la LMV para los valores negociables*, lo que incluye —a no dudarlo— las disposiciones sobre la *representación por anotaciones en cuenta*.

El régimen de los valores *“tabulares”* fue desarrollado por el R.D. nº 116/1992, de 14 de febrero, sobre *representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles* ⁽⁸⁹⁾.

Ciertamente, el principio básico subyacente en las disposiciones sobre los valores negociables *“tabulares”* ⁽⁹⁰⁾, es *el principio de “libertad”*, entendida como *facultad de libre opción de los emisores de valores, por la forma documental o por la forma contable de representación*, limitada —sólo— por la

(89) El R.D. nº 116/1992 es una disposición verdaderamente larga, que cuenta con 79 artículos, con una Disposición Adicional, con seis Disposiciones Transitorias, una Disposición Final y una Disposición Derogatoria. Todo este conjunto de disposiciones se haya distribuido en tres Títulos —divididos, a su vez, en capítulos y secciones—, que se hallan respectivamente dedicados a: I La “Representación de valores por medio de anotaciones en cuenta”, que trata de los —llamémosles— aspectos *“reales”*; es decir: que tratan de la constitución de los valores tabulares, y de su régimen *“en cuanto bienes registrales o contables”*. II La “Liquidación y compensación de operaciones bursátiles”, que trata de los *aspectos operativos del mercado* de valores tabulares, estableciendo la forma de ejecutar y liquidar las operaciones que tengan por objeto los mismos, y III El “Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y Entidades adheridas”, que regula la naturaleza, caracteres y funcionamiento de esta *entidad* que, en *forma de Sociedad Anónima*, debe existir en toda Bolsa de Valores.

El Título I es el que contiene las disposiciones relativas a los valores tabulares, cuyo régimen común sienta en su Capítulo I, intitulado precisamente, así: “Disposiciones comunes”. La Secc. 1ª de este Capítulo I, del Título I, se titula: “La anotación en cuenta como modalidad de representación de los valores”, y en ella se sientan las características fundamentales, no tanto de los “valores”, en sí, como del propio sistema; dicho de otro modo: en ella se sientan las grandes líneas orientadoras y los *elementos conceptuales y definitorios* del régimen de la representación tabular de valores negociables, tales como *la proclamación genérica de la posibilidad de representación de —todos— los valores, por medio de anotaciones contables, y los principios inspiradores de la misma*; principios en los que aparece reflejada la evidente *preferencia* del legislador por esta modalidad de representación.

La Secc. 2ª del mismo Capítulo I se titula “Constancia y publicidad de las características de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta” y en ella se trata de los aspectos más propiamente *“cartulares”/“tabulares”* de los valores; es decir: se regula el régimen jurídico-privado; *“real”* y *“obligacional”* de los valores tabulares; es decir: cómo el contenido de los valores viene determinado por el contenido de la escritura de emisión o representación, y de cómo se habrá de dar publicidad a la misma, para general conocimiento de todo ese contenido negocial.

Por fin, la Secc. 3ª se dedica a establecer el “Régimen jurídico de los valores representados por anotaciones en cuenta”. Si la Sección 1ª era —por así decirlo— la que regulaba las coordenadas básicas del Sistema, y la Secc. 2ª se ocupaba de los aspectos estructurales del “valor tabular”, la Secc. 3ª se ocupa de la *dinámica funcional de constitución, circulación, gravamen y ejercicio de los derechos*.

(90) Si preceptos como el art. 102, nº 1, LGP o el art. 1º, R.D. nº 505/1987 previeron —y prevén— que la Deuda del Estado podrá estar representada, además de en títulos-valores, por medio de anotaciones en cuenta en una Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado;

necesidad de *manifestar expresamente la opción por una u otra modalidad* de representación, so pena de que los fedatarios públicos denieguen su autorización o su registro de los documentos privados correspondientes ⁽⁹¹⁾. Pero, a pesar de lo dicho, nuestro Ordenamiento jurídico se decanta en favor de esta representación contable, *propiciándola*, de modo que este proceso no se limita a ser una tendencia fáctica, determinada por el desarrollo y avance de las nuevas tecnologías, sino que es una *opción jurídica* deliberada, de la que resulta un régimen jurídico-positivo *orientado hacia la desmaterialización*, con una correlativa *“pérdida de importancia de los tradicionales títulos”* ⁽⁹²⁾. Así lo demuestran varios hechos:

Primero.—*La aplicación del Principio de “Unidad o Unicidad de representación”* (art. 5º, LMV y art. 2º, R.D. 116/1992); es decir el principio del sometimiento al régimen de representación contable de todos los valores integrantes de una misma emisión —aunque con ciertas excepciones, surgidas en los casos de cambio de modalidad de representación—, de tal modo y manera que el sistema de representación elegido no se emplee o aplique a una parte de los valores integrados en una emisión, pero no a otra parte de los mismos ⁽⁹³⁾. En el caso —p.e.— de las “acciones” de Sociedad anónima, las “emisiones” se identifican, bien sea con el acto fundacional —que no siempre será una verdadera “emisión”, en el sentido del R.D. nº 291/1992, aunque a los efectos que ahora nos

y si preceptos como los arts. 9º, g), 51 y 290, nº 1, TRLSA, hacen lo propio, respecto de las acciones y los valores obligacionarios de las sociedades anónimas, en cambio, lo que hicieron los arts. 5º LMV y 1º R.D. 116/1992 fue introducir la novedad de generalizar, respecto de cualesquiera tipos de “valores negociables”; públicos o privados, representativos de deuda pública, o de operaciones de inversión en capital de riesgo (valores de renta variable), o de derechos de suscripción o adquisición, y ya fueren típicos o atípicos, la posibilidad, e incluso —eventualmente— la necesidad de representación tabular o contable, de modo que esta posibilidad de representación “tabular” no queda limitada exclusivamente a los “valores mobiliarios”, *sino que es aplicable a todos los valores “negociables”* (SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., 17ª ed., t. II, pág. 24), ya que disponen que los valores negociables: “...podrán estar representados por medio de anotaciones en cuenta...”, remitiéndose el precepto reglamentario a lo dispuesto en la LMV y en el propio R.D. nº 116/1992.

(91) ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El valor anotado...”, cit., págs. 828 y s.

(92) SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., pág. 398.

(93) A tal efecto, el concepto de “emisión” debe interpretarse tomando como punto de referencia el contenido del art. 4º, R.D. nº 291/1992 (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 252). Por consiguiente, y desde una perspectiva jurídico-negocial, cabe afirmar que, si bien —p.e.— la opción entre la representación en títulos físicos o en anotaciones contables de las acciones o las obligaciones constituye una alternativa de libre elección, para el Emisor —cfr. arts. 9º, g) y 52 y 285, TRLSA—, sin embargo esa libertad tiene un primer límite; a saber: en el citado “Principio de Unidad” o “Unicidad” de representación, por cuya virtud cada emisión debe necesariamente ser objeto de representación a través de un único sistema. Con carácter general, el art. 2º R.D. 116/1992 es bien claro a este respecto, cuando dispone que *la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta “...se aplicará a todos los*

interesan sí que lo sea—, o bien con cada una de las ampliaciones de capital que sucesivamente se lleven a cabo ⁽⁹⁴⁾, aunque —en opinión de algún autor— el concepto de “Emisión” no debe equipararse, ni confundirse, con el concepto de “clase” de valores, de forma que —p.e.— dentro de las acciones de *una misma clase* podrían existir *unidades con formas de representación diferentes* ⁽⁹⁵⁾.

Como consecuencia de lo expuesto, sería perfectamente posible —p.e.— que una Sociedad anónima tuviera representadas por medio de títulos “físicos” todas las acciones emitidas con ocasión de su fundación, mientras que las acciones emitidas con ocasión de uno o de varios aumentos de capital estuviesen —todas— representadas por anotaciones en cuenta ⁽⁹⁶⁾.

En los eventuales casos de *cambio de representación*, como quiera que los valores representados por títulos se irán transformando en valores contabilizados, a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento para la transformación, parece obvio que *temporalmente* pueden ser objeto de *modalidades de representación diferentes*, unos valores agrupados en la *misma emisión* ⁽⁹⁷⁾. Sin embargo, posiblemente la excepción más importante al proclamado principio de unicidad del sistema de representación, se manifieste, en el ámbito de los valores de la *Deuda Pública*, ya que, sin inconveniente legal a la *coexistencia de distintas formas* de representación, dentro de la *misma emisión*, el Real Decreto de 1987 preveía la conversión de la deuda pública, ora en títulos, ora en anotaciones contables ⁽⁹⁸⁾.

integrantes de una misma emisión...”; todos los valores agrupados en una misma emisión deben tener la misma forma de representación (Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., 17^a ed., t. II, pág. 24. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 252. SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., págs. 402 y ss., en relación con las acciones; TORRES ESCÁMEZ, S.: cit., pág. 125, en relación con las obligaciones. ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El valor anotado...”, cit., págs. 829 y s.), previendo —si acaso— la posibilidad de ciertos supuestos excepcionales, referentes al caso de los cambios en la modalidad de representación.

Se separa, así, el Sistema español *del Norteamericano*, al que se califica como un “*dual system of registration*”, en el cual es posible que los valores de una misma emisión estén *representados de dos formas diferentes*; es decir: parte, en *títulos* y parte, por *anotaciones contables* (ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El valor anotado...”, cit., pág. 829).

⁽⁹⁴⁾ ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 253.

⁽⁹⁵⁾ ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El valor anotado...”, cit., pág. 829.

⁽⁹⁶⁾ ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 253.

⁽⁹⁷⁾ ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 254.

⁽⁹⁸⁾ Como demuestra el art. 12, nº 1, R.D. nº 505/1987, que atribuye al Ministerio de Economía y Hacienda la posibilidad de establecer las circunstancias en que los tenedores de Deuda del Estado, representada por anotaciones en cuenta podrán solicitar su transformación en títulos-valores, así como el procedimiento para efectuar esa transformación (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., págs. 176 y s.).

Segundo.—*La Irreversibilidad de la misma, una vez que se ha optado por ella (al contrario que cuando la representación es mediante documentos de papel) (art. 5º, LMV y art. 3º, R.D. nº 116/1992) (99).*

La “irreversibilidad”, empero, es —más bien— un principio; una aspiración —alcanzada, en buena medida—, pues cabe la reversibilidad y la reducción a títulos-valores físicos; posibilidad amplia, en materia de valores de la Deuda Pública, mientras que —en caso de otros valores negociables— sólo se admitirá en ciertos casos excepcionales, en los que el principio de irreversibilidad puede resultar “inconveniente” y en que, como consecuencia de la *escasa difusión* de ciertos valores, que *no están admitidos a negociación en un Mercado secundario oficial* de valores, la CNMV autorice la representación, de nuevo, en documentos de papel; en títulos (100).

De autorizarse la regresión a títulos-valores, el art. 3º R.D. 116/1992 establece dos obligaciones a cargo de la Entidad encargada del Registro contable: a) hacer entrega a los titulares de los valores, de los correspondientes títulos; b) actuar como depositaria, por ministerio de la Ley, respecto de los títulos, hasta que sean recogidos por sus titulares.

Por el contrario, la reversibilidad general que es principio rector, en cuanto a los valores representados por títulos físicos de papel, determina que esa *representación por medio de “títulos” no tenga carácter definitivo*, y —en consecuencia— permite reducir a anotaciones aquellos valores negociables que antes adoptaban la forma tradicional de títulos físicos de papel (101). El art. 4º R.D. 116/1992 regula esta cuestión atribuyendo —al parecer— la competencia para adoptar esta decisión, no a los tenedores de los títulos, sino *a la Entidad emisora*, aunque se trataría —por consiguiente— de una colaboración individual, *no decisoria, sino en sede de ejecución del acuerdo* (102).

(99) La representación de los valores por medio de anotaciones contables “será irreversible”, lo que demuestra la naturaleza imperativa del precepto y la voluntad decidida del legislador de consolidar la representación tabular de los valores negociables (como si se tratase de una enfermedad contagiosa e incurable, dice TORRES ESCÁMEZ, S.: cit., pág. 125. Vid. igualmente, SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., págs. 411 y ss. ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El Valor anotado...”, cit., pág. 830).

(100) El legislador ha configurado a la Anotación como un instrumento que potencia la circulabilidad, aún más que el documento de papel, de modo que sólo cuando los valores estén poco difundidos, sean poco negociados *de facto*, cabrá dar un paso atrás, volviendo al papel (vid. FERNÁNDEZ ARMESTO/DE CARLOS BELTRÁN: cit., pág. 437. SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., pág. 412).

(101) ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El valor anotado...”, cit., págs. 830 y s.

(102) “1. *Previo acuerdo adoptado al efecto por la Entidad emisora con los requisitos legales exigidos, los títulos... podrán transformarse en anotaciones en cuenta...*”, dice el precepto, pudiendo llevarse a cabo la transformación a través de un acuerdo adoptado por mayoría,

La transformación —dispone el nº 2, del citado art. 4º, R.D. nº 116/1992— se producirá a medida en que *los títulos vayan siendo presentados ante la Entidad o Entidades encargadas del registro contable*, precisamente al objeto de operar la transformación. Dichas entidades *practicarán los correspondientes asientos o inscripciones, a favor de quienes aparezcan como titulares*, de acuerdo con la ley de circulación de los títulos ⁽¹⁰³⁾. Y, así, dado que los títulos se encuadran en emisiones seriadas y masivas, y habida cuenta de que sus titulares pueden ser muchos y distintos, *la conversión aparece configurada —o presu-puesta— como un proceso prolongado a lo largo del tiempo*. Pero el Legislador no quiere prolongar excesivamente ese proceso; razón por la cual el R.D. nº 116/1992 adopta diversas medidas:

A) Por una parte, *la delimitación y determinación del plazo de presentación de los títulos para su conversión*.

B) Por otra, *la desincorporación de los derechos, y la anulación automática de los títulos*, una vez transcurrido el plazo arriba señalado, sin que los títulos antiguos hayan sido presentados a la Entidad encargada de la llevanza del registro (art. 4º, nº 4, RD 116/1992) ⁽¹⁰⁴⁾.

lo que excluye *a radice* la posibilidad de que la decisión de transformar los títulos físicos en anotaciones contables quede en manos de la voluntad unilateral de cada tenedor, en virtud de ningún derecho de *veto*, aunque también es cierto que, para llevar a cabo la transformación, se requerirá la colaboración individual de los tenedores de los correspondientes títulos, los cuales deben presentar los títulos a extinguir, para su anulación (SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., pág. 409. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 254. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Un nuevo registro jurídico de ‘bienes’: el Sistema de anotaciones en cuenta de valores”, en Revista Crítica de derecho Inmobiliario, 1989, pág. 1220. ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El valor anotado...”, cit., pág. 831).

⁽¹⁰³⁾ La citada presentación, para transformación, deberá tener lugar dentro del *plazo*; plazo que vendrá fijado en el propio acuerdo de transformación, y plazo que —además— deberá ser publicado en el BORME y en *dos* diarios de gran circulación en la provincia en que la Sociedad tenga su domicilio. De todos modos, el referido plazo tiene unos límites; a saber:

1. *Mínimo*: no podrá ser inferior a un mes.
2. *Máximo*: no podrá ser superior a un año.

De este modo, si —adoptado el acuerdo y concedido el correspondiente plazo para la conversión— quedasen valores sin convertir a anotaciones, con objeto de que esta circunstancia no constituya óbice alguno para la plenitud de la transformación y para la aplicabilidad del “Principio de Unidad de representación”, se establece que los títulos originales, correspondientes a los mismos, quedarán *anulados*, de conformidad con lo dispuesto en el art. 4º, nº 4, R.D. nº 116/1992.

⁽¹⁰⁴⁾ Por este mismo motivo de la anulación de los títulos físicos originales, el art. 4º, nº 6, R.D. nº 116/1992 prevé que:

“6. *La entidad encargada podrá proceder a la destrucción de los títulos recogidos, extendiendo el correspondiente documento en el que se haga constar dicha circunstancia, que será firmado por un representante del Emisor. En todo caso, en los títulos que no se destruyan deberá hacerse figurar visiblemente que han quedado anulados...*”

C) La difusión de los valores tabulares “residuales” (por llamarles de alguna manera), a través de una venta forzosa, cuando hayan transcurrido tres años, desde la conclusión del plazo de conversión. Esa venta se practicará por la propia Entidad encargada de la llevanza del Registro contable, a través de una o varias Sociedades o Agencias de valores, en su caso miembros de la Bolsa, y por cuenta y riesgo de los interesados, depositándose el precio obtenido con la venta, en la forma que previene el art. 59, nº 3, TRLSA (art. 4º, nº 5, R.D. nº 116/1992) ⁽¹⁰⁵⁾.

Tercero.—Por otra parte, el hecho de que esta modalidad de representación puede convertirse en necesaria u obligatoria ⁽¹⁰⁶⁾.

El art. 5º, nº 4, LMV atribuyó al Gobierno la potestad de establecer, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta *sea necesaria para la admisión a negociación o en uno u otro mercado secundario oficial* de valores. Pues bien, así ha sucedido con la Deuda pública y con las acciones (u obligaciones, etc.) de Sociedad Anónima, *cuando pretendan acceder a la cotización en un mercado secundario oficial de valores*, o simplemente permanecer en ella (Disp. Adicional 5ª TRLSA) ⁽¹⁰⁷⁾. Y, por fin, el art. 29, R.D. 116/1992, ha establecido esta condición

Pero el problema de la transformación de títulos físicos en valores tabulares o contables puede suscitarse —igualmente— en los casos, no infrecuentes, en los que los títulos físicos no hubieran llegado a emitirse efectivamente. En este caso, el art. 4º, nº 7, R.D. nº 116/1992 prevé la necesidad de una certificación emitida por el órgano de administración.

Ahora bien, como quiera que los títulos físicos no habían llegado a ser emitidos, es lógico que no pueda aplicarse a este caso lo dispuesto en relación con que los valores tabulares serán inscritos a nombre de quienes figuren legitimados de acuerdo con la ley de circulación de los correspondientes títulos... precisamente porque no hay títulos que puedan ser fuente de una legitimación cartular. Por este motivo, el art. 4º, nº 7, R.D. nº 116/1992 impone a los titulares originarios la carga de acreditar su condición de titulares, previa presentación —en su caso— de los resguardos provisionales o los extractos de inscripción emitidos.

⁽¹⁰⁵⁾ Especiales problemas se suscitaron, cuando se trató del problema de la transformación en valores representados por anotaciones en cuenta, de los valores acogidos al Sistema de Depósito especial y Compensación y Liquidación, establecido por el D. nº 1128/1974. El R.D. nº 116/1992 se ocupó de la cuestión, de forma que la transformación en anotaciones contables tuviera lugar en la fecha en que para cada valor determinase el “Servicio de Compensación y Liquidación de Valores”, comunicándolo al Emisor y publicándolo en el BORME, en los boletines de cotización y —al menos— en un diario de circulación nacional. El sistema ha excluido la necesidad de una modificación estatutaria o de escrituración pública del contenido del derecho, como requisitos previos para poder llevar a cabo el cambio en la modalidad de representación (ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 250). Sin embargo, una vez más, la citada presentación, para transformación, deberá tener lugar dentro del plazo fijado, que era de un año.

⁽¹⁰⁶⁾ ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El Valor anotado...”, cit., pág. 829.

⁽¹⁰⁷⁾ Se modifica —así— lo dispuesto en el art. 46, nº 2, apdo. b), LMV, que preveía que las Bolsas de Valores serían los únicos mercados en los que pudieran negociarse valores representados por títulos de papel (ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El Valor anotado...”, cit., pág. 829).

de la necesaria representación tabular —ahora— con carácter general, respecto de todos y cualesquiera tipos de valores negociables, que vayan a ser admitidos a negociación en Bolsa ⁽¹⁰⁸⁾. Sólo las entidades y sociedades que no coticen en Bolsa y que no tengan intención de ser admitidas a la cotización oficial en Bolsa, pueden optar libremente por la representación documental, o bien por la documentación “tabular” de los valores por ellas emitidos. Y, además, como quiera que, de acuerdo con el art. 46 LMV, las Bolsas de Valores son los únicos mercados secundarios oficiales de valores en los que se pueden negociar los valores representados por títulos-valores, de forma que en ningún otro mercado secundario de valores puede negociarse con títulos, resulta que la transformación en anotaciones contables, efectuada de conformidad con el régimen del R.D. 116/1992, produce la consecuencia de que ya ni siquiera en las bolsas podrán negociarse valores representados por títulos; de que los títulos físicos, los documentos materiales de papel, hayan quedado excluidos de todo mercado secundario organizado ⁽¹⁰⁹⁾.

Igualmente, la representación de los valores por medio de anotaciones contables constituye un requisito para la negociación en otros mercados secundarios oficiales de valores, como es el caso del Mercado de Deuda Pública, en virtud de los arts. 31 y 55 al 58 LMV, o como es el caso de los “otros mercados secundarios oficiales”, que requieren esta misma forma de representación contable (vid. arts. 31 y 59 LMV).

Cuarto.—Y, por fin, el establecimiento de una reserva de denominación ⁽¹¹⁰⁾.

(108) ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “EL Valor anotado...”, cit., pág. 829. De este modo, se ha superado la limitación a los valores accionarios y obligacionarios, e incluso a los valores que confieran derechos de opción a su adquisición —originaria o derivativa—, o a su enajenación, para incluir cualesquiera tipos de valores negociables, como las *cédulas, bonos y participaciones hipotecarias*, como las *participaciones en fondos de inversión* de cualquier naturaleza, como las *cuotas participativas en las cajas de ahorros...* y como cualesquiera *valores atípicos*, que ya sabemos que pueden ser creados *ex voluntate*, como reconocen ciertos preceptos. *Incluso para los valores de la Deuda pública*, ya que el R.D. nº 505/1987 prevé expresamente que las Bolsas de valores puedan *gestionar mercados de deuda pública*, previa autorización. Por consiguiente, en general, la exigencia legal de reducir los valores a una representación contable suele depender o venir determinada por la pretensión de negociarlos en mercados secundarios de valores (vid. ALONSO ESPINOSA, F.J.: “Problemas en materia de documentación y...”, cit., pág. 64. CACHÓN BLANCO, J.E.: cit., t. I, págs. 127 y 132. DE ANGULO RODRÍGUEZ, L.: cit, págs. 270 y s. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J. y otros: cit., pág. 323, quienes señalan que en estos casos, no es que los valores “puedan”, es que *deben* estar representados por anotaciones en cuenta. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 248).

(109) FERNÁNDEZ ARMESTO/DE CARLOS BELTRÁN: cit., pág. 436. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 248.

(110) “*Las expresiones valores representados por medio de anotaciones en cuenta, anotaciones en cuenta u otras que puedan inducir a confusión con ellas, sólo podrán utilizarse con referencia a valores negociables que sean objeto de representación por medio de anotaciones en cuenta con arreglo a lo establecido en el presente Real Decreto o en las disposiciones a que se refiere la Sección Tercera de su capítulo II*” (art. 5º, R.D. nº 116/1992).

II. DIVERSAS CONCEPCIONES ACERCA DEL FENÓMENO DE LA “DESMATERIALIZACIÓN” EN LOS VALORES NEGOCIABLES

Ahora bien; ¿a qué figura se ha dado nacimiento, si es que alguna figura nueva ha nacido, y qué rasgos posee? Desde luego, es claro que se trata de “valores negociables”⁽¹¹¹⁾. Sin embargo, esta caracterización *posee un contenido jurídico trascendente en el plano del Derecho del “Mercado de valores”, pero no, por el contrario, en el plano del Derecho de los “Títulos-valores”*. En este segundo aspecto, es preciso tener presente que la desincorporación ha producido el efecto aparente de convertir —más bien, de “reconvertir”— los derechos “cartáceos” en derechos “incorporales”, lo que debería significar que se retorna al régimen de la Cesión común u ordinaria, pero —a pesar de ello— la “nueva” institución conserva una esencial vocación circulatoria, *caracterizada por rasgos propios de los títulos-valores*⁽¹¹²⁾.

A este respecto, se suele hablar de la sustitución de los “títulos-valores” —“*Wertpapiere*”—, por los “derechos-valores” o “*Wertrechte*”⁽¹¹³⁾. Mas, para determinar si merece la pena adoptar esta nueva terminología —como parece que han hecho, efectivamente, nuestras leyes positivas— hay que saber qué concepto se adopta del título-valor: ¿se insiste en la necesidad del documento de papel, y en la nota de la pretendida “*Incorporación*”, que —como ya reconoció el propio GARRIGUES— no era sino una expresión metafórica? ¿O, por el contrario, se hace hincapié en la *esencial transmisibilidad*, y en las especialidades de régimen, como la “*autonomía*”, la “*abstracción*”, la “*literalidad*”, etc.? En este sentido, cabe citar *dos grandes tendencias*, más o menos “*enfrentadas*”, a las que podemos denominar “*Dualista*” y “*Monista*”, según que propugnen la dualidad/diversidad de ambas realidades, o bien —alternativamente— la unicidad del fenómeno “*titulicio*”, aunque con *dos manifestaciones* concretas, de índole *estrictamente técnica/instrumental*. De todos modos, sospechamos que, dentro de cada una de ellas, posiblemente existan formulaciones matizadas, intermedias, o, por el contrario, más extremas.

(111) Es decir: los “derechos de contenido patrimonial”, a los que se refería la cláusula general contenida en el art. 2º, R.D. 291/1992, aunque se trate de una norma posterior, tanto a la LMV como a este Decreto 116/1992, que —sin embargo— aluden a una característica definitoria de los valores agrupados en emisiones: la fungibilidad.

(112) Así lo manifestaba, antes de la entrada en vigor de la LMV, OLIVENCIA RUIZ, M.: cit., pág. 27. Igualmente, se refieren a este fenómeno PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J.: cit., págs. 91 y ss. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 143 y ss., aunque la valoración que hagan del mismo los conduzca a apartarse, más o menos, de la figura del “Título-valor”.

(113) OLIVENCIA RUIZ, M.: cit., pág. 22. OPITZ: “*Wertrechte und Wertpapiere*”, en *Bank-Archiv*, 1940 y 1941.

1. La concepción dualista

Denominamos “*Teoría Dualista*” o “*Tradicional*”, a la defendida por aquel grupo de autores que sostiene que, con la supresión del “*documento físico de papel*”, como soporte de los derechos —año— “*incorporados*” en los títulos-valores, surge una *nueva figura jurídica*, radicalmente *diversa de los títulos-valores*, en sentido propio. En efecto, para un sector muy importante de la Doctrina, de hecho, casi mayoritario, *al producirse este fenómeno, ha desaparecido el “Título-valor”, toda vez que se ha desvanecido la “incorporación” del derecho a soporte material alguno* ⁽¹¹⁴⁾. Como consecuencia de ello, no es posible, ni lícito, desde la perspectiva dogmática, considerar la nueva representación contable como una pretendida “especie” de Título-valor. Antes al contrario: *se trata de figuras y conceptos distintos*. Así lo habrían revelado las palabras empleadas por el art. 1º, R.D. nº 505/1987, que expresamente menciona como dos cosas diversas los “títulos” y las “anotaciones en cuenta”, y así resultaría de la Disposición Adicional Cuarta de la O.M. de 19 de mayo de 1987, que —en apariencia— vendría a hacer más evidente y profunda la distinción, al establecer que:

“Las referencias contenidas en la legislación vigente a los títulos de la Deuda del estado o a conceptos más generales que la incluyan, cuya finalidad no esté directamente relacionada con su representación en títulos-valores, se entenderán efectuadas también a la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.”

Así pues, de acuerdo con una interpretación del precepto reproducido, estaríamos en presencia de dos realidades diversas que no pueden considerarse equivalentes, de forma que —producida la “desincorporación”— *no cabría extender a los valores tabulares el régimen jurídico de los títulos físicos*, ya que la representación “contable” es alternativa o sustitutiva de la documental y su régimen jurídico es nuevo ⁽¹¹⁵⁾, y desaparecido el documento de papel, como soporte del derecho, no sería posible —aparentemente— que tuviese lugar una posesión física del mismo: no podría haber exhibición, ni entrega, de modo que

(114) Y recientemente se ha afirmado, por un joven autor, que nada tienen que ver con los títulos-valores, al faltarles el elemento fundamental de la “incorporación”. En este sentido, el autor referido alude al empleo de una expresión diferente —la de “materialización”— que, en sus palabras “parece atenuar la tradicional ‘incorporación’, pero sigue poniendo acentos materializadores del derecho” (MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 145 y ss., y 296 y s.).

(115) Vid. SÁNCHEZ CALERO, F.: “Régimen de los valores representados por...”, cit., pág. 95. OLIVENCIA RUIZ, M.: cit., págs. 25 y s. DE ANGULO RODRÍGUEZ, L.: cit., págs. 268 y s. MENDOZA, M.: “Anotaciones en cuenta...”, cit., pág. 15.

el concepto tradicional de “Título-valor” vendría a resultar inaplicable a las anotaciones en cuenta ⁽¹¹⁶⁾.

Para los seguidores de esta concepción, nuestro legislador habría “objetivado” los valores, considerándolos como “bienes inmateriales”, que pueden ser objeto de derechos reales, para acudir —acto seguido— a algunos principios procedentes del Derecho inmobiliario registral ⁽¹¹⁷⁾.

Sin embargo, los términos literales de la O.M. de 19 de mayo de 1987 no tienen por qué significar, necesariamente, la preclusión de los títulos-valores, porque sus referencias raramente se refieren a los aspectos sustantivos de los valores. Lo que es más: *dichos términos podrían significar incluso lo contrario; es decir: que existen referencias que tienen que ver con el derecho incorporado, y que pueden ser comunes a los títulos-valores y a las anotaciones en cuenta; referencias atinentes a la literalidad, la autonomía, la legitimación —activa y pasiva—, la ejecutividad.*

Afirma el prof. Vicente SANTOS que la equiparación de las anotaciones en cuenta y los títulos-valores *peca de apriorismo y de excesivo convencionalismo, ya que obligaría a forzar y desnaturalizar el concepto del “Título-valor”, que debe entenderse construido en torno a la idea fundamental de la “Incorporación”*. En el colmo del desvarío —continúa el citado autor—, se habría llegado a hablar de *“Incorporación inmaterial”*, lo cual —afirma— constituye una *contradictio in terminis*, pues ¿qué incorporación es esa, donde no hay un soporte corporal? ⁽¹¹⁸⁾.

Pero, a decir verdad, en las formulaciones que defienden la absoluta diversidad entre la figura que ahora analizamos, y los títulos-valores de papel, se percibe una cierta *influencia de la construcción “amplia” de los títulos-valores*, y —en este sentido— al propio tiempo se echa de menos un planteamiento previo; a saber: *determinar qué es lo más importante; qué es lo fundamental, en el Título-valor: ¿la “incorporación”, o, por el contrario, las propiedades de que se imbuje al derecho “incorporado”?* Si es lo primero, entonces realmente habrá diversidad entre ambas instituciones. Pero ¿y si fuera lo segundo?

Optar por la primer alternativa sugiere, como adelantábamos, una —tal vez inconsciente o impremeditada— adhesión al *“Concepto amplio”* del “Título-valor”. En efecto, ya hemos tenido ocasión de manifestar que nuestra doctrina científica tradicional había recibido la influencia de las elaboraciones dogmáticas germanas e italianas, sin haber tenido suficientemente en cuenta el hecho de

(116) CACHÓN BLANCO, J.E.: cit., t. I, pág. 127.

(117) Vid. SÁNCHEZ CALERO, F.: “Régimen de los valores representados por...”, cit., pág. 95.

(118) SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., págs. 492 y ss.

que, entre unas y otras, median importantes diferencias ⁽¹¹⁹⁾. Y, si bien las decisiones jurisprudenciales de nuestros tribunales *muy raras veces se enfrentan con un problema tan “doctrinal” y genérico* como la “definición” del “Título-valor”, no hay que olvidar la recentísima STS de 13 de abril de 1998, de *neta influencia germana*, según la cual:

“... Su origen en el Derecho comparado se puede encontrar en la institución de Derecho germánico denominada ‘Wertpapier’, que supone todo documento cuya presentación es necesaria para el ejercicio del derecho patrimonial incorporado” ⁽¹²⁰⁾.

Que los términos de la Sentencia —a veces un tanto ambiguos— sugieran una adhesión decidida al concepto germano —concepto *amplísimo* que responde a la idea del “Título-valor” como “*Documento de presentación necesaria, para el ejercicio de un derecho incorporado*”—, o una simple exposición del origen histórico de la categoría doctrinal, es algo sobre lo que no nos atrevemos a pronunciarnos. En cualquier caso, esta mescolanza de criterios y elaboraciones doctrinales, no del todo coincidentes, dio lugar a una serie de disfunciones, cuya principal manifestación se encuentra —precisamente— en el ámbito de los títulos nominativos directos, como es en el caso de las acciones nominativas, y que constituye la consecuencia, lógica e inevitable, de la pugna entre un concepto amplio y otro restringido, de la institución del Título-valor. Mas, para ser más precisos, deberíamos hablar, no tanto de una dialéctica “Concepto amplio”/“Concepto restringido”, cuanto de la concurrencia de dos fenómenos, representados por la adopción de perspectivas diferentes.

Por una parte, existe —más bien— una pluralidad de conceptos, que oscilan desde una noción *amplísima*, que centra su atención en la legitimación por la posesión —englobando hasta los meros documentos o títulos de legitimación, los títulos impropios, etc.—, hasta una concepción restrictiva, que no solamente incluye o hace hincapié en otras notas características adicionales, como son la literalidad y la autonomía del derecho, sino que añaden el elemento de la esencial circulabilidad, como factor determinante de la concurrencia de las otras características —lo que, entre otras consecuencias, determinaría la pérdi-

(119) EIZAGUIRRE, J.M.³ de: cit., págs. 7 y ss. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *Introducción...*, cit., págs. 20 y ss. Idem: “Reflexiones sobre el denominado ‘descuento’ de certificaciones de obra emitidas por la Administración pública”, en Cuadernos de Derecho y comercio, 1988, nº 4, diciembre, pág. 139. Idem: “Breves consideraciones sobre la problemática jurídica de los *warrants* y las opciones sobre valores negociables”, en La Ley, 1990, t. II, págs. 1211 y s. VALENZUELA GARACH, F.: “Valores negociables, títulos-valores y atipicidad”, en VV.AA.: *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, t. I, *Introducción y títulos-valor*, Civitas, Madrid, 1996, pág. 1398.

(120) Vid. STS 1^a, de 13 de abril de 1998, Ponente: Sr. Sierra Gil de la Cuesta, en Actualidad Civil, 1998, nº 26, del 29 de junio al 5 de julio, marg. 719, pág. 1909.

da de la condición de título-valor, por aquellos que, *separándose de su régimen legal ordinario, carecieran de vocación esencialmente circulante*—. Y todo ello, pasando por una —o varias— *concepciones intermedias* que, mencionando, o no, la literalidad y la autonomía, *silencian el rasgo de la esencial vocación circulatoria, aunque sí mencionan que la transmisión del derecho se produce por medio de la transmisión del documento*.

Por otra parte, a la hora de analizar qué noción es más apropiada, para caracterizar al “Título-valor”, tendríamos que analizar —primero, y como presupuesto lógico ineludible— qué es un concepto “amplio” y qué uno “restringido”. Y, a este respecto, hemos de señalar que —en nuestra opinión— procede hablar de:

- Un concepto “amplio”, cuando el mismo se centra en el aspecto exclusivamente documental/legitimatorio; cuando se centra —exclusiva, o primordialmente— en la *trascendencia de la “posesión” y la “presentación” del documento*, mientras que

- Un concepto “restringido” es aquél que —atendiendo, fundamentalmente al factor determinante de estas especialidades— se fija en las transformaciones que la documentación produce en el propio derecho, en su forma de circulación y en las consecuencias de la misma, añadiendo a las ideas de “incorporación”/“documentación”, y de “legitimación por la posesión”, los datos de:

1. la “Literalidad” y, sobre todo, de
2. la “Autonomía”.

En este sentido, será “estricta” toda definición del Título-valor que se centre —quiera alternativamente— sea en la vocación esencialmente circulante, o bien en la literalidad y autonomía de los derechos incorporados. De hecho, bastaría con que se centrara —además de presuponer la legitimación— en la “autonomía” de la posición del tenedor.

La aclaración no es baladí, porque en ocasiones, el tema del concepto amplio o del concepto “restringido” o “estricto” coexiste, incluso se entremezcla indebidamente, con otro tema diferente, que es el que tiene que ver con el “segundo punto de vista” concurrente; a saber: la cuestión del carácter general o completo, o —por el contrario— del carácter limitado o incompleto de la noción, que se refiere al hecho de que, dentro de la misma se haya tomado en cuenta todo tipo de título-valor, o solamente alguna categoría de títulos especialmente relevantes, ya se trate de los “efectos de comercio”, o de los “valores mobiliarios”.

El concepto amplio venía siendo, tradicionalmente, el imperante dentro de la doctrina alemana, que desde un primer momento ha construido la noción del “*Wertpapier*”, en torno a dos ideas fundamentales:

- a) La Incorporación (“*Verkörperung*”) del derecho en el documento (propuesta, en una primera etapa, como criterio único, por SAVIGNY).
- b) La Legitimación por la posesión.

Tales son los factores o rasgos o caracteres esenciales, definitorios de la noción de “Título-valor” que propuso BRUNNER, quien definió al título-valor como:

“...Un documento relativo a un derecho privado, cuyo ejercicio está condicionado, desde la perspectiva jurídico-privada a la posesión del documento”,

de modo que lo que verdaderamente resulta decisivo, en relación con la condición de título-valor, no es el factor de la forma de circulación del derecho, sino la vinculación, frente o respecto del Deudor, entre el ejercicio del derecho, y el documento que lo incorpora ⁽¹²¹⁾.

Desde luego, como los valores anotados poseen —aparentemente— una naturaleza propia, distinta de las de las cosas muebles corporales, *parece que en ellos no será posible hablar de una “incorporación”*, al modo en que se proclama la “Incorporación del derecho en el título” ⁽¹²²⁾, porque es obvio que, en su origen, esta afirmación se orientaba a la asimilación de los títulos-valores y las demás cosas muebles corporales. Y, desde esta perspectiva, se enfatizaría o se intensificaría la divergencia entre el fenómeno del “Título-valor” y el de la “Anotación en Cuenta”.

Pero el funcionamiento y eficacia de los valores “tabulares” —de las “anotaciones en cuenta”— tampoco admite comparación con los de los meros bienes inmateriales.

Para la tesis dualista no hay una comunidad de naturaleza con los bienes corporales, ni —por tanto— con los títulos-valores; las anotaciones en cuenta no serían una “especie” de títulos, sino algo diferente, cuya configuración se basa en el Derecho registral inmobiliario, de forma que en los arts. 5 al 12, LMV se aprecian “los ecos de la Ley Hipotecaria” ⁽¹²³⁾. Sin embargo, hay que reconocer que, no sólo el régimen, sino incluso la propia naturaleza de las anotaciones en cuenta tampoco es la de unos simples derechos incorporeales no representados, y que es precisamente por este motivo por lo que se hallan dota-

⁽¹²¹⁾ BRUNNER, H.: “Die Wertpapiere”, cit., pág. 147. Igualmente, SEDATIS, L.: *Einführung...*, cit., pág. 169.

⁽¹²²⁾ VELASCO SAN PEDRO, L.A.: “La documentación de la posición de socio”, en VV.AA.: *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. I, *La fundación*, cit., págs. 339 y s.

⁽¹²³⁾ SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., pág. 493. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUENAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 151, 157 y ss., en especial, págs. 163 y s.

dos de un régimen jurídico propio, que no se corresponde con las normas propias del Derecho común de las obligaciones ⁽¹²⁴⁾.

Por si fuera poco, parece bien claro que *la titularidad sobre los valores representados por anotaciones en cuenta es una titularidad “real”*, de forma que el titular de los valores podrá hacer efectiva su *legitimación erga omnes*, tanto en el aspecto del ejercicio de los derechos “personales”, que se hallan “documentados” o “registrados”, como *en el aspecto del ejercicio del poder de disposición sobre dichos valores*, debiendo ser considerado como un verdadero *dominus* de los mismos, de forma que —jurídicamente— podrá transmitir su titularidad real plena, o constituir sobre ellos *iura in re aliena* ⁽¹²⁵⁾.

Por fin, se reconoce expresamente que la función económica desempeñada por las anotaciones contables es la misma, o —siquiera— es muy semejante, a la de los títulos-valores ⁽¹²⁶⁾.

Ahora bien, a pesar de todo lo dicho, se habla de profundas diferencias entre los valores representados por títulos y los valores representados por anotaciones en cuenta; diferencias que responden a la idea de que *se ha producido la “desincorporación” del derecho, respecto del título*, de modo que, mientras que la estructura de los títulos-valores está en torno al hecho de la “posesión” —como se puede apreciar en el plano de la importancia de la *traditio*, o de la necesidad de exhibición, como condición esencial para obtener la legitimación para el ejercicio de los derechos—, referida a cosas muebles corporales, en cambio, en el plano de las anotaciones en cuenta el elemento central es la inscripción del valor en un registro contable; es decir: la inscripción de un bien “inmaterial” ⁽¹²⁷⁾. Y, como consecuencia de todo ello, se llega a la conclusión de que *el régimen jurídico tradicional de los títulos-valores no puede ser extendido a los valores tabulares*, por ser ello improcedente ⁽¹²⁸⁾. Sin embargo, no terminamos de ver la “improcedencia” aludida, pues, para empezar, habría que preguntarse a qué “régimen jurídico tradicional de los títulos-valores” se hace

(124) DÍAZ MORENO, A.: “La prenda de anotaciones en cuenta”, en *Revista Crítica de Derecho inmobiliario*, 1991, nº 603, págs. 357 y s. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Sobre el concepto, naturaleza y régimen...*, cit., pág. 280.

(125) MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 155 y 297 y s.

(126) MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 156 y 297 y s.

(127) Así, aunque exista una comunidad de función económica, las dos figuras estarían separadas por el hecho de haber recurrido, cada una, a una técnica de instrumentación jurídica diferente (MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 281 y s. y 287 y s.).

(128) Mucho más extrema, todavía —por lo menos en su aparente formulación—, es la postura mantenida por ZUNZUNEGUI, quien llega a concluir que:

referencia, cuando es bien cierto que ese régimen, en España, *no existía* ⁽¹²⁹⁾. Tal vez de lo que se quiera hablar es del régimen específico de las “*acciones*” o de las “*obligaciones*”, aunque se trate de un régimen que, en muchos aspectos, *sí que coincide* —mucho más de lo que cabría imaginar— con el de los valores representados por anotaciones en cuenta.

Bien por el contrario, una equiparación entre los valores documentales y los tabulares produciría el efecto beneficioso de que los arts. 5 al 12 LMV

“...no se trata de alcanzar otra fase en la evolución de la doctrina del Título-valor, ni de regresar al régimen general de las obligaciones. La Ley del Mercado de Valores, mediante la técnica de la regulación directa, supera la doctrina tradicional del Título-valor y crea una nueva fórmula para la constitución, circulación y extinción de valores mobiliarios. Nos encontramos ante un nuevo Derecho: el Derecho del Valor anotado.”

(ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El Valor anotado...”, cit., pág. 836).

(129) Nuestro Derecho positivo dispersa el tratamiento de los diferentes tipos de títulos valores entre una serie de disposiciones y cuerpos legales muy diversos y numerosos, entre los cuales citaremos, sin ánimo de ser exhaustivos:

— En el Código de comercio: en él se regulan los reguardos de depósito en almacén general —vid. arts. 192 a 197, desarrollados en los arts. 16 y ss., R.D. de septiembre de 1917, sobre Prenda Agrícola—, la Carta de Porte, regulada en los arts. 350 y ss., CdC y el Conocimiento de embarque, al que se refieren los arts. 706 a 718, CdC. Además, los arts. 545 a 566 regulan los títulos de crédito “al portador”, junto con un procedimiento de protección del titular ilegítimamente desposeído. Sin olvidar, por otra parte, los arts. 567 a 572, CdC, que tratan de las llamadas “*Cartas-órdenes de crédito*”: documentos nominativos de los que se podría dudar que fueran, verdaderamente, títulos-valores propiamente dichos, y que —por si fuera poco— se encuentran en desuso.

— En el Texto refundido de la LSA: que regula las *acciones* (arts. 51 y ss.) y las *obligaciones* (arts. 280 y ss.).

— En La Ley Cambiaria y del Cheque, nº 19/1985, de 16 de julio, que regula la *Letra de Cambio*, el *Pagaré* y el *Cheque*, en sus aspectos sustantivos, jurídico-internacionales e incluso, hasta cierto punto, procedimentales.

— En la Ley del Mercado Hipotecario, 2/1981, de 25 de marzo, y su Reglamento: que regulan, como modalidades especiales de títulos obligacionarios, las *cédulas*, *bonos* y *participaciones hipotecarias*.

— En la Ley de Transporte Marítimo, de 22 de diciembre de 1949, que regula con mayor profundidad el *Conocimiento de embarque*, cuyo régimen adapta a lo dispuesto en el *Convenio de Bruselas de agosto de 1924, sobre Conocimientos de embarque*, conocido como las “*Reglas de Visby*”.

Por este motivo, no existe en nuestro Derecho ninguna definición genérica del “Título-valor”, ni un régimen común a los diversos tipos de títulos-valores existentes, y a los que pudieran llegar a aparecer, en un futuro. Además, esta —aparente— carencia normativa afecta igualmente a ciertos documentos, muy frecuentes en el tráfico —contraseñas de guardarropa, libretas de ahorro, pólizas de seguro, y un largo etcétera— que se denominan “*títulos-valores impropios*” y “*documentos o títulos de legitimación*”, cuyo régimen jurídico es, por este motivo, todavía más difícil de construir, ya que no solo carecen de regulación propia, sino que ni siquiera cuentan con la posibilidad de ser confrontados con un —en teoría, también inexistente— régimen común o parte general de los títulos-valores (vid. ARROYO MARTÍNEZ, I.: “Reflexiones...”, cit., págs. 162 y ss. MORENO QUESADA, R.: cit., págs. 2 y s.).

podrían constituir esa —largamente deseada— “Parte General” de los títulos-valores. En este sentido, si se afirma que los valores representados por anotaciones en cuenta están “sometidos a un régimen propio” ⁽¹³⁰⁾, ¿por qué no convertirlo en común a unos y otros?

2. La concepción unitaria o evolutiva

La “Teoría Unitaria” o “Evolutiva”, que —por lo que al Derecho comparado se refiere— *ha inspirado el Derecho estadounidense del Mercado de Valores* —“*Securities Regulation*”—, al adaptar, en 1977, el régimen de las “*investment securities*” documentadas en títulos, a la realidad de los valores “*tabulares*” (o “*certificaded securities in a registered form*”) (art. 8º, UCC), con intención de no modificar sustancialmente el régimen contenido en él ⁽¹³¹⁾, sostiene que no hay una desaparición del Título-valor, ni tampoco de la “Incorporación”: sólo se produce una mera sustitución del soporte cartáceo, por otro más moderno y ágil. Y, como el “papel” sólo desempeña una función instrumental, puede ser sustituido por un diferente sistema de representación de los derechos, sin necesidad de abandonar la propia noción de “Título-valor” ⁽¹³²⁾.

III. CONCLUSIONES

Quienes defienden que las anotaciones en cuenta nada tienen que ver con los títulos-valores, basan su afirmación en un doble orden de argumentos, o encaran el problema desde una doble perspectiva; a saber: la *inexistencia de un “Documento”, y la analogía con las instituciones del Derecho Inmobiliario registral.*

- La inexistencia de un “Documento”: si el concepto del “Título-valor” es el de un “Documento esencialmente transmisible, cuya posesión es necesaria para el ejercicio del derecho, literal y autónomo, en él documentado”, parece obvio que no será posible hablar de “título-valor”, cuando —para empezar— ni siquiera hay “documento”, ya que, aceptada esta premisa, y como en

⁽¹³⁰⁾ MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 160, nota 74 y 297. RECALDE CASTELLS, A.: “Sobre la pretendida nominatividad...”, cit., págs. 365 y s.

⁽¹³¹⁾ ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El Valor anotado...”, cit., pág. 835, nota 22, *in fine*.

⁽¹³²⁾ Vid. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A.: “El Derecho del Mercado de capitales”, cit., págs. 85 y ss. DE ANGULO RODRÍGUEZ, L.: “La representación de valores...”, cit., págs. 11 y s. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A.: “Acciones y obligaciones representadas por anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico”, en *Revista de Derecho de Sociedades*, 1995, nº 4, págs. 149 y ss., en esp. pág. 171.

una especie de “efecto dominó”, vendrían a decaer las principales características y propiedades de aquél: la “documentación”, la “posesión legitimadora” y la “literalidad”.

Sin embargo, en esta premisa hay una petición de principio, puesto que —como bien ha puesto de relieve la doctrina más reciente— *se ha producido una evolución en el concepto de “Documento”, propiciada por la expansión de las “nuevas tecnologías”,* cuya expansión podría poner en cuestión la premisa de que los soportes contables/informáticos no son “documentos”. Y, ciertamente, una vez puesta en cuestión esta premisa, el fundamento teórico de la Tesis Dualista podría —también— quedar en entredicho.

- La aproximación al régimen registral inmobiliario: habida cuenta de la forma de representación —“en libros”— de los valores tabulares, y de la aplicación a los mismos de una serie de preceptos que parecen inspirados en los “Principios Registrales”, los defensores de la “Tesis Dualista” suelen tratar de ver en ellas un parecido con las instituciones del Derecho Registral inmobiliario, haciendo notar las analogías existentes, p.e., entre el art. 9º LMV y el art. 34 LHip. En este sentido, el art. 16, R.D. 116/1992 establece —precisamente, bajo la rúbrica “Prioridad y tracto sucesivo”— lo siguiente:

“1. Los registros contables se regirán por los principios de prioridad de inscripción y de tracto sucesivo.

2. Conforme al principio de prioridad, una vez producida cualquier inscripción, no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que obedezca a un hecho producido con anterioridad, en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior. Asimismo, el acto que acceda primero al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo la Entidad encargada de la llevanza del Registro contable practicar las operaciones correspondientes, según el orden de presentación.

3. Conforme al principio de tracto sucesivo, para la inscripción de la transmisión de valores, será precisa la previa inscripción de los mismos en el registro contable a favor del transmitente. Igualmente la inscripción de la constitución, modificación o extinción de derechos reales sobre valores inscritos requerirán su previa inscripción a favor del disponente” (133).

Sin embargo, el propio SÁNCHEZ CALERO aconseja no exagerar los parecidos del régimen de los valores negociables representados por anotaciones

(133) Así, p.e., hace notar nuestra Doctrina más prestigiosa que, en los Registros contables donde se representan valores negociables “tabulares” rigen principios típicos del Derecho inmobiliario registral, como son la “prioridad” y el “tracto sucesivo” (SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., 17ª ed., t. II, pág. 29. DÍAZ MORENO, A.: “La prenda...”, cit., pág. 378. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 163).

en cuenta, y el régimen inmobiliario registral, porque el propio art. 11, LMV *minimiza los efectos del principio de legitimación registral, limitando su alcance a las relaciones entre el titular registral y la Entidad emisora.*

Por otra parte —y esto, a nuestro modo de ver, es esencial— *la eficacia traslativa de la propiedad, que se reconoce a la inscripción en el registro contable, supera, con mucho, al valor de la inscripción en el Registro de la Propiedad: en efecto, mientras que en el Registro inmobiliario las inscripciones son declarativas, porque la tradición y la adquisición de la propiedad son anteriores a la inscripción registral, en cambio, cuando se trata de valores negociables “tabulares”, existe una relación mucho más estrecha entre la inscripción contable y la transmisión de la propiedad de los valores, porque —de hecho— la transferencia y la inscripción producen la transmisión; es decir: poseen una eficacia constitutiva, a estos efectos* ⁽¹³⁴⁾.

El Registro de la Propiedad Inmobiliaria es un organismo, establecido por nuestro Ordenamiento, que persigue la finalidad de dar a conocer al público las titularidades reales sobre los bienes inmuebles; de publicarlas. Se trata de un organismo que presta una garantía especial a las noticias que contiene, porque las reviste de una presunción de verdad y de otros efectos sustantivos que refuerzan la posición, así del titular “registral”, como de quienes adquieren trayendo causa de él. Por eso, la finalidad primaria de esta institución reside en la protección del tráfico y la agilización de las transacciones, al suplir con la publicidad de su contenido las complicadas indagaciones acerca de la titularidad de los derechos ⁽¹³⁵⁾. Mas, para comprender su relación de analogía o diversidad respecto de los “Registros Contables de Valores”, es preciso hacer una serie de *consideraciones que se refieren a la relación entre “inscripción” y “forma” de los negocios, y de documentación de los derechos y relaciones jurídicas.*

Cuando del registro de la Propiedad inmobiliaria se trata, la “Publicidad” registral es algo distinto de la “Forma” negocial, porque mientras que *la “forma” solamente persigue y permite la exteriorización, incluso en el ámbito pri-*

⁽¹³⁴⁾ SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., t. II, 21ª ed., pág. 28. Idem: “Régimen de los valores representados por...”, cit., págs. 100 y ss. y 105.

⁽¹³⁵⁾ Nuestro registro de la Propiedad Inmobiliaria no se limita, al contrario de las antiguas Contadurías de Hipotecas, a recoger actos y contratos relativos a bienes inmuebles, sino que —bien por el contrario— nace con lo que se ha calificado como la pretensión de constituir una suerte de mapa jurídico de la propiedad de cada finca y los gravámenes que pesan sobre ella, a cuyo objeto el legislador español estableció el sistema de folio real, de forma que cada finca lleve su cuenta por separado; que de cada finca se siga su historia jurídica, a través de una sucesión de inscripciones, logrando una especie de “perfecta visibilidad del estado jurídico de los fundos” (LACRUZ BERDEJO, J.L. y SANCHO REBULLIDA, F. de A.: *Derecho Inmobiliario registral*, Bosch, reimp. con apéndice de puesta al día a 1976, Barcelona, 1977, págs. 9 y 165).

vado, de una declaración de voluntad, en cambio lo que persigue la Publicidad es el dar conocimiento general de ciertos datos, como podrían ser, incluso, las propias declaraciones de voluntad negocial ⁽¹³⁶⁾.

El Registro español no posee una mera eficacia preclusiva, limitada a conocer que quien era dueño de la finca no la vendió o gravó en favor de otros, *sino que garantiza titularidades*, pues quien adquiere de persona que figuraba inscrita en el registro como propietario, tiene garantizado su propio derecho de propiedad, ya que puede tener por cierta la condición de *dominus* del transmitente: el hecho de figurar inscrita una persona, como titular de una finca o de cualquier derecho real, *constituye prueba de su titularidad* ⁽¹³⁷⁾. Ahora bien —a diferencia del registro alemán— *la inscripción no es constitutiva*, salvo en casos excepcionales, como los de la Hipoteca—, *sino declarativa*.

El “Registro de la Propiedad”, en España, es una Oficina pública, constituida por el personal, que recibe y valora los documentos, o realiza tareas auxiliares, y los libros en que se practican las inscripciones ⁽¹³⁸⁾. El acceso a los libros es público, y la naturaleza de la “Publicidad registral” es la de una actividad administrativamente organizada, semejante a la Jurisdicción voluntaria y destinada a dar a conocer la situación jurídica de los bienes, mediante su descripción en los libros oficiales, según el procedimiento legalmente establecido ⁽¹³⁹⁾.

Las inscripciones en el Registro —que funciona sobre la base del sistema de “folio real”— son, por regla general, declarativas y no constitutivas, lo que

⁽¹³⁶⁾ Para desarrollar la actividad estatal de toma de razón y manifestación de las situaciones jurídicas inmobiliarias; para fijar en libros especiales quién es el dueño de cada finca, se ha creado en España un Organismo especial, que no es otro que el Registro de la Propiedad; un registro cuya eficacia va más allá de lo meramente informativo, para alcanzar el nivel en que se da por buena y existente la apariencia registral, incluso con preterición de la realidad jurídica, lo cual supera, no solamente la “forma”, sino incluso la mismísima “publicidad”, entendida ésta en su sentido estrictamente informativo (LACRUZ BERDEJO/SANCHO REBULLIDA: *Derecho Inmobiliario registral*, cit., reimp. apend. 1976, pág. 15).

⁽¹³⁷⁾ LACRUZ BERDEJO/SANCHO REBULLIDA: *Derecho Inmobiliario registral*, cit., reimp. apend. 1976, pág. 17.

⁽¹³⁸⁾ El Registro es, pues, una “Institución administrativa”: forma parte de la Administración Pública del Estado; es una “dependencia de la Administración”, servida por funcionarios públicos y encuadrada en el Ministerio de Justicia, a través de la “Dirección General de los Registros y del Notariado” (vid. ROCA SASTRE, R.M.³: *Derecho Hipotecario*, t. I, Bosch, 6^a ed., Barcelona, 1968, págs. 17 y ss. LACRUZ BERDEJO/SANCHO REBULLIDA: *Derecho Inmobiliario registral*, cit., reimp. apend. 1976, pág. 11. DíEZ-PICAZO, L.: *Fundamentos del derecho civil patrimonial*, t. III, *Las relaciones jurídico-reales. El Registro de la propiedad. La Posesión*, Civitas, 4^a ed., Madrid, 1995, pág. 304).

⁽¹³⁹⁾ Vid. ROCA SASTRE, R.M.³: *Derecho Hipotecario*, cit., t. I, págs. 17 y ss. LACRUZ BERDEJO/SANCHO REBULLIDA: *Derecho Inmobiliario registral*, cit., reimp. apend. 1976, pág. 11. DíEZ-PICAZO, L.: *Fundamentos...*, cit., t. III, pág. 304.

permite hablar del “Principio de no inscripción”. Y, por razones próximas, son voluntarias (incluso en el caso de la hipoteca, el pretendido deber de inscribir antes sería una “carga”, que una obligación).

Las inscripciones *se presumen iuris tantum exactas*, aunque el que adquiere fiando, de buena fe, en la apariencia creada por los datos registrales es protegido en su adquisición, aunque adquiriera *a non domino* ⁽¹⁴⁰⁾. De este modo se evidencia la naturaleza última del registro, en tanto que instrumento oficial creador de apariencias formales, con un papel similar al que juega la posesión, respecto de los bienes muebles, *con las diferencias que derivan de la publicidad proporcionada por un hecho natural, y la que proporciona un aparato oficial*.

Pues bien; a nuestro entender la mayor parte de estas notas características, propias del Registro de la Propiedad, *no se corresponden con los rasgos de los Registros contables de valores representados por anotaciones en cuenta*. Y si alguna resulta más cercana a éstos, resulta que es —precisamente— la que más cercana está a los rasgos del título-valor.

I. Para empezar, en los Registros contables de valores se borra la diferencia entre “forma” y “publicidad”, ya que las “cuentas de valores” no son documentos meramente informativo-probatorios, sino que crean unos nuevos “bienes”; unos bienes de nuevo cuño que solamente poseen “existencia” en el seno del registro contable.

II. En segundo término, los registros contables de valores representados por anotaciones en cuenta *no son instrumentos de publicidad “oficial”, sino que su organización se caracteriza por ser de naturaleza privada* ⁽¹⁴¹⁾, por tanto su eficacia sólo puede tener un fundamento negocial o posesorio jurídico-privado, si bien contemplado o reconocido en una Ley; un fundamento *que está más cerca del título-valor que de los servicios públicos o funciones públicas registrales inmobiliarios*.

Cierto que el art. 1º, nº 3, L. nº 37/1998, de 16 de noviembre, por el que se modifica —para añadirle un nuevo párr. 5º— el art. 7º, LMV ha introducido un mayor grado de oficialidad en el régimen de la llevanza de los registros contables de valores representados por anotaciones en cuenta. Y, en este sentido, el precepto mencionado dispone, a partir de ahora, que:

(140) Principios de Publicidad y Buena fe registral. Y, como quiera que la ley protege esa buena fe incluso aunque el Transmitente —titular registral— actuase con dolo o fraude, de forma que incluso bajo tan irregulares condiciones puede hacer que el tercero adquiriera *a non domino*, cabe hablar del Principio de legitimación registral.

(141) CORTÉS DOMÍNGUEZ, V.: “En torno a la creación...”, cit., pág. 582. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 377. SANTOS MARTÍNEZ, V.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., págs. 429 y s. FERNÁNDEZ DEL POZO, J.L.: cit., pág. 1219.

“El Gobierno establecerá, en relación con las distintas entidades a las que se encomienda la llevanza de los registros contables y los distintos tipos de valores, las normas de organización y funcionamiento de los correspondientes registros, las fianzas y demás requisitos que les sean exigibles, los sistemas de identificación y control de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como las relaciones de aquellas entidades con los emisores y su intervención en la administración de los valores...”

Sin embargo, no creemos que con este mayor control de los registros contables se haya llegado al nivel de su oficialización; razón por la cual, consideramos que las reflexiones precedentes siguen siendo válidas.

III. *Tampoco poseen los Registros contables de valores una publicidad “formal”, siquiera sea de modo pleno*, sobre la que puedan construirse o configurarse efectos materiales *erga omnes* de las titularidades inscritas contablemente. Y, sin embargo, es obvio que *tales efectos existen* ⁽¹⁴²⁾.

IV. *El contenido de los asientos registrales inmobiliarios nada tiene que ver con el contenido de los asientos registrales/contables*: entre ambos media una diferencia esencial; a saber: que se trata de unos libros “contables”, cuyo contenido en cierta medida es inverso al del Registro de la Propiedad.

En cierto sentido, *el contenido del registro contable es jurídicamente más “trascendente” que el del Registro de la Propiedad*, porque fuera de la inscripción registral/contable los valores negociables no existen, como tales, mientras que las fincas poseen una existencia y una titularidad jurídicas independientes del contenido registral. Ahora bien —paradójicamente—, *al tratarse de unos registros “contables”, el contenido negocial de los valores anotados se halla fuera de los asientos* (en la Escritura de emisión o en el “Boletín Oficial” que corresponda, de conformidad con lo dispuesto en el art. 6º, LMV, en la redacción dada por el art. 1º, nº 2, L. nº 37/1998), al contrario de cuanto sucede en el Registro de la Propiedad, cuyos asientos incorporan sustancialísimos datos jurídicos.

En cualquier caso, lo evidente es que —aun cuando se insistiese en las profundas diferencias entre las dos distintas técnicas de representación de los valores (cartular y registral)— el régimen y los principios que informan el sistema de los valores representados con absoluta sustitución del papel, resulta

(142) No importa tanto conseguir una apariencia general en el tráfico, como proteger las adquisiciones de derechos anotados, completadas por vía contable, lo cual muy bien puede responder a un principio general de nuestro ordenamiento (vid. ESPINA, D.: *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 377).

ser sustancialmente el mismo que en los títulos-valores tradicionales ⁽¹⁴³⁾ ⁽¹⁴⁴⁾: basta examinar los arts. 5º al 12, LMV, o 6º al 18, R.D. nº 116/1992. Por este motivo, aunque es cierta la afirmación de que, al producirse la “desincorporación” del derecho, respecto del título, “no cabe extender, por improcedente, el régimen jurídico tradicional de los títulos-valores” ⁽¹⁴⁵⁾, nos parece —empero— que *la formulación debería invertirse*: no es que haya, o no haya, que extender el régimen de los títulos-valores a las anotaciones contables, *porque hasta el momento nunca ha existido, en España, un “régimen” de “los títulos-valores”* ⁽¹⁴⁶⁾. Más bien, al contrario: las normas antes mencionadas *han convertido en Derecho positivo esas propiedades características de los títulos-valores*, de forma que podrían llegar a *constituir la “Parte General” de los títulos-valores*, documentales o tabulares.

No falta quien, desde la tesis tradicional, alude a la, ya tópica y extendida, noción “derechos-valores” (“*Wert-Rechte*”), con ánimo de criticarla, por desafortunada y por carecer de suficiente tradición entre nuestra Doctrina, a la par que por ser poco definitoria ⁽¹⁴⁷⁾. Sin embargo, a la vista de las cosas, y puesto que se ha hablado de que este concepto sustituiría al concepto de “títulos-valores”, respecto de aquellos que tuvieran una forma de representación tabular, cabe preguntarse: *¿y por qué no llevar a cabo una sustitución total de la noción “Título-valor”, por la de “Derecho-valor”, que se produjera, no solo en relación con los valores contabilizados, sino también respecto de los valores “documentados” o “documentales”?* En este sentido los “derechos-valores”, cualquiera que fuese su modalidad de representación, y ya se encontrasen, o no, “agrupados en emisiones”, serían —y partiríamos de la definición que, en forma de cláusula residual/general, se contiene en el art. 2º, R.D. 291/1992— derechos de contenido patrimonial dotados de un régimen jurídico propio inspi-

(143) Así, dice CACHÓN BLANCO, J.E.: *Derecho del mercado de Valores*, t. I, Dykinson, Madrid, 1992, págs. 128 y ss., que —aunque no se puede hablar de “Título”, porque ha desaparecido el documento físico— lo que sí subsiste es la noción de “incorporación” de derechos y, por este motivo, cabe afirmar que hay “valor” jurídico y económico, de forma que aun cuando la naturaleza de la anotación sea distinta de la del Título-valor, los efectos jurídicos de ambos serán similares (el autor, sin embargo, recurre a la noción del “Derecho-valor”).

(144) Problema que, para LENER, R.: cit., pág. 7, era el verdaderamente fundamental, una vez —decía— superada la tendencia a dar carta de naturaleza a los “*Wert-Rechte*” alemanes.

(145) SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., 17ª ed., t. II, pág. 24.

(146) A decir verdad, de ser posible esta extensión, la misma ya habría tenido lugar en la propia *mens legislatoris*, al revestir al valor tabular de ciertas propiedades, configuradas por la Teoría General de los títulos-valores (como lo demuestra la remisión que se hace a los títulos-valores, en materia de excepciones oponibles).

(147) MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 296.

rado por las notas de literalidad, autonomía, propensión a la (mayor o menor) abstracción y con un sistema de legitimación simplificada, basada en la “posesión”.

Todos los factores mencionados se hallan presentes en los valores “tabulares”, y únicamente las notas de “literalidad” y de “posesión” pueden resultar discutibles, bien que —a nuestro modo de ver— sin que existan obstáculos insalvables para su admisión.

Por lo que hace a la “literalidad”; primer factor determinante de la “*incorporación del derecho*”, para lograr la seguridad en el tráfico de los créditos y demás derechos incorporales, la institución del Título-valor necesita poseer una cualidad que permita delimitar el derecho documentado, para que los límites personales, temporales, objetivos, etc. del derecho puedan ser tenidos por tan ciertos, como los de una *res materialis*, a la par que convertir al documento en vehículo de circulación del derecho documentado. Esa cualidad tradicionalmente ha querido ser expresada o descrita a través de la noción de “*Incorporación del derecho (en el documento)*”; noción que es compartida tanto por los títulos-valores singulares (efectos de comercio), como por los emitidos en serie o en masa, con fines de inversión de capitales (valores mobiliarios), y que constituye “*una de las ficciones más notables que haya creado el derecho privado*” ⁽¹⁴⁸⁾.

Pero el simple hecho de la *documentación de un derecho no basta para poder hablar de un “título-valor”* ⁽¹⁴⁹⁾, sino que hace falta la “Incorporación”. Dicho de otro modo: es preciso que tenga lugar la constitución de un nexo o un vínculo estrecho y dinámico entre el Documento y el derecho documentado ⁽¹⁵⁰⁾. Porque, si distinguimos el derecho al —o “sobre el”— documento (“*das Recht am Papier*”) —porque el título; el documento, es una “cosa”, susceptible de “apropiación”, como diría el art. 333 CC; es decir: susceptible de ser

⁽¹⁴⁸⁾ HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET: *Traité...*, cit., t. II, págs. 414 y s. BAUMBACH/HEFERMEHL: cit., 17ª ed., pág. 4. RICHARDI, R.: cit., págs. 18 y ss. ZÖLLNER, W.: cit., 13ª ed., pág. 21.

⁽¹⁴⁹⁾ No todo documento relativo a un derecho lo es —piénsese, p.e., en un Reconocimiento de deuda o un documento confesorio de préstamo, en el que se reconoce haber recibido dinero *mutui causa*, o una escritura notarial de constitución, p.e., de un Préstamo hipotecario, prometiendo su restitución, todos los cuales, junto con otros, constituyen meros documentos probatorios, o —incluso— constitutivos, pero no necesariamente títulos-valores (HUECK/CANARIS: cit., págs. 1 y s. HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET: *Traité...*, cit., t. II, pág. 415. FIORENTINO, A.: “Titoli di credito”, en VV.AA.: *Commentario del Codice civile. Libro quarto: obbligazioni. Art. 1992 - 2027*, dir. por A. Scialoja y G. Branca, Zanichelli Editore/Il Foro Italiano, 2ª ed. actualizada, Bolonia/Roma, 1974, pág. 3).

⁽¹⁵⁰⁾ Como han señalado diversos autores, la “Incorporación” significa un especial nexo entre el derecho y el documento; entre el “valor” económico y la cosa corporal, que es lo que justifica el empleo de la expresión *Título-valor*; esa relación por virtud de la cual, de la propiedad del documento deriva la titularidad del derecho documentado en el mismo, o por cuya virtud

objeto de derechos (reales)—, y el derecho documentado (“*das Recht aus dem Papier*”) (que es un derecho de crédito, de participación o real), solamente se podrá hablar de Título-valor, en principio, si el derecho al documento, sigue, acompaña y va unido al derecho derivado o resultante del Documento⁽¹⁵¹⁾. Y esto se logra merced a la convención —jurídico-positiva, o jurídico-social— de que la documentación del derecho en el título produce el sometimiento de ese derecho al Principio de “Literalidad”⁽¹⁵²⁾.

El derecho incorporado o documentado se hace “literal”, y en esta literalidad se manifiesta, concretamente, la “Incorporación” (“*Verkörperung*”). Una simple documentación de un derecho, en un título, una mera incorporación escrita documental, no conduciría a la presencia de un título-valor, propiamente

—según se ha llegado a decir— el derecho está *representado* por el documento; está *transfundido* en el documento, que no se limita a acreditar su existencia y caracteres. Y es esa misma conexión la que, en nuestra terminología, se encierra en la expresión compuesta “título-valor”. Merced a la nota o principio de Incorporación, el derecho se “*objetiva*” y se *despersonaliza*, desligándose de los elementos subjetivos de la relación jurídica original; unos elementos subjetivos que teñirían de aleatoriedad los créditos y derechos de carácter simplemente “extradocumental”, para unirse indisolublemente al documento. Esta unión indisoluble ha sido entendida, por algunos autores, como la *imposibilidad* de transferir o ejercitar el derecho *independientemente del documento*, o de “adquirirlo de modo autónomo”, lo que convierte al título-valor en un documento situado en la órbita de los documentos con función “dispositiva” (PALA BERDEJO, F.: “Contribución...”, cit., pág. 167. FIORENTINO, A.: *Titoli di credito*, cit., pág. 3).

(151) De tal modo y manera que el uno y el otro; el continente y el contenido; el título y el valor, compartan una misma suerte; para que la transmisión y la legitimación para el ejercicio del derecho documentado se produzca a través de la transmisión y legitimación documentales. Así, por la Incorporación del derecho en el documento, éste se convierte en título-valor, o título negociable (vid. OLIVENCIA RUIZ, M.: cit., pág. 14. ARROYO MARTÍNEZ, I.: “Reflexiones...”, cit., pág. 156. MORENO QUESADA, R.: cit., pág. 5. FERNÁNDEZ ARMESTO/DE CARLOS BELTRÁN: *ibídem*. TORRES ESCÁMEZ, S.: *La Emisión de obligaciones...*, cit., pág. 90. APARICIO SERRANO, L.: “La evolución...”, cit., pág. 681. FIORENTINO, A.: *Titoli di credito*, cit., pág. 4. MARTORANO, F.: *Lineamenti generali dei titoli di credito e titoli cambiari*, Nápoles, 1979, págs. 23 y s. HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET: *Traité...*, cit., t. II, pág. 415. VAN RYN/HEENEN: cit., t. III, pág. 81. HUECK/CANARIS: cit., págs. 2 y s.).

También hay que hacer notar que la doctrina norteamericana reconoce que existe una importante comunidad de principios entre las “*investment securities*” (valores) y los “*negotiable instruments*” (efectos de comercio, del tipo “Letra de cambio”, que se manifiestan en la protección del tenedor de buena fe, del que se dice que adquiere unos derechos más vigorosos que su causante y en el equivalente anglosajón de la figura de la “Incorporación del derecho al documento” (“*Merger or symbolism doctrine*”), según la cual —incluso en las “*investment securities*”, el derecho se encuentra, de tal modo conectado con el documento, que son tratados como si fueran una sola cosa (STONE, B.: *Uniform Commercial Code...*, cit., pág. 304).

(152) Principio que no es raro que sea confundido —ocasionalmente— con el de “Autonomía”, porque —en definitiva— ambos pudieran considerarse como dos aspectos de una misma realidad, que la Doctrina germana denomina “*Schriftgemässigkeit*” (vid. ASCARELLI, T.: “La letteralità nei titoli di credito”, en RDC, 1932, I Parte, pág. 337. MOSSA, L.: *Diritto commerciale*, t. II, Roma, 1938, pág. 436. Así lo denuncia PALA BERDEJO, F.: “Contribución...”, cit., págs. 165 y s.).

dicho, a no ser que el Ordenamiento reconociera que el derecho existe y que se delimita precisamente tal y como resulta del texto del documento, sin que importe que la “realidad extradocumental” fuese, precisamente, la inexistencia del derecho o la no concurrencia de las características que se le suponen, porque figuran en el documento ⁽¹⁵³⁾.

Ahora bien; es sabido que el Derecho y la Doctrina de los Títulos-valores tradicionales *admiten la literalidad per relationem* ⁽¹⁵⁴⁾, la cual —además— viene propiciada cuando el contenido jurídico *viene referido a una masa de valores integrada por unidades homogéneas, si no idénticas* ⁽¹⁵⁵⁾, ya que —a estos efectos— no cabe equiparar las necesidades de “literalidad” de títulos-valores singulares, en los que cada documento es fuente de información *plena* acerca del contenido del derecho, y las de los valores emitidos en masa, *donde*

⁽¹⁵³⁾ Es decir: a no ser que la incorporación del derecho se realice en términos de literalidad y abstracción/autonomía (ARROYO MARTÍNEZ, I.: “Reflexiones...”, cit., pág. 157. APARICIO SERRANO, L.: “La evolución...”, cit., pág. 681. MARTORANO, F.: cit., pág. 26, quien señala expresamente que la Literalidad es un efecto de la pretendida “Incorporación”); propiedades éstas que suelen citarse juntas, aunque luego la Doctrina considere que son conceptos distintos, y los haga objeto de un tratamiento diferenciado (EIZAGUIRRE, J. M.³: de: “La opción...”, cit., pág. 19).

⁽¹⁵⁴⁾ La Literalidad puede darse con diversa intensidad, dentro de la doctrina y de la tipología de los títulos-valores. Y así, se admite una literalidad “imperfecta” o incompleta, también configurable como una literalidad *per relationem* (hay que evitar atribuir unas connotaciones peyorativas a la expresión “títulos literales imperfectos o incompletos”, cfr. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., t. II, 20³ ed., pág. 6. PENDÓN MELENDEZ, M.A.: cit., pág. 321), de acuerdo con la cual no es literal sólo lo que consta en el título, sino que la literalidad se extiende, también, a todos aquellos extremos que constan en documentos o fuentes informativas, a los que el propio título se remite. Y, así, esa remisión a otras fuentes no basta para privar a un título-valor de su condición de tal, porque afirmar que el Título-valor es “literal”, no significa afirmar —también— que sea “completo”, simplemente quiere decir que la Literalidad significa que el derecho documentado “...es tal y como resulta del título, según lo que en él aparece consignado, o lo que es expresamente invocado por el mismo, y, por tanto, cognoscible a través de él...” (vid. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., t. II, 20³ ed., pág. 6. BROSETA PONT, M.: *ibídem*. FIORENTINO, A.: *Titoli di credito*, cit., pág. 11. LANGLE RUBIO, E.: cit., t. II, pág. 81. URÍA, R.: cit., 17³ ed., pág. 781. LOJENDIO OSBORNE, I.M.³: cit., pág. 209. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A.: “La Obligación como título. El Sindicato de obligacionistas”, en VV.AA.: *Derecho de sociedades Anónimas*, t. III, *Modificación de estatutos. Aumento y reducción del Capital. Obligaciones*, vol. 2³, dir. por A. Alonso Ureba, J. Duque Domínguez, G. Esteban Velasco, R. García Villaverde y F. Sánchez Calero, edit. Facultades de Derecho de Albacete y Toledo/Civitas, S.A., Madrid, 1994, pág. 1244).

⁽¹⁵⁵⁾ Desde luego la representación contable de los valores ha de cumplir con una serie de requisitos previos. Antes de la promulgación de la LMV y de las demás disposiciones que la desarrollaron, ya BERCOVITZ (“El Derecho del Mercado de Capitales”, cit., pág. 87) proclamaba la necesidad de que concurrieran los siguientes presupuestos:

- a) Emisión de títulos o de valores, en masa.

En este sentido la homogeneidad de los valores hace posible su tratamiento contable, ya que la informatización requiere la fungibilidad de los títulos.

- b) Existencia de un mercado con intermediación necesaria de sujetos profesionales.

el superior grado de “causalidad” propicia, a su vez, la integración de su contenido, recurriendo a fuentes extratitulares ⁽¹⁵⁶⁾.

Y, por cuanto atiene a la “posesión”, podría traerse —ahora— a colación, la disputa doctrinal, relativa a la *admisibilidad, o no, de la figura de la “Posesión de derechos”*. Hay, en efecto, quien afirma que los derechos, en cuanto bienes incorporales, no son susceptibles de posesión ⁽¹⁵⁷⁾. Sin embargo, se debe tener en cuenta que, incluso si —yendo más lejos— se admitiera la posesión de los derechos de crédito, esa posesión dejaría subsistente el problema de la apariencia frente a terceros, que es cuestión próxima y emparentada con la anterior, pero diversa de ella, toda vez que la “Posesión” constituye una relación entre el Poseedor y el derecho poseído, que hace caso omiso de la situación de los terceros ⁽¹⁵⁸⁾, de manera que, desde ese punto de vista, no soluciona los problemas del titular “aparente” del derecho, como ejerciente o como transmitente del mismo, en su relación con el Tercero, sea deudor o Adquirente sucesivo del crédito ⁽¹⁵⁹⁾; problema fundamental en materia de títulos-valores, que el Orde-

La exigencia de que la informatización de los valores se realice en el seno de, o con vistas a, un mercado en el que se actúa con intermediación de profesionales especializados es fundamental para facilitar la negociación con garantías equiparables a las que proporcionaría la circulación material de los títulos.

⁽¹⁵⁶⁾ Y como quiera que existe esa literalidad *per relationem* —cuyo alcance viene reflejado por la proclamación que se hace en materia de excepciones “reales” oponibles a terceros de buena fe, por el Emisor—, carece de sentido afirmar o negar la concurrencia del “Principio de Incorporación”, sin que proceda dar la razón, ni a aquellos que niegan que existe “incorporación” del derecho, aduciendo que no existe —en términos estrictos— un *corpus* físico y material (como MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 148 y s.), ni tampoco a aquellos que afirman que tal incorporación existe, aduciendo que la incorporación documental no agota las posibilidades de la incorporación, sino que cabe concebir una “incorporación no documental” o “inmaterial” (vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.J.: “El Sistema español de anotaciones en cuenta (Análisis del Real Decreto regulador)”, en VV.AA.: *Anotaciones en cuenta de Deuda...*, cit., págs. 108 y s.), porque —en definitiva, y ya lo hemos manifestado en más de una ocasión— la llamada “Incorporación” del derecho, no es más que una simple metáfora, a la que se está atribuyendo una relevancia que estimamos exagerada y perturbadora.

⁽¹⁵⁷⁾ Hay, también, quien considera que solamente son poseíbles los derechos reales, pero no los de crédito.

⁽¹⁵⁸⁾ Vid. CANO MARTÍNEZ DE VELASCO, J.I.: *La posesión, el Usufructo y la Pren- da de Derechos*, Bosch, Barcelona, 1992, pág. 27.

⁽¹⁵⁹⁾ La mera posesión de un derecho de crédito o de participación —incorporal, por tanto— no determina, por sí, ninguna apariencia respecto de terceros, salvo que el Derecho así lo reconozca, porque se manifieste en hechos sensibles, sobre los cuales fundar una apariencia protegible. Aquí, por tanto, subyace la cuestión: la posesión de un crédito común; es decir, un crédito u otro derecho patrimonial incorporal, no documentado en un título-valor, ¿goza de la una suficiente publicidad, frente a terceros, para que éstos se vean, alternativamente, perjudicados o protegidos por ella, garantizando el Ordenamiento, no la responsabilidad del cedente —si el crédito no existe, no es legítimo o no le pertenece—, sino la propia existencia y titularidad del crédito?

namiento solventa con la implantación del principio de “*Legitimación por la posesión*”.

En este sentido, es preciso partir de la base de que —y así lo reconoce la Doctrina más reciente— la titularidad sobre los valores anotados en cuenta es *una titularidad real (in rem)* ⁽¹⁶⁰⁾, y *no parece posible* que un bien sea susceptible de ser objeto de derecho *in rem*, sin admitir —al mismo tiempo— *que también sea susceptible de “posesión”*. Lo que sucede es que la forma de poseer es de índole especialísima: se posee registral o contablemente.

Y es que, aun cuando, en apariencia, se trataría de bienes “incorporales”, hemos de reconocer que los bienes “incorporales” son de muy diversa índole, y *algunos de ellos no pueden existir en su pura incorporeidad*, sino que necesitan, indefectiblemente, plasmarse o materializarse en un *corpus mechanicum* ⁽¹⁶¹⁾. Y, así, aunque es bien cierto que la mayoría de los valores —p.e.: las acciones de Sociedades anónimas— pueden existir, como meros derechos, incluso antes de cualquier tipo de documentación, también es verdad que no existirán “como valores”, hasta que no se vean documentados en títulos, o representados por anotaciones en cuenta. En este momento, su tratamiento jurídico experimenta una fundamental transformación, porque esa documentación —es decir: incluso la mera documentación en soporte contable— los convierte en “cosas” susceptibles de constituir el objeto de derechos reales, a la par que les dota de un régimen jurídico-obligacional especial y nuevo ⁽¹⁶²⁾.

A nuestro modo de ver, estamos en presencia de verdaderos “títulos-valores”, solo que de nuevo cuño, pues esa novedad es de índole estrictamente técnica, y el alcance jurídico de la nueva forma de documentación casa perfec-

⁽¹⁶⁰⁾ Algún autor ha comenzado a denominar a los valores tabulares como “mercancías” o “productos”; calificativos que —a nuestro modo de ver— resultan poco adecuados, ya que mejor hubiera sido referirse a ellos como “*bienes*”, lo que abre el paso al planteamiento de una cuestión fundamental, que posee profundas implicaciones, que deben ser agotadas: nos referimos a la cuestión de qué clase de *cosas* o *bienes* son los valores representados tabularmente.

⁽¹⁶¹⁾ Como es el caso de las creaciones del intelecto humano, susceptibles de ser reivindicadas a través —p.e.— del Derecho de Autor o del Derecho de la Propiedad Industrial de los signos distintivos (vid. FERNÁNDEZ-NOVOA RODRÍGUEZ, C.: *Fundamentos de Derecho de Marcas*, Montecorvo, Madrid, 1984, pág. 21. VALLÉS RODRÍGUEZ, M.: Comentario al Artículo 3º, en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. y otros: *Comentarios a la Ley de Propiedad Intelectual. Ley 22/1987, de 11 de noviembre, de Propiedad Intelectual y a la Ley Orgánica 6/1987, de 11 de noviembre por la que se modifica la Sección III del Capítulo 4º, Título XIII del Libro II del Código penal*, coord. R. Bercovitz Rodríguez-Cano, Tecnos, 1ª ed., Madrid, 1989, pág. 50).

⁽¹⁶²⁾ Este es el sentido que se ha de atribuir a los términos —de otro modo, engañosos— del art. 8º, LMV, porque cuando dice que los “valores representados por anotaciones en cuenta se constituirán como tales, en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable”, no hay que pasar por alto la expresión “constituirse como tales” (MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUENAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 180 y 297).

tamente con los principios sustantivos de los títulos-valores, ya que —en efecto— el documento de papel constituyó un instrumento técnico para facilitar la circulación de los derechos. Pero “derechos”, “circulación de los derechos” y “documentación de los derechos” eran realidades existentes mucho antes de la configuración de los títulos-valores, que han sido una creación de la práctica, basada en elementos consuetudinario-convencionales, luego “racionalizados” por el Derecho y, sobre todo, por la Doctrina.

Toda la figura del “título-valor” no es sino una “ficción” legal y doctrinal ⁽¹⁶³⁾; una ficción basada en admitir que la documentación —y, por tanto, la constancia en un soporte físico— de ciertos derechos patrimoniales, dota a éstos de un régimen jurídico especial, y los somete a principios divergentes del Derecho común de las Obligaciones. Pues bien, tratar el problema de las anotaciones en cuenta, en términos que sean distintos de los expuestos, constituye un error de planteamiento. En este sentido, la configuración de los valores tabulares también es una elaboración estrictamente legal/doctrinal; una ficción que no posee ninguna base “real”, más allá de la propia “convención” acerca de sus rasgos. *Pero, aun así, no es más ficticia que la propia configuración del principio de “Incorporación” del derecho en el documento.* Y, puesto que no es más ficticia que ésta, *no parece lícito exigirle una “realidad” mayor o más intensa que la que posee la figura del “Título-valor” y el principio de “Incorporación”.* Así, la configuración de los valores tabulares no puede diferir de la de los títulos-valores.

Cierto que el sistema de contabilización; de llevanza de las cuentas, y los riesgos o inconvenientes vinculados a él, no admiten comparación con los de los títulos-valores. Pero todas esas especialidades —innegables— son ajenas a la problemática de los títulos-valores, porque se refieren a cuestiones diferentes.

En consecuencia, los valores “tabulares” o contables pueden ser definidos como:

“Derechos patrimoniales esencialmente transmisibles y negociados en mercados financieros, que constituyen el objeto de titularidad y —más aún— de posesión exclusivamente registral, basada en soportes contables abiertos por cada grupo de valores fungibles, y llevados por una Entidad gestora, a nombre de su titular, transmisible por transferencia contable, y que atribuyen a su titular derechos literales autónomos, para cuyo ejercicio, transmisión y gravamen es requisito necesario, pero suficiente, esa misma posesión registral.”

⁽¹⁶³⁾ Rasgo éste que contrasta —p.e.— con la elaboración de la “Persona jurídica”, que se sustenta sobre sustratos reales: pluralidades de personas, patrimonios organizados y afectos a fines transpersonales.

- A) Son derechos patrimoniales; es decir: derechos de naturaleza “privada” y de contenido económico.
- B) Son negociables; es decir: esencialmente transmisibles y destinados a ser objeto de tráfico en mercados financieros.
- C) Son derechos personales o participativos/corporativos, y no reales, aunque sí susceptibles de dominación real, en cuanto derechos materializados en anotaciones contables. Por este motivo, la titularidad y la posesión de los mismos son o derivan del soporte contable.
- D) Están revestidos de literalidad, autonomía y una cierta abstracción.
- E) El ejercicio de estos derechos está subordinado a la posesión *registral*, que es la única forma de posesión que admite el Derecho de los valores tabulares.
- F) Son, también, derechos fungibles y de circulación *autónoma*, sometidos a un régimen jurídico específico y con denominación exclusiva o reservada ⁽¹⁶⁴⁾.

Bien: los títulos-valores documentales son cosas muebles, y —además— resulta que son corporales, pero, entonces, ¿qué son los valores tabulares? ¿No se tratará, acaso, de un nuevo tipo de cosas; un nuevo tipo de bienes, a caballo entre lo “corporal” y lo “incorporal”?

La naturaleza jurídica de los valores tabulares ocupa una situación limítrofe con los títulos-valores, pero esos límites ⁽¹⁶⁵⁾, ¿no serán más imaginarios que reales? Las “cuentas de valores” poseen una eficacia sustantiva, que extravasa de lo meramente probatorio y supera netamente la eficacia del Registro de la Propiedad, para alcanzar eficacia constitutiva de unos bienes “de nuevo cuño”,

⁽¹⁶⁴⁾ Vid. GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L.: *Introducción...*, cit., t. I, págs. 405 y s. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A.: “Acciones y obligaciones representadas...”, cit., págs. 161 y ss. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., pág. 160.

Otras características que se han predicado de ellos, como la “nominatividad” y la “irreversibilidad”, son dudosas o, cuando menos, ajenas a las cuestiones propias del Derecho de títulos-valores.

⁽¹⁶⁵⁾ El régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta es, sin duda, un complejo régimen jurídico, que toma sus elementos de varias fuentes, alguna de las cuales nos parece un tanto discutible, o por lo menos, de menor alcance que el que se le ha atribuido. Tales fuentes son, para la generalidad de los autores: a) El Derecho *inmobiliario registral*; b) El Derecho de los *títulos-valores*; y c) El Derecho *contable*, o —en otros términos— se podría aludir, en primer término, a la influencia del Derecho inmobiliario registral; al cual se unirían —además—, el Derecho cambiario y el Derecho de los bienes muebles (vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados...*, cit., págs. 157 y ss.), con lo cual —a nuestro entender— se da pie para pensar que las diferencias son mucho menores de lo que parece.

que son objeto del Derecho de cosas, aunque también posean un importante componente jurídico-obligacional o jurídico-corporativo.

En consecuencia, este nuevo tipo de bienes ya no pueden ser calificados como “incorporales”: semejante calificativo sería engañoso, porque su régimen jurídico ya no es el propio de los bienes incorporales, y deberían ser considerados en términos de diferenciar la “corporeidad física”, frente a la “corporeidad jurídica”, de la misma forma que el derecho positivo de los bienes atribuye, a veces, la calificación de muebles o de inmuebles, por motivos que nada tienen que ver con lo físico, sino con lo jurídico ⁽¹⁶⁶⁾.

La transferencia contable de los valores tabulares debe ser equiparada a, o —directamente— calificada como una verdadera *traditio*, lo que debería abonar la tesis de que se trata de cosas “de nuevo cuño”, fruto de una creación legal —ya que es la Ley la que justifica que los valores anotados puedan ser objeto de un tratamiento jurídico propio de las cosas muebles corporales—, lo que revelaría —una vez más— la comunidad de esencia, entre el “título-valor” y el “derecho-valor”, que no son sino dos formas de la misma realidad, de manera que la noción de “Título-valor”, en sentido amplio, actuaría como un supraconcepto, que englobaría a ambas modalidades ⁽¹⁶⁷⁾.

Ahora bien: ¿se trata de una *traditio* material o real, o bien estamos ante una *traditio ficta*? A nuestro modo de ver, se trata de lo primero, porque, cuando se efectúa una transferencia de valores representados por anotaciones en cuenta, lo que se “da” y lo que se “recibe” es, precisamente, el mismo objeto, porque el valor negociable tabular *no existe fuera de su representación contable*, de forma que no cabe “fingir” su *traditio*. A decir verdad: no es la *traditio* lo que se ha espiritualizado, sino la propia cosa u objeto “*tradible*”.

(166) Piénsese, p.e., en los bienes inmuebles por destino, que son muebles por naturaleza, o en la “inmovilización” del Buque, a efectos de su hipoteca.

(167) De este modo, parece que se podría sugerir la posibilidad de considerar que se ha creado, por ministerio de la Ley, un nuevo tipo de objeto de derecho —pues no es la “incorporación” documental lo que justifica que los valores anotados puedan ser tratados como cosas muebles corporales, sino el hecho de que la Ley así lo ha establecido—, creación que la voluntad privada no puede llevar a cabo, por sí sola, como ha venido demostrando, tradicionalmente, el ejemplo de la “Empresa”, como objeto de tráfico económico.

LA REPRESENTACIÓN DE VALORES MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA EN EL DERECHO ESPAÑOL

J. NICOLÁS MARTÍ SÁNCHEZ

Magistrado

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - 1. **Planteamiento.**
 - 2. **Consideraciones generales.**
 - II. LOS VALORES Y SU REPRESENTACIÓN.
 - III. VALORES REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA.
 - 1. **Cuestiones generales.**
 - 2. **El porqué de su regulación por el Derecho positivo.**
 - 3. **Necesidad de un nuevo planteamiento sobre los “valores”.**
 - IV. LA EXPRESIÓN “ANOTACIONES EN CUENTA”.
 - V. “NOMINATIVIDAD” Y “ANONIMATO” EN LAS “ANOTACIONES EN CUENTA”.
 - 1. **Aspectos generales. Llevanza de las cuentas por titulares de los valores, no por valores.**
 - 2. **Fungibilidad del valor anotado en cuenta e individualización de su titular.**
-

VI. EL “REGISTRO CONTABLE”.

1. **Delimitación.**
2. **Entidades encargadas del registro contable.**
3. **La no aplicación al registro contable de los principios registrales inmobiliarios.**
 - A) Prioridad y tracto sucesivo.
 - B) Fe pública y legitimación. Inexistencia de la “calificación” registral.
 - C) La “legitimación” del registro contable.
 - D) La publicidad formal.
4. **El certificado de legitimación.**
5. **Publicidad de los datos del registro contable.**
6. **Errores e inexactitudes en el registro contable.**

VII. LA REPRESENTACIÓN DE “EFECTOS DE COMERCIO” POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA.

I. INTRODUCCIÓN

1. **Planteamiento**

Son muchos los trabajos de diversa índole hasta ahora publicados —tesis doctorales, monografías elaboradas por autores ya consagrados, artículos en revistas especializadas— cuya materia de estudio la constituye la representación de valores por anotaciones en cuenta. Incluso en este número extraordinario de la Revista al menos otras tres colaboraciones se ocupan de tal cuestión.

No es mi propósito centrar la atención, con fines predominantemente hermenéuticos, en el examen del contenido de las normas del ordenamiento jurídico español reguladoras de dicho modo de “formalizar” los “valores”, como tampoco —al menos de manera principal— argumentar sobre las opiniones y planteamientos vertidos por sus respectivos autores en los trabajos aludidos, ni en general, sobre la “dogmática” elaborada en torno a los mismos.

Lo que pretendo es exteriorizar, poner de manifiesto, algunas ideas que me suscitan el hecho de dicha regulación y el sentido o la orientación de los trabajos que a raíz de ella se han publicado.

2. Consideraciones generales

Como es sabido, los instrumentos o mecanismos que de manera destacada contribuyeron a la expansión y desarrollo del comercio, y más tarde de la actividad empresarial en general, fueron ideación de los propios sujetos que sintieron su necesidad —los comerciantes— como es el caso de la letra de cambio, la sociedad por acciones o anónima, la facilitación de la circulación de los derechos de crédito y de los bienes en general como cosas muebles a través de los documentos que, siglos más tarde, la doctrina denominó —según los países y autores— “títulos-valores” o “títulos de crédito”, y otros muchos medios tendentes a idéntico fin de satisfacer exigencias nuevas de dicha actividad económica.

La regulación legal y la elaboración de una doctrina científica de cada uno de tales mecanismos o instrumentos ha traído consigo el que tanto los legisladores como los llamados teóricos o científicos del Derecho atraigan hacia sí, se “apropien”, dichos instrumentos, que les vinieron dados y contruidos por quienes los idearon con las características idóneas o adecuadas al fin que impulsó su nacimiento. Y una vez que toman posesión de dichos mecanismos ya no se desprenden de ellos; los consideran algo propio y de su exclusiva competencia, con la consiguiente ramificación, o efecto expansivo a todos los sectores del ordenamiento jurídico distintos del mercantil en los que esa figura incide —procesal, penal, administrativo—; y esto mismo sigue ocurriendo ante nuevos mecanismos, o modificaciones de los existentes.

Tal modo de proceder comporta un anclarse en lo ya construido legal o doctrinalmente, y en consecuencia se pretende introducir, encajar en ello lo nuevo, aunque no se adecue lo uno a lo otro, y pese a que, precisamente porque la regulación legal y la construcción científica existentes no son aptas para resolver los problemas surgidos del desarrollo técnico y económico es por lo que los empresarios introducen esos otros instrumentos por ellos ideados, en tanto que el legislador y los autores, con su indicada intervención, perturban o alteran las figuras que ellos no crearon. O imponen las que “inventan”, o introducen en España las utilizadas en otros países, aunque no sean útiles o necesarias.

II. LOS VALORES Y SU REPRESENTACIÓN

“Valores” es un concepto básico de la Ley del Mercado de Valores, 24/1988, de 28 de julio [en lo sucesivo LMV], como expresa en su preámbulo. *“Concepto difícil de definir de forma escueta en el articulado de un texto legal, pero no por ello carente de realidad”* —agrega— si bien centra su atención en

los “valores negociables” que además aparezcan “agrupados en emisiones” (artículo 2 LMV y artículos 1º.1, 2º y 4º del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo). Expresión ésta —“agrupados en emisiones”— que introduce en sustitución del “concepto de valores emitidos ‘en serie’”, lo cual comporta la utilización de criterios y terminología específicos de los documentos denominados “títulos-valores”, y concretamente de los de una determinada de sus varias clasificaciones —*valores mobiliarios y efectos de comercio*— a unos instrumentos del tráfico económico —los *valores*— que no consisten en un documento de esa naturaleza; es más, que incluso pueden exteriorizarse por un instrumento distinto del papel o soporte documental, como es la anotación en cuenta mediante las técnicas informáticas.

Pues bien, a las dos formas previstas legalmente como posibles para la exteriorización de los *valores* —título, anotación en cuenta— las denomina el ordenamiento jurídico español con la palabra “representación” (además de las disposiciones bursátiles citadas, artículos 102.1 y 104.1 de la Ley General Presupuestaria, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre).

III. VALORES REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA

1. Cuestiones generales

La “representación de valores por medio de anotaciones en cuenta” es una manifestación del fenómeno que se viene denominando *desmaterialización*, consistente, según LENER ⁽¹⁾, en la pérdida de correspondencia entre formas de circulación de los valores mobiliarios y formas de circulación de las cosas muebles, lo cual comporta el que los valores circulen mediante asientos contables y no por medio de la entrega o tradición de un documento —título— con la consiguiente necesidad de la posesión del mismo, si bien en el sistema precursor del de la “anotación en cuenta” como medio de representación de los valores —el de “liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de *títulos-valores*”, establecido por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril— aunque la entrega se efectuaba al realizar las “anotaciones contables de abono y cargo” (artículo 6.4), y “el ejercicio de los derechos incorporados a los títulos-valores” no exigía necesariamente “la presentación física de” aquéllos (artículo 8, párrafo primero), sin embargo, en este caso dicha presentación de los “títu-

(1) LENER, R.: *La “dematerializzazione” dei titoli azionari e il sistema monte titoli*, Milán, 1989, p. 2.

los” tenía que ser sustituida por otro documento: “la relación numérica” de los títulos depositados, u otro expedido con el respaldo de dicha relación (artículo 8, párrafo primero).

Mas la forma de “representación” de los “valores” por medio de “anotaciones en cuenta” contenidas en un disco de ordenador está prevista por el Derecho positivo español sólo para los “valores negociables” (artículo 5 LMV) tal como los describe el artículo 2 del R.D. 291/1992, de 27 de marzo, y para la Deuda Pública (artículo 102.1 de la Ley General Presupuestaria y artículo 1 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril), y puede ser, desde el punto de vista legal, potestativa (artículo 5, párrafo primero, LMV, artículo 102.1 de la Ley General Presupuestaria, y artículo 1 del R.D. 116/1992, de 14 de febrero [en lo sucesivo, R.D. 116/92]) u obligatoria (disposición adicional 1^a.5 de la Ley de sociedades anónimas, texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre: “*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*”; artículo 29 del R.D. 116/92: “*La representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta... será condición necesaria para su admisión a negociación en Bolsa*”). No obstante, para “los valores negociables representados mediante títulos admitidos a cotización en un mercado secundario oficial”, la disposición transitoria primera de la Ley 37/1998 permite que puedan “seguir representados de dicha forma, en tanto la normativa de desarrollo de” dicha Ley “no imponga su representación mediante anotaciones en cuenta”, lo cual supone que, después de diez años de vigencia de la LMV y de nueve de la Ley de sociedades anónimas, aún se mantenga la representación de valores mediante títulos pese a ser cotizados en mercados secundarios oficiales.

Ese instrumento del tráfico económico ideado por los comerciantes para facilitar la circulación y el ejercicio de los derechos de crédito, consistente en una gama variada de documentos que siglos más tarde la doctrina unificó bajo la denominación de *títulos-valores* y con la elaboración de una teoría general de los mismos (la denominada “dogmática” de los títulos-valores) sin embargo no ha sido objeto de una regulación general por parte del ordenamiento jurídico español, sin que tampoco le haya prestado atención especial a cada uno de los documentos de esa clase utilizados en la actividad empresarial, y económica en general, salvo a algunos en concreto, como es el caso de la letra de cambio.

2. El porqué de su regulación por el Derecho positivo

La situación hasta aquí expuesta cambia radicalmente ante la cada vez mayor incidencia de la actividad económica empresarial en la economía nacional, con el consiguiente, correlativo y progresivo predominio del interés públi-

co sobre el privado, del interés general sobre el particular. Consecuencia necesaria de ese nuevo planteamiento ha sido la regulación de los diversos sectores de dicha actividad por normas de claro carácter jurídico-público, imperativas, cuya primera manifestación en el campo que nos ocupa —que tuvo su preludio en el Decreto 1128/1974, de 25 de abril sobre “sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa”, pues si bien no suprimió el documento título-valor, ni impuso imperativamente la fungibilidad de los mismos implantada por dicho Decreto, sustituyó la movilización del documento por “anotaciones contables”⁽²⁾— fue el citado Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, que ya en su preámbulo explica el porqué del camino emprendido: *“La aparición y posterior extensión del título-valor... constituyó un hito fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales y... de la moderna economía de mercado”*, comienza diciendo, para inmediatamente añadir que *“La ingente ampliación de aquellos mercados... ha convertido el título-valor en un obstáculo para el ágil funcionamiento del tráfico mercantil”*, lo cual *“hace preciso”* —añade— *“iniciar nuevas fórmulas que posibiliten las operaciones de transmisión de los derechos que los títulos incorporaban”*, fórmulas que se logran mediante la utilización de los sistemas informáticos toda vez que *“el tratamiento informático”* —continúa el citado preámbulo— permite *“la sustitución del viejo soporte documental por simples referencias procesables en los ordenadores”*.

Se inicia así por primera vez en España la regulación jurídica, que un año más tarde será general, de los “valores” y de esa nueva manera de “representación” de los mismos consistente no en otra cosa que en la utilización de un instrumento de la técnica electrónica, a semejanza de lo que ocurrió siglos atrás con la utilización del papel para “representar” a los derechos. La anotación en cuenta es, pues, un instrumento técnico para la “representación” de los “valores”, no un “instrumento jurídico” como la califica Alfonso Martínez-Echeva-

(2) El preámbulo de este Decreto justificaba con las siguientes palabras el mecanismo que introducía: *“el sistema que se establece intenta 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”*, consistiendo la característica fundamental de la fórmula adoptada en *“permitir el tratamiento de los títulos dentro del sistema como fungibles o sustituibles, eliminando la necesidad de su específica numeración en la documentación relativa a ellos y reduciendo de manera considerable su movimiento físico”*, en cuanto que considera *“fungibles los títulos valores que, puestos en circulación por el mismo emisor, sean de la misma clase, tengan el mismo valor nominal y confieran idénticos derechos”* (artículo 2.4), de tal manera que los títulos valores se depositan en una entidad de crédito (artículos 2º.2 y 5º.1), y en caso de transmisión de los mismos *“se entenderán entregados... cuando se verifiquen las oportunas anotaciones contables de abono y cargo...”* (artículo 6º.4), sin exigir la presentación física de dichos títulos valores para el ejercicio de los derechos incorporados a ellos (artículo 8º).

rría ⁽³⁾ tal vez por mimetismo con la terminología utilizada en el preámbulo de la LMV: “*disociación del concepto de valores... de una determinada fórmula de instrumentación jurídica*”, referida a las maneras de “representación” de los “valores”. Y esta nueva forma de “representación” no supone una “desmaterialización” entendida como desconexión de los derechos respecto a un soporte material, sino en el sentido de desvincularlos del concreto soporte al que han estado “incorporados”: el papel. Se “despapelan” o “desdocumentan” los derechos, pero siguen materializados ⁽⁴⁾, si bien de otra manera más ágil y cómoda, ¿también más segura? ⁽⁵⁾, que la que en su día ofreció el papel. En conclusión, búsqueda y utilización de soluciones acordes con la realidad y las exigencias de hoy, pero sin la desaparición de un soporte físico como así lo expresa el Real Decreto 1849/1981, de 20 de agosto, al disponer en su artículo 2 que “la emisión de deuda del Tesoro que... autoriza... *se materializará* en anotaciones en cuenta...”.

Las ventajas de todo tipo —eliminación de grandes masas de papel, facilidad de circulación de los “valores”, ahorro de tiempo y de personal en su manipulación— con incidencia en el interés general, que la representación mediante anotaciones en cuenta supone, explican y justifican la regulación por normas imperativas de los distintos aspectos de esta materia, empezando por la utilización de dicha forma de representación de los “valores”, que se prevé con el carácter de irreversible (artículo 5, párrafo segundo, LMV), y se autoriza al Gobierno para “*establecer, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta sea condición necesaria para la admisión a negociación en uno u otro mercado secundario oficial de valores*” (artículo 5, párrafo cuarto, LMV). Dando un paso más en esta línea de implantación con carácter general de esta forma de representación de los valores admitidos a cotización en un mercado secundario,

⁽³⁾ MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, 1997, p. 73.

⁽⁴⁾ En este mismo sentido se manifiesta recientemente Lassalas al decir que “en realidad, por paradójico que pueda parecer, la desmaterialización constituye una nueva ‘materialización’” (LASSALAS, Christine: *L’inscription en compte des valeurs: la notion de propriété scripturale*, Clermont-Ferrand, 1997, p. 18, núm. 28), pues la expresión “valor desmaterializado” se refiere a “la sustitución por una cuenta de los títulos en papel” (Op. cit., p. 17). “La desmaterialización” —añade más adelante— “no deberá ser asociada a la ‘descorporalización’, porque aquélla constituye una nueva ‘corporalización’ de activos por esencia inmateriales y abstractos” (p. 89, núm. 246).

⁽⁵⁾ Los múltiples mecanismos o instrumentos de control de las transmisiones efectuadas por vía electrónica a través de los ordenadores reducen prácticamente a cero la posibilidad de un error por lo que respecta a la seguridad de los derechos e intereses de los titulares de los valores así representados.

la disposición transitoria primera de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, “de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores” (B.O.E. del 17) [en lo sucesivo, Ley 37/1998] prevé que “la normativa de desarrollo” de dicha Ley “imponga” la “representación mediante anotaciones en cuenta” de los indicados valores negociables, si bien mientras tanto los “representados mediante títulos... podrán seguir representados de dicha forma”.

3. Necesidad de un nuevo planteamiento sobre los “valores”

Ello comporta el romper con conceptos y esquemas elaborados por la doctrina surgida al socaire de los “títulos valores”, adecuados a las características y función que estos documentos cumplían, pero no trasladables a las “anotaciones en cuenta”, pues tales conceptos, estructuras y criterios construidos en torno a dichos documentos eran, y son, los propios de los títulos-valores, que no consisten en una clase de “valores”, sino en una forma de “representación” de éstos (o de materialización o “mobilización” de los derechos —para permitir su movilización— en el origen de los referidos documentos).

Sin embargo, quienes en la literatura jurídica se ocupan de las anotaciones en cuenta continúan operando con los conceptos, esquemas y teoría de los títulos-valores ⁽⁶⁾; una manifestación más de la resistencia que suelen oponer los juristas, particularmente los “dogmáticos del Derecho”, a cualquier Derecho nuevo para realidades nuevas, aferrándose a lo dado, con el afán, inútil e inoperante en muchos casos, de encajar en esos moldes rígidos por ellos fabricados las relaciones o instrumentos introducidos en el tráfico económico, y consiguiendo en el campo jurídico, por quienes operan en aquél, “invasión” del terreno de lo jurídico que no admiten, o al menos miran con recelo, los estudiosos del Derecho, que siguen defendiendo la “dogmática jurídica” hasta el extremo de postular que la misma cumple como primera función la de permitir “un control de la consistencia de las decisiones judiciales”, porque —se afirma— al constituir la reflexión lo propio de la ciencia, sólo el “jurista-científico” se fija y piensa en todos los lados de la figura poliédrica que el Derecho presenta y, por ende —se añade— sólo el “jurista-científico” está en condiciones de prestar atención a todos los aspectos del problema que ha de ser resuelto, y no únicamente a la cara que hábil e interesadamente le presentan los abogados, según ha

⁽⁶⁾ En esta línea ver por todos Manuel Antonio DOMÍNGUEZ GARCÍA: “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico”, en *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Tomo II, Madrid, 1996, especialmente págs. 1659, 1673 y 1674.

expresado recientemente GONDRA ⁽⁷⁾ criterio que, referido a la actitud del juez, se encuentra en las antípodas de la realidad, pues es precisamente la búsqueda y examen de todos los aspectos —fácticos y jurídicos— relacionados con el caso sometido a su decisión la primera tarea que lleva a cabo el juez, aun cuando la resolución que luego dicte la ciña al contenido delimitado por las partes en obligado acatamiento al principio de congruencia, cimentado en el de la seguridad jurídica, y en último término en el derecho fundamental de toda persona a obtener de los jueces y tribunales la tutela efectiva de sus derechos e intereses legítimos, reconocido por el artículo 24.1 de la Constitución, y así expresado por el Tribunal Constitucional.

IV. LA EXPRESIÓN “ANOTACIONES EN CUENTA”

La detallada regulación jurídico-positiva de esta forma de representación de los “valores” se extiende incluso, y en primer lugar, a la denominación —“anotaciones en cuenta”—. Dispone el artículo 5 del R.D. 116/92 que *“las expresiones ‘valores representados por medio de anotaciones en cuenta’, ‘anotaciones en cuenta’ u otras que puedan inducir a confusión con ellas sólo podrán utilizarse con referencia a valores negociables que sean objeto de representación por medio de anotaciones en cuenta...”*, formulación que, pese a su apariencia de repetición inútil pretende reservar la expresión “anotaciones en cuenta” para esa nueva forma de “representación” de los “valores”, pero sólo y concretamente de los “valores negociables”, lo cual comporta una restricción imperativa que impide utilizar dicha denominación para designar a los “valores no negociables” —como los enumerados, bajo ese calificativo, en el apartado 2 del artículo 2º del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo— o a otros supuestos de empleo de la informática como medio de “materialización” de derechos de contenido patrimonial, o a los “efectos de comercio”, si tal forma de “representación” se implantara para los mismos en el mercado, posibilidad esta última que, desde el punto de vista del Derecho positivo, queda excluida por ahora ante la ausencia de una norma jurídica que la admita y el carácter de *ius cogens* de las normas reguladoras de dicha manera de “representación” de los derechos de naturaleza patrimonial, como ya los definí en otra ocasión, en esta Revista ⁽⁸⁾: “derechos, o una masa de derechos, o de ‘conjunto’ de derechos y obligaciones —constitutivos de un *status*— de contenido económico típico, susceptible cada

(7) GONDRA, J.M.: “¿Tiene sentido impartir justicia con criterios de economía? A propósito de una teoría del Derecho que postula una Jurisprudencia para el valor de la ‘eficiencia económica’”, RDM, 226, 1997, págs. 1657 y s.

(8) MARTÍ SÁNCHEZ, J.N.: “Los miembros de las Bolsas de Valores en el Derecho español”, RDBB, 47, 1992, p. 766.

uno de ellos (de los ‘valores’) de tener como titular a una persona distinta...”, a lo que añadía entonces “y destinados a la circulación”, nota ésta característica de los “valores” a los que se refiere la LMV —los “negociables”— pero no concurrente en aquéllos que, aún susceptibles de ser transmitidos, no nacen con esa vocación; esto es, los “valores no negociables” según la terminología del Derecho positivo español sobre esta materia.

La reserva de la expresión “anotaciones en cuenta” con carácter exclusivo para los “valores negociables” presenta al menos la apariencia de dudosa legalidad. De un lado porque consiste en una expresión genérica; pero además porque se compone de dos términos que tienen un significado propio en el campo de la contabilidad, referidos a dos de los conceptos o elementos básicos de la misma: “asiento” —anotación— y “cuenta”, de ahí la posibilidad de su empleo también con carácter general en el ámbito de la contabilidad informatizada. Sin embargo, como quiera que pueden denominarse de otra manera aquellos otros casos de utilización de la informática —incluso contablemente— para “materializar” derechos patrimoniales distintos de los “valores negociables”, ningún obstáculo existiría para tal exclusividad de uso de “anotación en cuenta”, si bien con ello más que evitar la confusión se produciría, pues tratándose de una misma y única forma de “representación”, de “materialización” de derechos, todos iguales en su esencia, que es la patrimonialidad, no se aprecia cuál puede ser el motivo que explique y justifique dicha exclusividad de uso de tal expresión, como no sea el origen o causa de la implantación imperativa de esa forma de “representación” de los “valores”, como ha sido el evitar el manejo de ingentes masas de papel —los títulos-valores—, dificultad práctica que se presentó con especial virulencia en el caso de los “valores negociables”, si bien tampoco es de escasa importancia el volumen de algunos “efectos de comercio” que se manejan diariamente en el mercado crediticio —caso de los cheques y las letras de cambio— con tendencia igualmente a eludir el movimiento de los mismos por medio de la informática, como ocurre con el “truncamiento” de los cheques, o con las letras de cambio “relevé”.

V. “NOMINATIVIDAD” Y “ANONIMATO” EN LAS “ANOTACIONES EN CUENTA”

1. Aspectos generales. Llevanza de las cuentas por titulares de los valores, no por valores

Resulta comprensible que, familiarizados con la clasificación de los títulos-valores en nominativos, a la orden y al portador, según cómo figure designado su titular en el documento, se pretenda, cuando aparecen las “anotaciones en cuenta”, trasladar a las mismas tal clasificación. Mas el intento carece de

viabilidad, en primer lugar porque dicha distinción lo es de “títulos-valores”⁽⁹⁾, no de “valores”, ni de formas de “representación” de derechos. Pero además, no es factible plantear la alternativa de “nominatividad” o “anonimato” de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, en razón del sistema establecido por el ordenamiento jurídico español para la constitución, transmisión y demás modificaciones relativas a dichos valores, cual es el “registro contable”. En este “registro” necesariamente constarán los titulares de cada uno de los valores anotados en el mismo, ya con sus datos identificadores convencionales —nombre y apellidos si se trata de una persona física, denominación en el caso de una persona jurídica— ya por medio de una clave; es más, en realidad el “registro contable” lo es de titulares de los “valores”, pues éstos no existen mientras no tiene lugar su suscripción y consiguiente asunción por el suscriptor de las obligaciones inherentes a los “valores” de que se trate. Al consistir los “valores” en un bien —inmaterial en este caso— que es apropiable en cuanto que resulta apetecible su adquisición, porque tienen valor, entendido este término en el sentido de presentar algún interés para el hombre que vive en sociedad, únicamente concurrirá en los “valores” tal cualidad una vez que se llenen de contenido económico. Y esto sucede al nacer, mediante la suscripción. Luego, sólo cuando han nacido pueden ser “inscritos” los “valores” en el “registro contable”.

Una manifestación de lo que acabo de exponer la encontramos en el párrafo segundo del artículo 8 LMV. Si “*los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta*” tienen “*derecho a que se practiquen a su favor... las correspondientes inscripciones*”, y esa es la “*primera inscripción*” —tal como resulta del rótulo del artículo 11 del R.D. 116/92, cuyo texto coincide con el del párrafo primero del citado artículo 8 LMV— en dicha “*inscripción*” primera —“*inscripciones*”, pues— figuran los “valores” a nombre de sus respectivos suscriptores, tal como resulta de lo dispuesto por los artículos 36.1 y 49.1 del R.D. 116/92: “*Primera inscripción....—1. La inscripción en favor de los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta se practicará...*”, debiendo constar el consentimiento o la orden de dichos suscriptores. Y asimismo las posteriores “*inscripciones*” lo son de transmisiones de los “valores”, efectuadas dichas “*inscripciones*” a favor de los adquirentes (artículo 9, párrafo primero LMV), o de los titulares de los derechos reales limitados u otros gravámenes que se constituyan sobre los “valores” (artículo 10, párrafo primero LMV). Con referencia concreta a la constitución de “*prendas sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios y represen-*

(9) En similares términos se expresa Recalde (RECALDE CASTELLS, A.: “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, RDBB, 50, 1993, p. 366).

tados por medio de anotaciones en cuenta”, como garantía de las obligaciones que señala el apartado 1 de la disposición adicional sexta de la Ley 37/1998, prevé en su apartado 2 la constitución de dicha prenda “mediante documento privado” con constancia del consentimiento “del que aparezca como titular” en el registro contable o “mediante manifestación unilateral” de ese mismo titular. Lo expuesto se complementa con la expresa mención de “la persona que aparezca... *en los asientos del registro contable*”, que “se presumirá titular legítimo” de los correspondientes “valores” (artículo 11, párrafo primero LMV), de que en los “certificados de legitimación” expedidos por la entidad encargada del “registro contable” “*constará la identidad del titular de los valores...*” (artículos 19.1 y 18.1 del R.D. 116/92), y con la obligación impuesta a las susodichas entidades por el artículo 28 de este R.D., de conservación de información durante cinco años, referida precisamente a la “*que permita reconstruir los asientos practicados a nombre de cada titular*”.

Por otra parte, al ocuparse el R.D. 116/92 de la “llevarza del registro contable” de valores no negociados en mercados secundarios oficiales dispone que dicho registro “*reflejará, en todo momento, el saldo de los pertenecientes a cada titular*” (artículo 47.1), y si se trata de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales “las Entidades adheridas... abonarán los valores en las cuentas de los transmitentes”, y las “que hayan puesto a disposición... los valores vendidos harán el correspondiente adeudo en las cuentas de los transmitentes” (artículo 37.2 R.D. 116/92); así como que “en los registros contables a cargo de las entidades adheridas se llevarán... las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenezcan” (artículo 31.2 R.D. 116/92). Según el párrafo primero del artículo 9 LMV “*la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable*” y “*la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos*”⁽¹⁰⁾. Luego, al tratarse de un registro “contable”, se lleva por cuentas, cuentas personales —una para cada titular de los valores—, si bien además se da un tratamiento unitario a los valores integrantes de cada emisión, atribuido a una única entidad (artículo 7, párrafo primero LMV), porque así puede compro-

(10) La Ley 37/1998 modifica el artículo 36.7 LMV e introduce la novedad de regular el préstamo de valores negociados en un mercado secundario, operación que, a la vista del texto del apartado d) del citado precepto —“*la operación de préstamo será registrada o anotada en la correspondiente cuenta de valores de la entidad encargada de la administración o depósito de los valores...*”— da la impresión que excluye a los valores representados mediante anotaciones en cuenta de la posibilidad de ser objeto del mencionado contrato de préstamo, pues no menciona a la entidad encargada del “registro contable”, exclusión, aparente al menos, que considero carente de fundamento, pues nada impide el control de la entrega y devolución de los valores prestados, si éstos son de los representados de dicha manera.

bar que la suma de los saldos de la cuenta de cada titular coincide con el número total de valores integrados en cada emisión, como les exige a dichas entidades el artículo 48.1 del R.D. 116/92. Se trata, pues, de un registro de titulares de los valores, una cuenta para cada titular, con sus correspondientes “debe” y “haber” en los que se anotan los valores que entran y salen —sólo los de una misma emisión— con determinación del saldo en cada momento ⁽¹¹⁾.

Por consiguiente, afirmaciones como la de URÍA cuando expresa que el sistema de anotaciones en cuenta “puede ser aplicable tanto a acciones *al portador* como *nominativas*” ⁽¹²⁾ no tienen encaje en dicho sistema, por la propia naturaleza de éste ⁽¹³⁾.

2. Fungibilidad del valor anotado en cuenta e individualización de su titular

Mediante la “anotación en cuenta” el “valor” pierde su individualidad convirtiéndose en un bien fungible (“*los valores representados por medio de anotaciones en cuenta... tienen carácter fungible*”: artículo 17.1, primer inciso R.D. 116/92). Ya no se es titular de las acciones números del x al y (“*el titular... lo será de una cantidad determinada de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores*”: artículo 17.1, segundo inciso). Pero en cambio siempre y en todo caso se sabe quién es el titular de cada una de las acciones en que está dividido el capital social de una sociedad anónima —o de cualquier otro “valor” representado mediante “anotaciones en cuenta”—. El socio *A* es titular de quinientas acciones, el socio *B* de dos mil acciones, etc., siendo *A* y *B* personas distintas perfectamente identificadas en todo momento (“*quien aparezca como titular en el registro contable...*”: artículo 17.1 segundo inciso). Pero no son acciones nominativas —ni “valores” nominativos— pues no apare-

⁽¹¹⁾ Carece de fundamento, por tanto, la discusión doctrinal, e incluso el mero planteamiento, de si el registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta sigue el sistema del *folio real*, propio del Registro de la Propiedad —registro jurídico de **bienes**—, por cuanto se trata de un “registro contable”, en el que no se “registran” —anotan— bienes. (Sobre dicha discusión vid. por todos, MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: “Valores...”, cit., p. 83.)

⁽¹²⁾ URÍA, R.: *Derecho Mercantil*, 25ª ed., Madrid, 1998, p. 264.

⁽¹³⁾ Expresa a este respecto Cachón Blanco que la distinción acciones nominativas-acciones al portador “no tiene sentido en el caso de anotaciones en cuenta, pues éstas siempre son nominativas al identificar a un titular determinado” (CACHÓN BLANCO, J.E.: *Derecho del Mercado de Valores*, Tomo I, Madrid, 1992, p. 165). Ahora bien, si es cierto que con la anotación en cuenta siempre resulta identificado el titular de los valores así representados, ello no acarrea ni justifica el que a la anotación en cuenta se la considere “nominativa”, terminología ésta propia y específica del documento título-valor.

ce el nombre de su titular en cada uno. Como tampoco pueden ser al portador, porque, en función de la *fungibilidad* inherente a las anotaciones en cuenta necesariamente ha de constar el nombre del socio —titular de las acciones— en el “registro contable”, que es donde se realiza la “anotación”, donde se “materializa” esa forma de “representación”. Las “acciones” —o cualquier otro de los “valores” relacionados en el apartado 1 del artículo 2 del R.D. 291/1992, de 27 de marzo— “representadas” por “anotaciones en cuenta”, son un bien inmaterial sin que, a diferencia de lo que ocurre cuando se documentan en el título, presenten los tres aspectos señalados por RENAUD ⁽¹⁴⁾, y que se han venido distinguiendo desde entonces, tal como los recogió PIC en su gráfica definición de la “acción” ⁽¹⁵⁾, uno de cuyos aspectos consiste precisamente en la “acción como título”, documento que permite escribir en cada uno de ellos, entre otros datos, el nombre de su “propietario” —o, en su caso, la expresión “al portador”—. Los “valores”, “valores negociables”, a los que se refiere la actual legislación española reguladora del mercado de valores, no son una figura ni un concepto nuevos. Lo nuevo es la “anotación en cuenta” como forma de exteriorizarlos de manera sensible.

Al disponer el artículo 8 de la LMV y el 11 del R.D. 116/92, que “*los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable*”, con el pronombre “tales” se están refiriendo a “anotaciones en cuenta”, no a “valores”, sin que por tanto, y frente a una interpretación doctrinal que parece tener cierto predicamento ⁽¹⁶⁾, la inscripción en el registro contable tenga el carácter de “acto constitutivo de los valores anotados” ⁽¹⁷⁾, por cuanto, como he indicado, no existe un tipo o clase de “valores” de nuevo cuño, denominado “valores anotados”, con una naturaleza o características propias. Sólo la “anotación contable” como forma de “materialización” tiene el carácter de novedad. Al igual que se inscribe en el “registro contable” la “transmisión” de dichos “valores” (artículo 9, párrafo primero, segundo inciso, LMV), o “la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre” tales valores (artículo 10 LMV), sin que dicha constitución, ni el negocio jurídico traslativo, tengan lugar con la inscripción —que consiste en una anotación conta-

(14) RENAUD: *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Leipzig, 1875, p. 90.

(15) PIC: *Les sociétés commerciales*, 2ª ed., T. II, p. 26, núm. 704: “parte social representada por un título transmisible y negociable en el cual se materializa el derecho del socio”.

(16) MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.: *Valores...*, cit., págs. 173 y s.

(17) La cuestión, no obstante, es discutida en el ámbito doctrinal. Puede verse un resumen de las distintas posturas —sin que el autor exprese la suya— en RAMOS GASCÓN, F.J.: *Régimen jurídico de los valores*, Madrid, 1997, págs. 489 y s.

ble— como tampoco la “inscripción” en la cuenta de la adquisición “originaria” —por suscripción— de los “valores” (artículo 8, párrafo segundo, LMV) tenga el carácter de acto constitutivo de la titularidad de tales “valores” por parte del suscriptor de los mismos.

VI. EL “REGISTRO CONTABLE”

1. Delimitación

Los artículos 30.1 y 45.1 del R.D. 116/92 disponen: “*la llevanza del registro contable de valores... corresponderá*” a las entidades que, respectivamente, mencionan, según se trate de “valores” admitidos o no a negociación en Bolsa o mercados secundarios oficiales. Luego, el “registro contable” no es un organismo, o una entidad con o sin personalidad jurídica, como tampoco presenta los tres aspectos desde los que la doctrina examina el Registro de la Propiedad Inmobiliaria: “oficina”, “conjunto de libros”, “institución jurídica de publicidad” (18). El “registro contable” es el modo de anotar los “valores” representados mediante “anotaciones en cuenta”; esto es, las anotaciones se “formalizan” en una cuenta.

2. Entidades encargadas del registro contable

Por consiguiente, es necesario no confundir la cuenta —el “registro contable”— con quien lleva esa cuenta. Según la LMV la cuenta es llevada o de ella se encarga (“*llevanza del registro contable*”: artículo 7, párrafo primero; “*entidad... encargada del registro contable*”: artículo 6, párrafo tercero) alguna de las entidades que menciona, distinguiendo según se trate de “valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales” —los enumerados en el artículo 31.2 LMV redactado por Ley 37/1998— [en este caso dicha Ley amplía la libertad de elección de la entidad emisora, que puede optar no sólo por las “empresas de servicios de inversión” que sean sociedades o agencias de valores, sino también por una entidad de crédito, como expresa el nuevo texto del párrafo segundo del artículo 7, en relación con los artículos 62.1, 64.1 y 4, 63.2.a) y 65.1, todos redactados por la Ley 37/1998]. Y para los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores —uno de los “mercados secundarios oficiales”— el registro ha de llevarlo necesariamente el “Servicio de Compensación y Liquidación de Valores” (artículo 7, párrafo tercero LMV, no modificado). Como se ve, pues, en ambos supuestos —“valores” admitidos a negocia-

(18) ROCA SASTRE, R.M^º: *Derecho hipotecario*, T. I, *Registro de la propiedad*, 5ª ed., Barcelona, 1954, p. 16; SANZ FERNÁNDEZ, A.: *Instituciones de Derecho hipotecario*, T. I, Madrid, 1947, págs. 31 a 34; DE CASSO ROMERO, I.: *Derecho hipotecario o del Registro de la propiedad*, 4ª ed., Madrid, 1951, p. 12.

ción en Bolsa, y “valores” no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales— son varias y de distinta naturaleza las entidades que pueden llevar dicho registro; predominantemente privadas en forma de sociedad anónima aunque de diversas características. Mas, por lo que se refiere a los admitidos a negociación en Bolsa, o “respecto de los que esté solicitada o vaya a solicitarse dicha admisión” (art. 30.2 del R.D. 116/92), según la Ley corresponde “*necesariamente*” (art. 7º, párrafo tercero) al indicado “Servicio” la llevanza del “registro contable”, bien “*en exclusiva o, si así se establece, de modo conjunto con sus entidades adheridas*”, y sólo en este último caso con el carácter de Registro Central (artículo 7, párrafo tercero, citado). Mas, una disposición reglamentaria (el R.D. 116/92, apartado 1 del artículo 30 citado) modifica la Ley —lo cual es inconstitucional y legalmente inadmisibles por vulnerar el principio de jerarquía normativa: art. 9.3 de la Constitución, art. 1.2 del Código civil, art. 6 de la Ley Orgánica del Poder Judicial y artículo 25, c) de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre— y confiere la función de llevanza del referido registro tanto al Servicio como a las entidades adheridas, con la atribución en todo caso al Servicio del carácter de Registro Central: “*La llevanza del registro contable... corresponderá al Servicio..., a cuyo cargo estará el Registro Central y a las Entidades adheridas al mismo*”, dispone el citado artículo 30.1. Las Entidades adheridas “*llevarán... las cuentas correspondientes a cada titular*” de “*cada valor*” (artículo 31.2 del R.D. 116/92), en tanto que el Registro Central se llevará para cada Entidad adherida (artículo 31.1).

En el caso de “valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios oficiales” distintos de las Bolsas de Valores y del mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta [los previstos en el artículo 31.2.c) y d) de la LMV, según Ley 37/1998] dispone el párrafo cuarto del artículo 7 LMV redactado por Ley 37/1998 que “la llevanza del registro corresponderá al organismo o entidad, incluido el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que reglamentariamente se determine”; y de acuerdo con el mismo precepto, para los “valores admitidos a negociación en el mercado de Deuda Pública de Anotaciones, la llevanza del registro corresponderá a la Central de Anotaciones, como Registro Central, y a las Entidades Gestoras”.

El “Servicio de Compensación y Liquidación de Valores” es una sociedad anónima (artículo 54, párrafo primero LMV) de la que son accionistas las Sociedades Rectoras de las Bolsas y las entidades adheridas a la misma, excepto el Banco de España (modificación de dicho precepto llevada a cabo por el artículo 19 del Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, B.O.E. del 18) y las dos salvedades señaladas en el artículo 69.2 del citado R.D. 116/92. El párrafo sexto del artículo 54 LMV, según la Ley 37/1998, prevé la existencia de “entidades adheridas” a dicho “Servicio” —frente al texto originario que remitía al Gobierno la posibilidad de prever tales “entidades adheridas”— en tanto que limita las facultades del Gobierno al establecimiento del régimen jurídico de las referidas

“entidades adheridas”. Sin embargo, la regulación reglamentaria actual sigue siendo la contenida en el citado R.D. 116/92 (artículos 76 al 79), que distingue entre las que tienen dicha condición con carácter nato —“Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa que sean miembros de una o varias Bolsas de Valores”: artículo 76.1— y las que pueden adquirir la condición de entidades adheridas si así lo desean (siempre que además reúnan los requisitos exigidos para ello) —artículos 76.2, 78 y 77—, predominantemente entidades de crédito, privadas [artículo 76. 2.a)]; y también el Banco de España —“entidad de Derecho público”, aunque “sometido al ordenamiento jurídico-privado”: artículo 1º.1 y 2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, modificada por la Ley 12/1998, de 28 de abril— si así lo desea, manifestándole a dicho Servicio y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores su intención de acceder a la indicada condición [apartado 3 del artículo 76 y apartado 3 del artículo 78 del R.D. 116/92, introducidos por el R.D. 2590/98 (artículo 19.2 y 4)]. Pero según el artículo 37.1 LMV, texto introducido por la Ley 37/1998, pueden ser miembros de los mercados secundarios de valores —y éstos ya no son sólo las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, y los otros que se pudieran crear con base en el primitivo texto del artículo 59 LMV, según su artículo 31, sino además los mencionados en los apartados c) y d) del nuevo artículo 31.2 según Ley 37/1998— los que relaciona en el artículo 37.2, redactado por Ley 37/1998, que incluye entre otras empresas a “las entidades de crédito españolas” apartado b)— lo cual permite considerar que no siguen vigentes, respecto a estas entidades de crédito, los citados preceptos del R.D. 116/92; sin embargo, nada se dice al respecto en el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, que modifica, entre otros, el R.D. 116/92 (artículos del 13 al 19 del R.D. 2590/98, cuyo preámbulo, por otra parte, no realiza referencia alguna a la Ley 37/1998 como uno de los motivos determinantes de las reformas reglamentarias que efectúa).

Por otra parte, “cuando se trate de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales” la entidad encargada de la llevanza del registro contable, “*libremente designada por la emisora*” (artículo 7, párrafo segundo, LMV, redactado por la Ley 37/1998) puede ser sustituida por otra, transfiriéndole dicho registro contable (artículo 46.1 del R.D. 116/92)⁽¹⁹⁾. Y cuando sea declarada judicialmente la quiebra o admitida a trámite la solicitud de suspensión de pagos de una entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación

(19) Con base en la disposición derogatoria única de la Ley 37/1998, que declara derogadas “cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan” a la misma, es necesario realizar un examen pormenorizado de cada uno de los reglamentos de desarrollo de la LMV de 1988, particularmente, y por lo que se refiere a la materia objeto del presente trabajo —valores representados mediante anotaciones en cuenta—, labor difícil, minuciosa y extensa que no es posible realizar aquí.

ción de Valores —texto del párrafo noveno del artículo 54 LMV, añadido por Ley 37/1998— tanto la Comisión Nacional del Mercado de Valores como los titulares de los valores anotados en el registro contable de la correspondiente entidad adherida, podrán respectivamente disponer y solicitar el traslado de dichos valores a otra entidad.

Pues bien, tanto la variedad de registros contables de valores representados mediante anotaciones en cuenta según la clase de éstos, como asimismo las indicadas posibilidades de sustitución de la entidad que lo llevan, considero que genera una grave inseguridad para los terceros y para el tráfico en general de tales valores, de ahí que propugne la refundición de los “registros contables” en uno sólo en evitación, además, de los problemas que acarrea el tener que cambiar de “registro contable” cuando unos valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales es posteriormente admitido, o a la inversa, supuestos ambos en los que igualmente se genera inseguridad.

Finalmente, ante la posibilidad de la llevanza de dicho “registro” por entidades de crédito, lo cual comporta la celebración de un contrato —modalidad de contrato bancario— para encomendar tal actividad a una de estas entidades, como analizaré más adelante, resulta dudosa la viabilidad de ese cambio en estos casos, pues ello comportaría la resolución unilateral del contrato en cuestión, no justificable salvo si sobreviniera alguna circunstancia que quebrara la confianza depositada en la entidad de crédito de que se trate.

3. La no aplicación al registro contable de los principios registrales inmobiliarios

En el “registro contable” se anotarán los “valores representados por medio de anotaciones en cuenta” (artículo 8 LMV), la transmisión de los mismos, que “tendrá lugar por transferencia contable” (artículo 9) en coherencia precisamente con ese modo de representación, y “la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores” así representados (artículo 10).

El hecho de que según el artículo 16.1 del R.D. 116/92, “*los registros contables de valores anotados en cuenta se regirán por los principios de prioridad de inscripción y de tracto sucesivo*”, el que el artículo 11 LMV y el 15 de este R.D. dispongan que “*la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo...*”, así como la referencia a “*persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos*” (artículo 9, párrafo tercero, LMV), y la utilización del término “*inscripción*” para designar a las distintas anotaciones que se efectúan en dicho registro, constituyen sin duda el fundamento —inconsistente— que lleva a la doctrina a atribuir al “registro contable” una naturaleza similar al Registro

de la Propiedad Inmobiliaria, con aplicación a aquél de los llamados “principios registrales”⁽²⁰⁾, planteándose, por otra parte, la operatividad en dicho registro del principio de publicidad, en su doble vertiente, material —fe pública registral o de exactitud del registro frente a terceros— y formal —el registro es público, al menos para quienes tengan interés legítimo en conocer los datos que en él figuran— decantándose en favor de la material, y con serias dudas respecto a la formal⁽²¹⁾.

Pues bien, si tenemos en cuenta que el Registro de la Propiedad Inmobiliaria es, en el aspecto que aquí importa, una “institución jurídica que tiene por objeto la inscripción...” o, como expresa ROCA SASTRE, la “registración”⁽²²⁾, resulta evidente la inadecuación del “registro contable” a dicha institución, pues éste no consiste en “una institución jurídica”, ni tiene por objeto una “registración”, sino que es la “registración”, de la cual —de la “registración”, de la “anotación contable”— se encarga la entidad —entre las previstas por la LMV— que elija la emisora de los “valores”.

Por consiguiente, no rigen para el “registro contable” los llamados “principios registrales”, tal como operan en el Registro de la Propiedad, y en el Mercantil, pese a la expresa utilización del nombre de dos de ellos —prioridad y tracto sucesivo: artículo 16 del R.D. 116/92⁽²³⁾— así como a la referencia a los de “legitimación” (artículos 9, párrafo tercero, y 11, párrafo primero LMV), y de fe pública registral (artículo 9, párrafo tercero LMV).

(20) Sobre la no posibilidad de “traslación al sistema de anotaciones en cuenta de los principios propios del derecho registral inmobiliario” se pronuncia Pascual de Miguel (Alfonso PASCUAL DE MIGUEL: “Prenda sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta”, en *Garantías reales mobiliarias*, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1998, pág. 30. Ver también DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A.: “Acciones...” cit., p. 1657.

(21) Puede verse un resumen de las posturas doctrinales sobre este punto en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A: *Valores...* cit., págs. 86 a 90.

(22) ROCA SASTRE, R.M^º: *Derecho...* cit., T. I cit., págs. 16 y s.

(23) Dice a este respecto Recalde que “los principios de prioridad de inscripción y de tracto sucesivo... parecen difícilmente compatibles con el carácter fungible de los valores” (RECALDE CASTELLS, A.: “La desmaterialización de los valores privados en España. (El sistema de anotaciones en cuenta)”, en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, Tomo III, Valencia, 1995, p. 3102. Mas, no es por ese motivo —carácter fungible de los valores representados mediante anotaciones en cuenta— por lo que no resultan aplicables dichos principios registrales al “registro contable”, que no lo es fundamentalmente de los “valores”, sino de los titulares de éstos, sino por las razones que expongo en el texto.

A) Prioridad y tracto sucesivo

En cuanto a los dos primeros —“prioridad” y “tracto sucesivo”— de un lado no son definidores ni exclusivos de los registros-institución jurídica, y de otra parte no encuentran el mismo fundamento, ni tienen idéntico carácter, en el “registro contable” y en el Registro de la Propiedad o en el Mercantil. Mientras en el “registro contable” se llevan a cabo asientos o apuntes de esta naturaleza —abonos y cargos, con el saldo resultante en cada momento: artículos 31.2, 47 y 48 del R.D. 116/92— relativos a “valores”, como modo de exteriorización sensible de los mismos, en el Registro de la Propiedad se “registran” actos jurídicos referentes a derechos relativos a ciertos bienes —los inmuebles— para “proporcionar plena *seguridad jurídica en el tráfico inmobiliario*” (24).

Por tal razón, el principio de prioridad del Registro de la Propiedad se manifiesta con la expresión —que a su vez es el lema de los Registradores de la Propiedad— *prior tempore, potior iure*, efecto éste de ser “el primero en el derecho” que no lo produce el principio de prioridad del “registro contable”, cuya única finalidad es la del mantenimiento de un orden cronológico en los asientos contables (artículo 16.2 del R.D. 116/92), para lo cual la entidad encargada de este registro “*llevará un libro o fichero informático de inscripciones, en el que anotará diariamente, por orden cronológico, referencia suficiente de todas y cada una de las practicadas...*” (artículo 24 del R.D. 116/92).

Y por lo que respecta al principio del tracto sucesivo, su aspecto esencial es coincidente en uno y otro “registro” —“de la Propiedad Inmobiliaria”, y “contable”—. Consiste en mantener un ordenado encadenamiento de los sucesivos “titulares” de los derechos, o de los “valores”, “registrados” (artículos 20, párrafo primero, de la Ley hipotecaria, y 16.3 del R.D. 116/92, respectivamente), dado “su carácter de principio *formal* o meramente registral” (25), común a cualquier clase de “registro”. Sin embargo, en el “registro contable” no tiene incidencia jurídica alguna, a diferencia de lo que ocurre en el Registro de la Propiedad, de ahí que la legislación hipotecaria prevea y regule la reanudación del tracto sucesivo [artículos 40.a) y 200 de la Ley; y artículo 285 del Reglamento en cuanto al procedimiento], en tanto que respecto del “registro contable” el citado precepto se limita a mencionar y definir dicho principio.

B) Fe pública y legitimación. Inexistencia de la “calificación” registral

Pese a la conclusión que pudiera extraerse de una interpretación literal de los artículos 9, párrafo tercero, y 11 LMV, en el sentido de que en el “registro

(24) ROCA SASTRE, R.M^º: *Derecho...* cit., T. I, p. 18.

(25) ROCA SASTRE, R.M^º: *Derecho...* cit., Tomo I, p. 797.

contable” operan la *fe pública registral* (publicidad material), y la *legitimación* ⁽²⁶⁾, la realidad es que tampoco estos principios registrales propios del Registro de la Propiedad —y del Mercantil— rigen en el “registro contable”.

Las distintas naturaleza y función de uno y otro “registro”, no obstante la coincidencia del sustantivo con el que se les designa, constituyen el fundamento de la inaplicación al “registro contable” de los mencionados “principios registrales” propios del Registro de la Propiedad que hincan sus raíces en el de legalidad o legitimidad, el cual es “consecuencia directa del extraordinario valor concedido a la inscripción de los títulos en el Registro, especialmente a través de la legitimación y la fe pública registral” ⁽²⁷⁾. Si, como expresa ROCA SASTRE, “el principio de legitimación registral, al igual que el de fe pública” derivan “del principio de exactitud del Registro” ⁽²⁸⁾, pues el principio de *fe pública*, junto con el de *legitimación registral*, “constituyen las dos manifestaciones del superior *principio de presunción de exactitud del Registro*” ⁽²⁹⁾, “en un sistema en que los asientos registrales se presumen exactos... es lógica la existencia de un previo trámite depurador de la titulación presentada al registro”. Y este “trámite depurador”, que “constituye el medio o instrumento para hacer efectivo el principio de legalidad” consiste en “la *calificación* de los títulos presentados a inscripción” ⁽³⁰⁾, realizada por el Registrador. Esta función calificadora, de examen de “*la legalidad de los documentos... en cuya virtud se solicita la inscripción*”, impuesta a los Registradores por el artículo 18 de la Ley hipotecaria “para comprobar si reúnen todos los requisitos exigidos por las leyes para su validez e inscribibilidad” ⁽³¹⁾, función cuya “importancia... se pone de relieve teniendo en cuenta que ella constituye la base del *principio de legalidad*, uno de los fundamentales...” del sistema registral inmobiliario español ⁽³²⁾, es la que justifica y cimenta la existencia y efectos de los referidos “principios registrales”. Luego, al no llevarse a cabo una actividad similar cuando se pretende realizar una anotación en el “registro contable”, entre otros motivos porque de éste no se encarga un profesional con esa específica función,

⁽²⁶⁾ Así lo entiende Martínez-Echevarría, entre otros (MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores...* cit., págs. 86 y s.

⁽²⁷⁾ SANZ FERNÁNDEZ, A.: *Instituciones...* cit., T. II, Madrid, 1955, p. 146.

⁽²⁸⁾ ROCA SASTRE, R.M^º: *Derecho...* cit., Tomo I, cit., p. 236.

⁽²⁹⁾ ROCA SASTRE, R.M^º: *Derecho...*, cit., Tomo I, cit., págs. 219 y 394.

⁽³⁰⁾ ROCA SASTRE, R.M^º: *Derecho...*, cit., T. II, *Registro de la Propiedad*, 5ª ed., Barcelona, 1954, p. 5.

⁽³¹⁾ SANZ FERNÁNDEZ, A.: *Instituciones...*, cit., T. II, cit., p. 148.

⁽³²⁾ ROCA SASTRE, R.M^º: *Derecho...*, cit. T. II., cit., p. 12.

dotado de la necesaria capacidad técnica para ello, en manera alguna pueden operar en el “registro contable” tales principios⁽³³⁾.

Las inscripciones en el registro contable de transmisiones de valores o de constitución de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre dichos valores representados por medio de anotaciones en cuenta “*se practicarán por las entidades encargadas en cuanto se presente documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de Valores, acreditativo del acto o contrato...*”, o “*en cuanto tenga constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción*” (artículos 50.1 y 2, y 51.1 R.D. 116/92), salvo “*que a la entidad le conste que no existe título verdadero, válido y bastante para producir la transmisión...*” (artículo 50.2, último inciso). No sólo no se efectúa por la entidad encargada del registro contable un examen de la legalidad del documento en que conste la transmisión o la constitución del derecho real, sino que incluso deberá inscribir desde que, por cualquier medio, tenga constancia de tales actos, deber del que queda liberada únicamente si le consta alguna de las indicadas irregularidades respecto al título de transmisión o de constitución del derecho real, pero no basada en una previa valoración jurídica del mismo, de ahí que deba probar en qué fundamenta esa constancia que la lleva a denegar la inscripción. Concretamente en el caso de prenda sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios representados por medio de anotaciones en cuenta, constituidas en garantía del cumplimiento de obligaciones contraídas en el ámbito de estos mercados, materia regulada por primera vez por la Ley 37/1998 en su disposición adicional sexta, garantía que podrá constituirse, además de mediante póliza intervenida por corredor de comercio o escritura pública, “mediante documento privado” o “mediante manifestación unilateral del que aparezca como titular en el registro contable, incluso realizada por medios telemáticos”, la entidad encargada de la llevanza de dicho registro efectuará la inscripción desde que tenga constancia del consentimiento

(33) No es ésta la opinión doctrinal mayoritaria, que considera —así lo expresa ZUNZUNEGUI, con referencia también a otros autores— que “el valor anotado constituye un sistema... inspirado en principios registrales”, algunos de los cuales “recogen, con matices particulares, los principios del derecho hipotecario, como el de legitimación, de fe pública, de prioridad o de tracto sucesivo”, y aunque “no se menciona expresamente la vigencia del principio de legalidad” —añade— sin embargo, del texto del segundo inciso del artículo 50.2 del R.D. 116/92 —en el caso de “que a la Entidad le conste que no existe título verdadero, válido y bastante para producir la transmisión... no se practicará la inscripción”— se desprende que la entidad encargada del registro “valora y decide sobre la inscripción”, si bien admite, por otra parte, que no se lleva a cabo una función calificadora similar a la efectuada por los Registradores de la Propiedad (ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico”, RDBB, 56, 1994, págs. 833 y 841-844.)

to del que aparezca como titular en tal registro “y de la entidad a cuyo favor se constituya la prenda”, aceptación que en el segundo de los supuestos reseñados “se entenderá producida... desde que se comuniqué” la indicada manifestación de voluntad a la mencionada entidad, sin exigírsele a ésta examen alguno de la legalidad del documento privado o de la comunicación.

C) La “legitimación” del registro contable

Por consiguiente, lo dispuesto por el párrafo tercero del artículo 9 LMV —“*El tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de personas que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeta a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave*”—y por el artículo 11, párrafo primero de la misma Ley —“*La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta*”—no consiste en el reconocimiento o manifestación de los principios registrales de fe pública (o publicidad material), y de legitimación.

Dichos preceptos se limitan a trasladar a la anotación en cuenta como modo de representación de los “valores”, el sistema que rige para la representación documental: artículo 545 del Código de comercio, al disponer que “*no estará sujeto a reivindicación el título cuya posesión se adquiera por tercero de buena fe y sin culpa grave*”, y artículo 56.2 de la Ley de sociedades anónimas, para las acciones nominativas, al remitirse al artículo 19 de la Ley cambiaria y del cheque: “*El tenedor... se considerará portador legítimo... cuando justifique su derecho por una serie no interrumpida de endosos*” y “*cuando una persona sea desposeída... por cualquier causa que fuere, el nuevo tenedor que justifique su derecho en la forma indicada... no estará obligado a devolver*” el título, si lo adquirió “*de buena fe*”⁽³⁴⁾.

Se trata, pues, de una nueva versión de “*la legitimación por la posesión*”, de “*la eficacia legitimadora... una de las características más destacadas de los documentos a los que nuestra doctrina mayoritaria reserva la calificación de*

(34) En esta misma línea parece orientarse Recalde (RECALDE CASTELLS, A.: “La desmaterialización...”, cit., págs. 3105 y ss.

títulos-valores”⁽³⁵⁾; esto es, la forma de obtener la legitimación los titulares de “valores” anotados en cuenta. En conclusión, la función que cumplían los títulos-valores la desempeñan ahora las anotaciones contables⁽³⁶⁾.

Estas anotaciones las realiza la entidad que lleva el “registro contable”, actividad para cuyo desarrollo se vincula con la emisora de los valores mediante un contrato. Tal criterio ya sostenido por mí vigente el texto de 1988 LMV, cabía no obstante ser puesto en tela de juicio a la vista del párrafo segundo del artículo 7 de dicha Ley de 1988, en cuanto que, si bien permitía a las emisoras “de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales” designar libremente la entidad encargada del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, limitaba dicha libertad de elección que sólo podía recaer sobre Sociedades o Agencias de Valores. Sin embargo, tal limitación no excluía sin más la naturaleza contractual de la relación entre la emisora de los “valores” y la entidad elegida⁽³⁷⁾. Pues bien, con la modificación de dicho precepto (artículo 7, párrafo segundo) introducida con la Ley 37/1998 respecto a la libertad de designación de la entidad encargada del “registro contable” [*“entre las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas para realizar la actividad prevista en la letra a) del número 2 del artículo 63”*] adquiere plena vigencia el indicado criterio, ya sustentado por TAPIA HERMIDA con base en los textos previstos para el citado precepto (párrafo segundo del artículo 7), y para los artículos 63.2.a) y 65.1, en el proyecto de reforma de la LMV (BOCG, serie A, núm. 29-1, de 12 de febrero de 1997)⁽³⁸⁾, coincidentes con los de la Ley 37/1998 (art. 65.1: *“Las entidades de crédito, aunque no sean empresas de servicios de inversión según esta Ley, podrán realizar habitualmente todas las actividades previstas en su artículo 63...”*; art. 63.2.a): *“Se consideran actividades complementarias... la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta”*; y son empresas de servicios de inversión *“aquellas entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión...”*,

(35) DE EIZAGUIRRE, J.M^a: “La opción por el concepto amplio de título-valor”, en RDBB, 57, (1995), p. 14.

(36) HUECK, A. y CANARIS, C-W.: *Derecho de los títulos-valor*. (“Recht der Wertpapiere”, traducción de Jesús Alfaro), Barcelona, 1988, p. 21.

(37) De contrato de mandato que reúne las notas exigidas por el artículo 244 del Código de comercio para el de comisión, lo calificaba Zunzunegui (ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: “El valor anotado...”, cit., p. 845.

(38) TAPIA HERMIDA, A.J.: “Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores”, en la obra colectiva, dirigida por Ubaldo Nieto, *Contratos bancarios y parabancarios*, Valladolid, 1998, págs. 1032 y s.

empresas que realizarán esos servicios “y las actividades complementarias previstas en el artículo siguiente”: artículo 62.1 y 2 LMV, según Ley 37/1998). Por consiguiente, como quiera que las entidades de crédito pueden llevar “el registro contable”, la designación de una de ellas por la emisora de tales valores para la llevanza de dicho registro exige la celebración de un contrato —contrato bancario, al menos en sentido amplio—⁽³⁹⁾, que TAPIA HERMIDA se inclina por considerarlo de comisión mercantil, aunque no descarta el incluirlo en el tipo de los arrendamientos de servicios, y si se trata de llevanza de “registro contable” de valores cotizados sugiere una figura contractual compleja constitutiva de negocios jurídicos coordinados de custodia y gestión”⁽⁴⁰⁾.

D) La publicidad formal

Tampoco opera en el “registro contable” la publicidad formal, sin que ello suponga un vacío, frente a lo afirmado por MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA⁽⁴¹⁾. De un lado, por la ausencia del principio de publicidad material que, de existir en el “registro contable”, justificaría y exigiría el de publicidad formal, y de otro lado, porque el mero cambio de sistema de representación de los valores sustituyendo los títulos —el papel— por la anotación en cuenta, no tiene por qué, ni puede llevar consigo, dar publicidad a los titulares de los derechos sobre dichos valores, frente al anonimato respecto a terceros de los titulares de los derechos sobre los títulos-valores, incluso cuando éstos son nominativos.

La ausencia de publicidad formal en el registro contable justifica el que, en caso de existencia de derechos reales limitados o de otros gravámenes sobre valores anotados en cuenta, la entidad encargada del mismo deba notificar “*al usufructuario, acreedor pignoraticio o titular del gravamen*” la transmisión de los valores sujetos a alguna de dichas cargas (artículo 50.3 R.D. 116/92)

4. El certificado de legitimación

Por idéntico motivo de no operatividad de la publicidad formal, el “certificado de legitimación” (así lo denomina el R.D. 116/92: sección 4ª del capítulo I del Título I, y artículo 18), previsto en el artículo 12 LMV puede ser solicitado a

⁽³⁹⁾ Vid. J. Nicolás MARTÍ SÁNCHEZ: “El préstamo bancario de dinero”, en la obra colectiva citada en la nota anterior, p. 388.

⁽⁴⁰⁾ A.J. TAPIA HERMIDA: “Los contratos bancarios...”, cit., p. 1033.

⁽⁴¹⁾ MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A.: *Valores...*, cit., p. 87.

la entidad encargada del registro contable sólo por la persona que figure como titular de valores en dicho registro (artículo 19.1 R.D. 116/92), y su única función es la de, mediante su exhibición, acreditar la legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los correspondientes valores (artículos 12 LMV y 18.1 R.D. 116/92). Dichos certificados no consisten, pues, en la documentación de los valores anotados en cuenta, y no confieren “más derechos que los relativos a la legitimación”, por lo que “serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados” (artículo 12, párrafo segundo LMV, y artículo 20 R.D. 116/92), de ahí que se deba hacer constar en ellos los derechos para cuyo ejercicio se expiden (artículo 18.1, *in fine*, R.D. 116/92) y si se refieren a todos o a una parte de los del titular de que se trate (artículo 18.2 R.D. 116/92) (sólo un certificado para unos mismos títulos y para el ejercicio de los mismos derechos —artículos 12, párrafo tercero LMV y 19.3 R.D. 116/92—). Una vez expedido el certificado, y mientras esté vigente o no sea restituido a la entidad expedidora, los valores a los que se refiera aquél quedan “inmovilizados” en el registro contable (artículo 21.1 R.D. 116/92), inmovilización que consiste en que la entidad encargada del registro no puede “dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones” (artículos 12, párrafo cuarto LMV y 21.1 R.D. 116/92), medidas todas que van dirigidas a evitar que la certificación se convierta en un documento de representación de los valores a los que se refiere, sustituyendo a la anotación contable.

El artículo 12.1 *in fine* R.D. 116/92 contiene una excepción —no prevista en la Ley— a la prohibición de practicar inscripciones en el registro contable mientras los valores se encuentren “inmovilizados”: “*que se trate de transmisiones que deriven de ejecuciones forzosas judiciales o administrativas*”. La excepción no se opone a la finalidad de la inmovilización de los valores, al contrario, incluso encuentra justificación en el origen de la transmisión y en el objeto de la misma. Sin embargo, al venir introducida por una disposición reglamentaria carente de apoyo en una Ley, resulta de dudosa legalidad y, en cualquier caso, inaplicable por los jueces y tribunales civiles, que necesariamente han de ajustarse a lo dispuesto por el artículo 12, párrafo cuarto LMV y, por tanto, no podrán ordenar a la entidad encargada del “registro contable” que inscriba a favor del adjudicatario “valores” respecto a los que se haya expedido el referido certificado.

La legitimación para la transmisión y el ejercicio de los derechos derivados de los valores se llevará a cabo mediante la exhibición de los susodichos certificados “cuando ello se considere necesario” (artículo 18.1 R.D. 116/92). El certificado no opera, pues, como instrumento de publicidad del registro contable, de ahí que no constituya un subterfugio para someter a este registro al

principio de publicidad formal, ni se puede convertir en instrumento con dicho fin. Es exclusivamente el titular de los valores, según los asientos contables, quien decide si es necesario exhibir el certificado y, por tanto, solicitar su expedición.

5. Publicidad de los datos del registro contable

Las características de los “valores” representados por medio de anotaciones en cuenta, así como sus modificaciones, constarán en escritura pública otorgada por la entidad emisora (artículos 6 LMV y 9 del R.D. 116/1992), una copia de la cual estará “a disposición de los titulares y del público interesado en general”, en la propia entidad emisora, en la encargada del registro contable y, en su caso, en los organismos rectores de los mercados secundarios —entidades todas en las que depositará una copia la emisora de los “valores”— (artículos 6 LMV, y 7 y 8 R.D. 116/92). Pero además, una copia de dicha escritura se incorporará al registro oficial que lleva la Comisión Nacional del Mercado de Valores [artículos 6 último párrafo y 92.e) LMV, redactados por Ley 37/1998, que al admitir la utilización de documentos distintos a la escritura pública para los valores que especifica sustituye dicha expresión por la de “documentos”], registro en el que sí rige el principio de publicidad formal (“*el público tendrá libre acceso*” al mismo, dispone el artículo 92, citado), como ocurre también con el registro oficial de entidades encargadas del “registro contable”, que lleva igualmente dicha Comisión Nacional [artículo 92.a) LMV]. Luego, como en la mencionada escritura pública deberá constar “la Entidad encargada del registro contable” —además de, entre otros datos, el número de unidades de los “valores” integrantes de la emisión— (artículo 6.1 R.D. 116/92), cualquier persona puede informarse en dicho registro público y, conocida a su través la entidad encargada del “registro contable”, está en condiciones de averiguar en este registro si una determinada persona es titular de los concretos valores que pretenda adquirir, o recibir en garantía, siempre que acredite ostentar tal interés legítimo. Y esto aun en el caso de que la entidad emisora haya cambiado de entidad encargada del registro contable, pues tal cambio ha de constar en el mencionado registro público (artículo 46.1, en relación con el 45.2 R.D. 116/92).

6. Errores e inexactitudes en el registro contable

Evidentemente al efectuar los asientos en el “registro contable” pueden cometerse errores. El R.D. 116/92 (artículo 23) menciona de manera expresa los “*puramente materiales o aritméticos que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento*” que haya servido para practicar la inscripción. Se trata de errores formales, externos, detectables ambos a simple vista, ya inmediatamente o tras la indicada “confrontación”, errores que puede

—y debe— rectificar la entidad encargada de dicho registro al percatarse de ellos. Pero además, alude el citado precepto a inexactitudes (“*inscripciones inexactas*”), rectificables sólo “*en virtud de resolución judicial*”. Consisten, pues, en la no concordancia del contenido del asiento con la realidad, en cuanto a derechos sobre los “valores” a los que se refiere la anotación contable. La exigencia de la resolución judicial viene impuesta por la necesidad de examinar datos externos al registro contable y a los indicados documentos, que afectan al contenido de los referidos derechos, lo cual requiere una decisión en materia de legalidad, competencia de los órganos judiciales. Pero no porque en el “registro contable” rija el principio de exactitud, sino para que no exista contradicción entre los datos que figuren en los asientos y la “legitimación registral” prevista en los artículos 9 y 11 LMV y 15 R.D. 116/92.

VII. REPRESENTACIÓN DE “EFECTOS DE COMERCIO” POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA

El Derecho positivo español regula la representación mediante anotaciones en cuenta sólo de los “valores negociables”. Mas, como ya se destacó por la doctrina al examinar el proyecto de Real Decreto sobre dicho sistema de representación de la Deuda Pública, el mismo “se implanta... por el coste económico de la manipulación” “de los millares de títulos” que la integran ⁽⁴²⁾. Pues bien, ese problema, grave, existe igualmente con las letras de cambio entregadas a las entidades de crédito para su negociación o descuento, documentos cambiarios que, por no estar destinados a circular, no van a recibir la cláusula de endoso. Por consiguiente, el conjunto de letras de cambio que descuentan las entidades de crédito a cada uno de sus clientes no requieren su representación por un título. A este respecto expresa LASSALAS que lo indispensable es el escrito, “y el escrito se opone a la palabra y no al papel”. Como “las anotaciones en cuenta constituyen ‘escritos’” —manifiesta— concluye que la letra de cambio puede ser “desmaterializada” ⁽⁴³⁾.

Desde el punto de vista de la naturaleza de la letra de cambio y de su funcionamiento en el contrato de descuento masivo ningún impedimento existe para sustituir el papel por la anotación en cuenta. Es más, de hecho las letras de cambio descontadas no se mueven, efectuándose los cargos y abonos entre la

(42) ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A.: “El sistema español de anotaciones en cuenta. Análisis del proyecto de Real Decreto regulador”, en la obra colectiva *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, p. 90.

(43) LASSALAS, Ch.: *L’inscription...*, cit., p. 67, núm. 181.

tomadora, la domiciliataria e incluso en muchos casos, el librador, mediante transmisiones o anotaciones informáticas. Sin embargo, al estar regulado dicho efecto de comercio por normas imperativas que exigen el documento y unas concretas menciones en el mismo, la sustitución del título por la anotación en cuenta requiere una norma que así lo prevea, indispensable además para la utilización en el ámbito procesal de esa nueva representación de la letra de cambio, particularmente como soporte de un juicio ejecutivo.

JURISPRUDENCIA

LOS TÍTULOS-VALORES, COMO OBJETO DE DERECHOS REALES Y EL CONTRATO DE DESCUENTO

(Comentario a la STS, Sala 1ª, de 26 de septiembre de 1998)

Ponente: Sr. Martínez Calcerrada ⁽¹⁾

JOSÉ LUIS GARCÍA-PITA Y LASTRES

Catedrático de Derecho mercantil Universidad de La Coruña

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.
- II. LOS TÍTULOS-VALORES Y EL DERECHO DE COSAS.
 - 1. Los títulos-valores y su dimensión jurídico real.
 - 2. Los derechos reales sobre títulos-valores. Especial referencia a la “*posesión*” y a la “*propiedad*” de títulos-valores.
- III. EL CONTRATO BANCARIO DE DESCUENTO, COMO TÍTULO TRASLATIVO DEL DOMINIO Y LOS TÍTULOS CAMBIARIOS.
 - 1. **Naturaleza y objeto del Contrato de Descuento Bancario: El descuento de títulos-valores cambiarios.**
 - A) Naturaleza jurídica y caracteres del Descuento bancario. Especial referencia a su atipicidad.
 - B) La Letra de Cambio, como objeto de tráfico jurídico y como objeto paradigmático del Contrato de Descuento.

⁽¹⁾ La Ley, 1998, nº 4694, de 14 de octubre, marg. 8865, págs. 6 y ss.

- 2. El contenido del Contrato bancario de Descuento y la enajenación de los títulos descontados.**
 - 3. Eficacia traslativa, legitimación cartácea y extinción del Contrato de Descuento.**
-

I. INTRODUCCIÓN: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La STS, Sala 1ª, de 26 de septiembre de 1998, cuyo comentario será objeto de las páginas siguientes, aborda una serie de cuestiones centradas en torno al conflicto entre la legitimación de una entidad bancaria descontante de letras de cambio y la de su cliente descontatario, para ejercitar los derechos incorporados a las mismas, pero que —sin embargo— permiten llevar a cabo un análisis de otras cuestiones fundamentales del Derecho de Títulos-Valores y de la Contratación bancaria, si bien desde una perspectiva un tanto diversa; más general, más “civilista”, en tanto que polarizada en torno a la *dimensión jurídico-real* de los títulos cambiarios —es decir: su condición de objetos de dominación jurídico-real—, y del propio Contrato bancario de Descuento; a saber: *el papel que juega dicho contrato, en el marco de un sistema de circulación de los bienes, basado en “el título y el modo”*.

El origen de la “*litis*”, como se señala en el extracto de la doctrina que figura en el encabezamiento del texto de la Sentencia ⁽²⁾, se encuentra en una reclamación de cantidad entablada por una Sociedad anónima, frente a otra, con la que —al parecer— estaba vinculada por ciertas relaciones negociales, que —a su vez— dieron lugar a la emisión de varias letras de cambio, que la demandada/deudora *ex causa* entregó *pro solvendo* —previa su aceptación— a la Demandante/acreedora, que las había librado, situando a esta última en la *doble condición de acreedora cambiaria y causal*.

Sin embargo, habiendo llegado a mal fin las operaciones comerciales entre dichas partes litigantes, la Actora decidió no ejercitar la acción “causal”, y hacer —por el contrario— uso de las acciones *derivadas de las letras de cambio*; unas cambiales que —empero— *habían sido previamente descontadas en una entidad bancaria*, sin que por esta última hubieran sido restituidas a la Actora, posteriormente devenida *descontataria*.

Luego de diversos fallos jurisprudenciales, recaídos en las diversas instancias —todos ellos parcialmente estimatorios y desestimatorios, de la demanda y ulterior recurso—, el Procurador de la original demandada *interpuso recurso de casación*, en el cual alegaba, fundamentalmente, que la Demandante —ahora recurrida— *no podía hacer uso de las acciones cambiarias, ya que carecía de legitimación activa, por la sencilla razón de que dichas letras de cambio ya no le pertenecían*, habiendo sido enajenadas y adquiridas por el banco descontante.

(2) En *La Ley*, 1998, nº 4694, de 14 de octubre, marg. 8865, pág. 6.

El Tribunal Supremo estimó el recurso de casación interpuesto, por considerar que —en efecto— la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Secc. 9ª, de 19 de abril de 1994, había *infringido la jurisprudencia reiterada del mismo, en relación con el “Contrato de Descuento”, a la par que las normas que regulaban, por entonces, la Letra de Cambio* (contenidas en los antiguos y hoy derogados arts. 443 y ss., Cdc); criterio que no podemos sino aplaudir, ya que ciertamente la interpretación contenida en la Sentencia recaída en Segunda instancia no puede ser más errada y deplorable.

Dicho esto, y con ánimo de centrar el objeto de nuestro comentario, hemos de señalar que el eje de la *litis*, y —por tanto— la cuestión debatida fundamental residía en determinar *si la propiedad de las letras de cambio descontadas había sido readquirida por la Demandante recurrida*, habida cuenta de que —a tal efecto hubiera sido necesario que ésta *reembolsase a la entidad bancaria descontante* del importe de las citadas cambiales, pues de este modo *“operaría la subrogación (sic) pretendida”*; término éste —de “subrogación”— que nos parece del todo rechazable por cuando la *autonomía* característica de los títulos-valores, y en particular de los títulos cambiarios, sitúa al titular de los mismos en *una posición jurídica por completo diversa* de la de su causante, siempre que el cauce circulatorio haya sido, verdaderamente, *“cartáceo”*.

II. LOS TÍTULOS-VALORES Y EL DERECHO DE COSAS

1. Los títulos-valores y su dimensión jurídico-real

De acuerdo con la sistemática tradicional de los antiguos Tratados de Derecho mercantil, que —a imitación de los de Derecho civil— ordenaban el análisis y exposición de la materia, refiriéndose a las “personas”, las “cosas y los derechos reales”, y las “obligaciones y contratos”, la institución de los “*Títulos-valores*” se hallaría situada, sistemáticamente, entre los “*Objetos de derecho*”; entre las denominadas “*cosas mercantiles*”, lo que se explica por el hecho de que, en esos tratados u obras tradicionales, *se admitía la existencia de “cosas mercantiles”*, e incluso se habla de un “*Derecho de cosas*” (“*Sachenrecht*”) mercantil ⁽³⁾, que —fundamentalmente— giraría en torno a las *cosas muebles*, como:

(3) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *Introducción al Derecho de los Títulos-valores y de las Obligaciones mercantiles*, t. I, *Derecho de los Títulos-valores. Parte General*, Tórculo Edicions, Santiago de Compostela, 1998, pág. 3.

- las “mercancías”
- y los “títulos-valores” (4).

Y, en este sentido, si ya autores de mediados del siglo XIX —como el alemán Heinrich THÖL—, llegaron a calificar a los títulos-valores, como una clase de “mercancías que, por su propia naturaleza, producen relaciones jurídicas” (5), en época más reciente, la alusión a los títulos-valores o títulos de crédito, como “cosas”, y —más precisamente— como “cosas mercantiles”, puede encontrarse, p.e., en la Ley General mexicana de Títulos y Operaciones de Crédito, de 27 de agosto de 1932, cuyo art. 1º dice que:

“Los títulos de crédito son cosas mercantiles...”,

si bien añade —acto seguido— que:

“...su emisión, expedición, endoso, aval y las demás operaciones que en ellos se consignen son actos de comercio. Los derechos y obligaciones derivados de los actos o contratos que hayan dado lugar a la emisión o transmisión de los títulos de crédito, o que se hayan practicado en éstos, se rigen por las normas enumeradas en el artículo 2º, cuando sean inseparables del título, y por la ley mercantil o civil que corresponda a la naturaleza de tales actos (..) en los demás casos.”

Los términos del precepto, que alternativamente aluden a los títulos como objetos de derechos, pero —al propio tiempo— como *soportes de actos* y —posiblemente— verdaderos *negocios jurídicos*, a los que se califica como

(4) Vid. BRUNNER, H.: “Die Werthpapiere”, en VV.AA.: *Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts*, t. II, Fue’s Verlag (R. Reisland), Leipzig, 1882, págs. 140 y ss., cuyo estudio aparece dentro del Libro II de la Obra de Endemann, que está dedicado a “Los objetos del tráfico mercantil”. LEHMANN, K.: *Lehrbuch des Handelsrechts*, Verlag Von Veit, 2ª ed. reelaborada, Leipzig, 1912, págs. 532 y ss. VIVANTE, C.: *Instituciones de Derecho comercial*, trad y ns. de R. Mazzi, Madrid, 1928, págs. 160 y ss. LANGLE RUBIO, E.: *Manual de Derecho mercantil español*, t. II, Bosch, Barcelona, 1954, en esp. pág. 72. ESPEJO DE HINOJOSA, R.: *Curso de Derecho mercantil*, 8ª ed., Madrid, 1931, Capítulo 3º del Libro IVº, págs. 356 y ss. y —en época mucho más reciente— CANO RICO, J.R., *Mediación, Fe pública mercantil y Derecho bursátil*, Tecnos, Madrid, 1981, pág. 135, también incluyen a los títulos-valores entre las cosas mercantiles, y fuera del ámbito de las obligaciones y contratos comerciales.

(5) THÖL, H.: *Das Handelsrecht*, t. I, vol. 2º, *Die Waare. Die Handelsgeschäfte*, Fue’s Verlag (R. Reisland), 5ª ed. reelaborada, Leipzig, 1876, págs. 1, 33 y 39, quien partía, a estos efectos, de una noción muy amplia del término “Mercancía” que abarcaba todo tipo de objetos muebles corporales, en la medida en que fueran objeto de tráfico mercantil, tanto si solamente eran objeto de negocios mercantiles aislados, como si eran objeto de una actividad constitutiva de empresa (“*Handelsgewerbes*”); es decir: que abarcaba tanto las “mercancías *stricto sensu*”, como los “títulos-valores”, e incluso el Dinero, cuando es objeto de contratación, no en calidad de “precio”, sino como tal “mercancía”.

“*de comercio*”— nos permiten deducir, en primer término, que —como mínimo— los títulos-valores o títulos de crédito se encuentran a medio camino entre el derecho de “cosas” y el derecho “de obligaciones”, lo cual suscita la cuestión de hasta qué punto era, o no, acertada la sistemática de los tratados antiguos, cuando los situaba en el Derecho de las cosas mercantiles.

Pues bien, con independencia del problema conceptual y jurídico-positivo que se suscitara, en torno a la posibilidad de calificar como “*mercantiles*” a unas “*cosas*”, y del hecho de que precisamente en los títulos-valores se refleja de modo muy acusado el proceso de generalización de la materia mercantil ⁽⁶⁾, que son temas siempre complejos y de solución no pacífica, cual demuestran algunos ejemplos del Derecho extranjero, como los Códigos civiles alemán y mexicano ⁽⁷⁾, esta calificación o criterio de sistemática jurídica no parecen demasiado certeros.

En efecto, aunque los títulos-valores, en cuanto documentos, constituyen verdaderas *cosas muebles corporales*, lo cierto es que existen varias razones que sugieren que se debería llevar esta materia, más bien, al Derecho *de las obligaciones mercantiles*, ya que los títulos-valores —y más precisamente uno de sus principales ejemplos: la Letra de Cambio— no pueden ser jurídicamente calificados, en todo su significado, si simplemente se les considera como unas “cosas”, —*dogmática y positivamente— se encuentran más cerca del “documento”, que de la “mercancía”* ⁽⁸⁾. Las razones a las que hemos aludido podrían ser las siguientes:

- En primer lugar, debido al hecho de que el Derecho mercantil ha sido siempre un Derecho “de obligaciones y contratos”, donde apenas se percibe la presencia del Derecho de cosas, porque los conceptos de Empresa y Empresario se definen —entre otras cosas— por referencia a la producción de bienes y servicios para el Mercado, lo que comporta una implícita referencia a las vías de relación del Sujeto —o, si se quiere, de su Organización— con dicho Mercado: básicamente, los contratos.

⁽⁶⁾ BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: *La Unificación del Derecho privado*, Colegios Notariales de España/Consejo General del Notariado, Madrid, 1995, págs. 81 a 83.

⁽⁷⁾ DÁVALOS MEJÍA, C.F.: *Títulos y contratos de crédito. Quiebras*, t. I, *Títulos de crédito*, Harla, 2ª ed., México, 1992, págs. 62, 63, 76 y 77, en relación con los arts. 1873 a 1881, del Código civil mexicano, de los que se dice que regulan o contemplan unos pretendidos “títulos-valores civiles”, cuando —en realidad— de lo que se ocupan es de regular la *eficacia probatoria* de los títulos de crédito, sobre todo cuando son atípicos, sin perjuicio de que caso de que reúnan los requisitos de la LGTOC.mex., como tales títulos de crédito, quedarán sometidos al derecho mercantil.

⁽⁸⁾ Incluso THÖL, H.: cit., pág. 39, reconoce, a pesar de todo, que los títulos-valores *son documentos dotados de un contenido jurídico-patrimonial*.

Por el contrario, no existe una teoría genuinamente mercantil del objeto del derecho; las “cosas” no son, en sí mismas, civiles o mercantiles ⁽⁹⁾. Y, en consecuencia —como acredita la realidad empírica del contenido de las normas positivas— los derechos reales tampoco podrán ser específicamente mercantiles. Dos fenómenos contradictorios, pero convergentes, lo explican:

1) la diferente estructura de ejercicio del derecho real (caracterizado por la nota de “*inherencia*”), frente al derecho personal (caracterizado por el rasgo de la “*alteridad*”), y

2) el *sentido generalizador de la eficacia “real”*: la eficacia erga omnes del derecho real, en el sentido de que el derecho real, desde la perspectiva o el aspecto “pasivo” de la relación jurídica, ni obliga exclusivamente a los que son empresarios, ni —por el contrario— carece de eficacia frente a los particulares. *Tampoco posee un contenido diferente, según quien sea el sujeto eventualmente afectado por él. Así pues: los derechos reales serán siempre, por principio, materia de Derecho común, porque precisamente esa misma generalidad de los efectos jurídicos parece lo más alejado de la especialidad subjetiva de las relaciones jurídico-mercantiles.*

Excepcionalmente, sin embargo, de ciertas cosas o bienes se dice que son “mercantiles”, como es —precisamente— el caso de los *títulos-valores*, cuya mercantilidad ⁽¹⁰⁾ deriva fundamentalmente de que, sirven a, o son consecuencia de la actividad empresarial, aun cuando podrían haber sido afectadas por un proceso histórico y socioeconómico de “generalización” ⁽¹¹⁾. Sin embargo, *no existe un régimen “general”, dentro de nuestro Ordenamiento jurídico, que sea aplicable a los derechos reales que pudiesen merecer el calificativo de “mercantiles”.*

⁽⁹⁾ VICENTE Y GELLA, A.: *Curso de Derecho mercantil comparado*, t. I, Zaragoza, 1948, pág. 334. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: cit., t. I, págs. 3 y s.

⁽¹⁰⁾ En nuestro Ordenamiento jurídico, no existen títulos-valores civiles, al contrario de lo que sucede en el Derecho alemán.

⁽¹¹⁾ De hecho, si se considera cuidadosamente, ni siquiera el Buque, el Dinero o las mercancías son “cosas mercantiles”, por sí mismas, toda vez que por sí solos no determinan la mercantilidad de las relaciones de las que son objeto, y —cuando lo hacen— no suelen imbuir de mercantilidad a todas ellas, sino sólo a algunas (es posible que la adquisición de la propiedad del Buque pueda verse regida por el Código de comercio —art. 573 Cdc—, sea aquél, o no, un buque mercante... pero en caso de que no lo fuera, posiblemente la utilización o explotación económica de dicho bien mueble habría de quedar fuera del Derecho mercantil. Por otra parte, las “mercancías” pueden teñir de mercantilidad los contratos de los que son objeto —p.e.: la Compraventa típicamente “mercantil” es, por encima de todo, la “Compraventa de mercancías”—, pero su propiedad (el derecho real de dominio sobre las mismas) —salvo en materia de protección del adquirente *a non domino*, ex art. 85 Cdc no será regulada por el Código de comercio, sino por el Derecho común. Por otra parte, muy raras veces aparecen normas mercantiles relativas a los “derechos reales”.

También abona la reconducción de la materia de los títulos-valores, hacia el marco del *Derecho de las “obligaciones y contratos” mercantiles*, la reciente *evolución* de aquellos hacia modalidades de *representación contable o tabular*. Pero, sobre todo, la principal razón que, a nuestro modo de ver, justifica la visión *“obligacionista”* o *“personalista”* de los títulos-valores, como institución jurídico-mercantil, reside en el dato de que *su función económica se caracteriza por ser instrumental, al servicio de la circulación de los derechos patrimoniales*.

En efecto, el *“documento”* que merece la calificación de *“título-valor”* —de hecho: cualquier título-valor—, como tal documento, carece de valor económico intrínseco, o —por mejor decir— *posee un valor intrínseco que es irrelevante*, así para la Economía, como para el Derecho, *pero, como tal “documento”* —asimismo— *constituye el instrumento necesario para el ejercicio y la transmisión de un derecho de crédito, o de cualquier otro derecho patrimonial incorporal*. Y es en este aspecto en el que se diferencia radicalmente de las *“mercancías”*, toda vez que, mientras las mercancías, propiamente dichas, tienen ínsito en ellas su propio valor económico, en razón de uso al que van destinadas, e incluso un valor de cambio, *los títulos-valores obtienen su valor de la promesa que hace su emisor/deudor* ⁽¹²⁾.

Incluso —mejor todavía— cabría hacer a la institución de los títulos-valores objeto de *un tratamiento y de una sistemática separados y sustantivos, propios de su incardinación en el ámbito del Derecho mercantil, como Derecho fundamentalmente protector de la circulación de la riqueza*, estudiándose la materia, dentro del régimen de las obligaciones mercantiles, pero contemplando a los títulos-valores *en cuanto “instrumentos dispositivos de derechos de crédito”* ⁽¹³⁾. De no ser así, pronto terminan por manifestarse ciertas disfun-

(12) Vid. SUPINO, D. y DE SEMO, G.: *De la Letra de Cambio y del Cheque*, Ediar, trad. J. Rodríguez Aimé, D. Viterbo de Frieder y S. Sentís Melendo, notas de Derecho argentino por R.O. Fontanarrosa, t. I, Buenos Aires, 1950, págs. 67 y s. MEIER-HAYOZ, A., VON DER CRONE, H-C., ULRICH, C.M., LAREIDA, E., HUNZIKER, L. y BÖSCH, R.: *Wertpapierrecht*, Verlag Stämpfli, 1ª ed., Berna, 1985, pág. 3. LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 72. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J. y otros: *Lecciones de Derecho mercantil*, Tecnos., 1ª ed., Madrid, 1992.

(13) En este sentido, p.e., BOLAFFIO, L.: *Derecho mercantil. Curso general*, prólogo, trad. y notas sobre la 5ª ed. it. por J.L. De Benito Endara, 1ª ed. esp., Madrid, 1935, págs. 380 y ss. En la sistemática de la obra de MÜLLER-ERZBACH, R.: *Deutsches Handelsrecht*, Verlag Von J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), 2ª/3ª ed., Tubinga, 1928, págs. 430 a 540, los títulos-valores mercantiles *se estudian separadamente, a continuación del Derecho mercantil de cosas (“Sachenrecht”*, que ocupa las páginas 415 a 429), *pero antes del Derecho mercantil de obligaciones* —“*Recht der kaufmännischen Schuldverhältnisse*”—, que comienza en la página 542 y termina en la página 817. Por el contrario, en la obra de BROSETA PONT, M.: *Manual de Derecho mercantil*, Tecnos, 10ª ed., Madrid, 1994, págs. 617 a 709, los títulos-valores se estudian a continuación de los contratos mercantiles, sugiriendo que se contemplan, dentro del ciclo de la dinámica empresarial, como instrumentos de movilización de las relaciones nacidas de los contratos.

ciones, como, p.e. una tan flagrante de situar al que es —probablemente, y junto con la Acción de Sociedad anónima— el más importante de los títulos valores; es decir: *la Letra de Cambio, entre los contratos mercantiles*, por su relación con el desaparecido contrato de cambio trayecticio, mientras que la teoría general de los títulos-valores sigue tratada en el seno del “Derecho de cosas mercantil” (14).

Sea como fuere, incluso autores que siguen esa sistemática “arcaica”, e incluyen a los títulos-valores dentro del “Derecho de cosas”, terminan por reconocer que *el significado de esta importantísima categoría de documentos supera, hasta tal punto, los límites del Derecho de cosas, que el eje de su construcción dogmática queda fuera de él* (15).

Mas, aunque desde la perspectiva de la Dogmática y la Sistemática del Derecho mercantil, *no resulte adecuado analizar los títulos-valores, en el marco y con las categorías propias del “Derecho de Cosas”*, no es nuestra intención, ni mucho menos, afirmar que los títulos-valores sean algo totalmente ajeno a ese sector del Ordenamiento jurídico, porque *si los títulos-valores constituyen una institución perteneciente al “Derecho mercantil”, esta incardinación los hace estar sometidos, también, al Derecho civil, en tanto que Derecho “común”*, pues inevitablemente las normas generales y las instituciones generales del Derecho privado terminan por tener aplicación, incluso a las relaciones jurídicas que se definen como “*especiales*”, cuales son las mercantiles.

En este sentido, pues, los títulos-valores *son “cosas”*, como demuestra un numeroso grupo de preceptos de nuestras leyes positivas, que —con ocasión del tratamiento del régimen jurídico de las “cosas” o “bienes”— *incluyen, por vía de mención expresa a los títulos-valores*, en sus diversas categorías:

(14) Así, p.e., en la obra de BENITO ENDARA, L.: *Manual de Derecho mercantil*, t. I, 3ª ed., Madrid, 1924, págs. 304 y ss., los títulos de crédito y efectos mercantiles aparecen incardinados dentro de la rúbrica dedicada a “las cosas mercantiles *por naturaleza*”, haciéndose un tratamiento separado —y muy alejado— de las letras de cambio. Difiere parcialmente ESPEJO DE HINOJOSA, R.: cit., págs. 356 y ss., y 360 y ss., quien incluye a la Letra de Cambio, como título-valor, también en el Libro sobre las cosas mercantiles, lo que supone un tratamiento más coherente.

(15) LEHMANN, K.: cit., pág. 534. DE SEMO, G.: *Diritto cambiario. Principi generali comuni ai titoli cambiari. Cambiale, assegno bancario, titoli cambiari speciali, Diritto cambiario penale*, Giuffrè, Milán, 1953, págs. 23 y s., quien señala que *constituye un error el sobrevalorar la importancia del “elemento material” de los títulos-valores, al tiempo que se minusvalora su “elemento obligacional”*, pues —si bien es cierto que, en un determinado aspecto y por razón de su propia consistencia física, los títulos son “*cosas materiales*”— lo cierto es que *su valor económico como tales cosas es prácticamente nulo o insignificante*, porque su verdadero valor se halla en el *derecho de crédito de su tenedor legítimo, que se contrapone a la obligación de quien los emite*.

- Así, el art. 336, CC, que incluye entre las cosas “muebles” las “*cédulas y títulos representativos de préstamos hipotecarios*”.

- Por si esto fuera poco, resulta que el art. 346, párr. 2º, CC incluye entre las cosas muebles, por una interpretación *a contrario sensu* —siempre que no se hable solamente de “muebles”, sino de “*cosas muebles*”—, no sólo el *Dinero* y los *créditos*, sino también los “*efectos de comercio*” y los “*valores*”. En efecto: el art. 346, párr. 2º, CC es una norma interpretativa que tiene por objeto *dilucidar las dudas que pueden surgir del empleo de dos expresiones similares, pero muy distintas*; a saber: la expresión “*bienes o cosas muebles*”, y la expresión “*muebles*”, a secas; expresión ésta que debe interpretarse como referida al “*mobiliario*”; es decir: a las cosas que “*tengan por principal destino amueblar o alhajar las habitaciones*” (sillas, mesas, etc.), en tanto que la primera no solamente englobaría al mobiliario *stricto sensu*, sino que abarcaría todas las demás cosas muebles que no son “*mobiliario*”, entre las cuales se incluyen —como decíamos— los “*valores*” y los “*efectos de comercio*”.

Como se puede apreciar, el precepto que acabamos de mencionar posee un *alcance más amplio* que al anterior, y —sobre todo— cuenta en su haber con la ventaja de su *generalidad objetiva*, ya que precisamente —aunque *a contrario*— extiende el calificativo de cosas muebles *a todos los títulos-valores*, por que menciona y engloba las dos grandes categorías de títulos-valores, en función de su forma de emisión: los “*efectos de comercio*” y los “*valores*”. Y puesto que, al hacerlo, no distingue, hay que concluir que la calificación jurídico-real de tales documentos como cosas muebles, debe considerarse *totalizadora y genérica*.

- La consecuencia de que a los títulos-valores (sean “*efectos de comercio*” o “*valores*”, y en especial las “*cédulas*”, etc.) se les reconozca legalmente la condición de “*cosas*”, y su proximidad al resto de las cosas muebles corporales, como las mercancías, es —precisamente— el reconocimiento de su aptitud para ser *objeto de relaciones de “apropiación”*, como resulta del art. 333, CC, cuando dice que:

“Todas las cosas que son o pueden ser objeto de apropiación se consideran como bienes muebles o inmuebles.”

El concepto de “*bienes*” está conformado por una doble referencia; a saber:

- que los bienes son cosas y, además,
- que son cosas susceptibles de apropiación (es decir: de ser objeto de relaciones jurídico-reales).

Aunque —tal vez— lo más acertado fuera decir que los “*bienes*” son aquellas cosas que resultan *jurídicamente susceptibles de apropiación, en la medida en que sean susceptibles de tal*.

Dentro de la categoría general de las “cosas”, sabemos, pues, que los títulos-valores son cosas muebles “corporales” (*quae tangi possunt*: las que pueden ser tocadas). Y, en principio, no puede ser de otro modo, porque precisamente el objetivo o la finalidad de los títulos valores es *hacer tangibles los derechos incorporales*. En este sentido, la “corporalidad jurídica” de los títulos-valores puede desprenderse de varios preceptos; a saber:

- del art. 377, CC, en materia de “*accesión en bienes muebles*”, donde se señala que en los “*escritos*” e “*impresos*” se considerará que el elemento *accesorio es el papel*, en que se realizó la impresión o escritura. Este precepto podría presentar un claro paralelismo, e incluso complementariedad —desde una perspectiva conceptual— con lo dispuesto en el art. 383, CC, también referido a la “*accesión*”, que establece que:

“El que de buena fe empleó materia ajena (...) para formar una obra de nueva especie...”;

supuesto que podría predicarse de la redacción e impresión de un título-valor, efectuada sobre “papel” ajeno; papel que puede considerarse como “*materia*”, *lo que revela su “tangibilidad”, y por tanto, su corporalidad*.

- También el art. 1384, CC, en relación con los preceptos referentes a la “*Posesión*” (arts. 430 y ss., CC), revelan la índole “*corporal*” de los títulos-valores. En efecto, dice el citado art. 1384, CC que:

“Serán válidos los actos de administración de bienes o los de disposición de dinero o títulos-valores realizados por el cónyuge a cuyo nombre figuren o en cuyo poder se encuentren.”

Por consiguiente, los títulos-valores son cosas que “*se encuentran en poder*” de las personas, pero —al propio tiempo— “*estar en poder*” de alguien supone que hablamos de *cosas materiales o corporales*, y no de derechos incorporales, como demuestra el hecho de que —a efectos de la posesión— las cosas “*se tienen*”; es decir: son objeto de “*tenencia*”, mientras que los derechos —que son cosas incorporales— “*se disfrutan*” (vid. art. 430, CC). Más claro, todavía, es el texto del art. 439, CC, referente a la adquisición de la posesión, que habla de la “*ocupación material*” de las cosas.

Cierto que, en ocasiones, las referencias a la posesión de los derechos y a su adquisición pueden suscitar dudas (vid. art. 432, CC, que parece admitir la figura del “*tenedor de derechos*”), pero creemos que esas referencias *deben estimarse fruto de una confusión o de un error*: la confusión entre “*posesión*” y “*aparición de titularidad*”: sólo se poseen las cosas o derechos reales. No los

derechos personales u otros bienes inmateriales (*in incorporalia non fit possessio*), respecto de los cuales lo que sí puede existir es apariencia de titularidad (que es lo que el Código, incurriendo, nuevamente en este error, denomina “*posesión del crédito*”, del art. 1164, CC), pero *no basada en la posesión, salvo —precisamente— que se trate de títulos-valores.*

- Un tercer grupo de preceptos está formado por aquéllos que *aluden al soporte documental del título*, dejando claro que se trata de un soporte físico de papel, destinado a que —sobre él— se lleve a cabo la *escritura de una serie de menciones*. Tal es el caso, entre otros, de los arts. 1º, 2º, 16, 26, 36, 94 a 96, 106, 107, 120, etc., LCCH.

- Otros preceptos que demostrarían que los títulos-valores son cosas corporales son los que mencionan su condición de “*exhibibles*”, sea porque aluden a su emisión “al portador” o “a la orden”, o por otras razones ⁽¹⁶⁾.

Mas, analizados desde la perspectiva del Derecho de Cosas, los títulos-valores *pierden gran parte*, si no la totalidad, de su “*especialidad*” mercantil. Es obvio que, frente a la estrecha conexión entre las instituciones jurídico-mercantiles y el fenómeno circulatorio, que —por su propia esencia— requiere y presupone *alteridad* (los bienes o los servicios han de pasar de un sujeto a otro sujeto distinto, lo cual resulta más propio de instituciones como el Contrato), se alza la nota de la “*inherencia*”, propia de los derechos reales, y que significa —precisamente— la ausencia de alteridad, o —cuando menos— la no necesidad de alteridad, ya que esa inherencia del derecho real, a la *res* sobre la que recae, supone la posibilidad del titular, de obtener de la cosa el correspondiente provecho económico, sin mediación de otra persona; sin pre-

(16) Pero —dentro de las cosas muebles corporales—, los títulos-valores ¿son cosas “*genéricas*” o “*específicas*”? A este respecto, es preciso distinguir:

— Desde luego, cuando se trata de efectos de comercio, puede afirmarse sin temor a equivocación, que se trata de bienes específicos...

— Pero, cuando se trata de valores mobiliarios o valores negociables, el carácter *fungible* de los mismos determina que pertenezcan al ámbito de las cosas muebles genéricas, sobre las cuales es difícil conservar dominaciones reales propias, si pasan a manos de tercero, a no ser que exista un grado suficiente de especificación.

(En este sentido, vid. la reciente Sent. Corte di Cassaz. it., de 27 de agosto de 1996, en *Il Foro Italiano*, 1997, nº 7/8, julio/agosto, págs. 2237 y ss., que negó la constitución de una prenda sobre valores, dotada de eficacia jurídico-real, por ausencia de suficiente identificación de los mismos).

cisar de un acto ajeno para satisfacer su interés; es decir: sin exigir una “prestación” (17).

Y es aquí donde los títulos-valores comienzan a perder su “especialidad”, porque —como se podría apreciar con una lectura de sus preceptos— *nuestro Código de comercio de 22 de agosto de 1885 no contiene ningún agregado de normas de carácter común o general, que pudieran ser aplicables a cualquier tipo de relaciones, de índole jurídico-real, dotadas de algún carácter o rasgo de “especialidad”, respecto de las contempladas y reguladas por el Código civil*. Pero tampoco esta circunstancia debe sorprendernos, porque ni siquiera el Código civil contiene una “Parte General de los Derechos Reales”, lo cual hace imposible, en materia de derechos reales, el fenómeno de la “atipicidad” (18). Y si tal cosa parece imposible en el Derecho común, con mucha mayor razón lo será en el Derecho privado especial: el Derecho mercantil (19).

(17) ÁLVAREZ CAPEROCHIPI, J.A.: *Curso de derechos reales*, t. I, *Propiedad y posesión*, Civitas, 1ª ed., Madrid, 1986, pág. 18. LACRUZ BERDEJO, J.L., LUNA SERRANO, A., DELGADO ECHEVARRÍA, J. y MENDOZA OLIVÁN, V.: *Elementos de Derecho civil. Derechos reales*, t. III, vol. 1º, *Posesión y Propiedad*, Bosch, 3ª ed. revisada, Barcelona, 1991, pág. 10. MONTES PENADES, V.L.: “El Derecho real”, en VV.AA.: *Derechos reales y Derecho inmobiliario registral*, coord. por A.M. López y López y V.L. Montes Penadés, Tirant lo Blanch, Valencia, pág. 50. PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M.: *Derechos reales y Derecho hipotecario*, Sección de publicaciones de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense, 2ª ed., ampliada y revisada, Madrid, 1986, págs. 13 y ss.

(18) Es decir: hace jurídicamente inadmisibile e inviable la posibilidad de crear derechos reales; relaciones jurídicas dotadas de inherencia y eficacia *erga omnes*, que sean nuevas y que no coincidan con las figuras jurídico-reales típicas. En contra, aunque sólo parcialmente, vid. ROMÁN GARCÍA, J.A. *La tipicidad en los derechos reales*, Montecorvo, Madrid, 1994, págs. 65 y ss., quien admite la tesis del *numerus apertus*, y que la autonomía privada puede crear nuevos derechos reales, pero señala que esa autonomía no es ilimitada, y que de hecho, *lo está más que en el plano del Derecho de contratos*.

(19) En nuestro Ordenamiento jurídico, las normas jurídico-reales más recientes atienen a la adquisición de la propiedad y de los derechos reales sobre valores representados por *anotaciones en cuenta*. La pretensión fundamental del régimen establecido por los arts. 5º al 12º de la Ley nº 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y por el RD nº 116/1992, de 14 de febrero, es la de sustituir el soporte documental de los valores, por su soporte estrictamente contable/informático, pero manteniendo todas las propiedades características de un tráfico corporal mobiliario: equiparando —p.e.— la transferencia contable con un modo traslativo y reconociéndole los mismos efectos que la *traditio*, en lugar de reconocerle —como parecería lógico, tratándose de bienes “incorporales”— efectos propios de la cesión de créditos, derechos y acciones, regulada en los arts. 1526 y ss. CC y 347 y s., Cdc. Pero esas normas no califican, directamente, como mercantiles, ni al derecho de propiedad, ni a los derechos de prenda, usufructo, etc. sobre tales valores, sino que —en todo caso— la calificación mercantil se referiría a los valores, en sí. Un supuesto similar sería el de la Prenda cambiaria, que se constituye a través de un negocio jurídico clara, aun cuando sólo formalmente, mercantil, y que recae sobre un bien o cosa mercantil.

2. Los derechos reales sobre títulos-valores. Especial referencia a la “posesión” y a la “propiedad” de títulos-valores

Cierto sector de la Doctrina se ha manifestado en contra de la posibilidad de que los títulos-valores pudieran ser objeto de derechos “reales”, por considerar que —en realidad— el título/documento no constituiría, por sí mismo, el objeto del derecho real, sino el instrumento para constituir un derecho sobre los derechos de crédito, en él documentados. Y es que, según esta opinión, el verdadero objeto de tráfico o de gravamen *sería un derecho personal*, y —nuevamente— de acuerdo con esta opinión negativa, no sería fácil de admitir —aunque se haga— que pueda constituir el objeto de un derecho “real” ⁽²⁰⁾, reduciéndose a un simple “derecho sobre un derecho”. No falta un punto de razón a la citada tesis negativa, aunque creemos que la misma *no puede ser aceptada, pese a todo*, puesto que deben ser tenidos en cuenta otros factores.

Si ciertamente lo importante, en el título-valor, es el derecho (personal; relativo) que se incorpora, no es menos cierto que *el “Título-valor”, como documento, sobrepasa notablemente la eficacia del documento probatorio*; es decir: que el documento —la “cosa”, la *res mobilis et corporalis*— proporciona ciertas características de régimen jurídico al derecho documentado, que —en la medida en que existe lo que se describe como “incorporación”— suponen una vinculación entre ambos (derecho y soporte material), que justifica la referencia a este tándem económico/jurídico, en términos de cosas y de derechos sobre cosas (derechos *in re*; “derechos reales”).

Que la “posesión” puede tener por objeto títulos-valores es algo que resulta, no sólo evidente, sino —además— absolutamente esencial en la Teoría de estos documentos, ya que una de sus propiedades o características más sobresalientes es la “legitimación por la posesión”. Así, p.e., en el caso de la Letra de Cambio, creemos que es enormemente sintomática una referencia contenida en el art. 28, LCCH, referido a la presentación de la Letra a la Aceptación, de acuerdo con la cual “*El portador no estará obligado a dejar en poder del Librado la letra...*”. Por su parte, el art. 34, párr. 1º, LCCH —relativo a la aceptación— establece que “*Cuando el Librado tuviere en su poder la Letra para su aceptación, la aceptare y antes de devolverla tachare o cancelare la aceptación, se considerará que la Letra no ha sido aceptada...*”; es decir: que la letra es ontológicamente susceptible de hallarse “*en poder*” de alguien; de ser objeto de *tenencia* material, como ya hemos visto, al referirnos a los arts. 430 y 1384, CC, y que —en su caso— puede ser “*devuelta*”; término, éste, que también sugiere situaciones posesorias y reales.

(20) Vid. RUBIO GARCÍA-MINA, J.: *Derecho cambiario*, Gráficas Hergón, Madrid, 1973, págs. 25 y ss.

Por otra parte, ciertos preceptos, como el art. 19, LCCH o los arts. 84 al 87, LCCH aluden al supuesto de que “*una persona sea desposeída de una letra de cambio...*”, lo cual refuerza, todavía más, las afirmaciones precedentes.

Mas, si la Letra y los demás títulos-valores pueden ser objeto de posesión, lógicamente podrán ser objeto de “*propiedad*”, ya que, al propio tiempo que admiten —en términos genéricos— un señorío real, no son cosas que se hallen fuera del comercio de los hombres; no son *res communes omnium*, etc. En este sentido, como quiera que el art. 347, CC establece que:

“*Cuando en venta, legado, donación u otra disposición en que se haga referencia a cosas muebles o inmuebles, se transmita su posesión o su propiedad con todo lo que en ellas se halle, no se entenderán comprendidos en la transmisión (...) valores, (...) y acciones cuyos documentos se hallen en la cosa transmitida, a no ser que claramente conste la voluntad de extender la transmisión a tales valores...*”,

la interpretación *a contrario* del citado precepto vendría a dar en que, mediando una declaración expresa al efecto, cabría extender la “*transmisión de la posesión y/o de la propiedad*” de otras cosas muebles o inmuebles a los “*valores (...) y acciones, cuyos documentos se hallen en la cosa transmitida*”. Pero de este modo se hace patente la estrecha relación de los “títulos-valores”, con conceptos como la “*Posesión*” y la “*Propiedad*”. Y esa relación consiste —precisamente— en que dichos títulos-valores pueden ser —de hecho, lo son actualmente— objeto de una y de la otra, o de la transmisión de aquella y de ésta.

En segundo término, otros preceptos reconocen la posibilidad de constituir derechos reales limitados (*iura in re aliena*) sobre los títulos-valores de la más diversa índole ⁽²¹⁾. Y, si los títulos-valores pueden constituir el objeto de *iura in re aliena*, es inevitable que —con carácter previo— puedan —tengan que— ser *objeto de Dominium*; objeto de propiedad, en cuyo caso parece lógico que cuando se piense en el derecho de Propiedad sobre los títulos-valores, sea posi-

(21) BROSETA PONT, M.: *Manual...*, cit., 10ª ed., pág. 627.

En cuanto a las acciones, la posibilidad de constituir “derechos reales” viene explícitamente reconocida por el art. 55, TRLSA:

Derechos reales de goce: como es el caso del “*Usufructo*”, que —regulado en los arts. 467 y ss., CC— hace referencia expresa a los títulos-valores, o a nociones análogas en preceptos como el art. 475, CC, que se refiere al usufructo del “*derecho a percibir una renta periódica*”, una de cuyas modalidades es la del que recae —con el carácter de frutos civiles— sobre “*los intereses de obligaciones o títulos al portador*”, supuesto en el que “*cada vencimiento*” se considerará como los frutos de los mismos, y el que recae sobre el “*goce de los beneficios que diese una participación en una explotación industrial o mercantil, cuyo reparto no tuviese vencimiento fijo*” —supuesto que claramente incluiría a las “*acciones*”—, que tendrán la misma consideración que los anteriores.

ble *extender a ellos, en términos generales, el régimen jurídico del Derecho de Propiedad*; régimen que —en primer término— incluye su *definición o descripción positiva* —cualquiera que sea el juicio crítico que ella nos merezca—, tal como la configura el art. 348, CC; es decir:

“...el derecho de gozar y disponer de una cosa, sin más limitaciones que las establecidas en las leyes...”

Así pues, de los títulos-valores, como sujetos al régimen de la “Propiedad”, bien se podría afirmar que *pueden ser objeto de “goce” y “disposición”*, por parte de su dueño, “...sin más limitaciones que las establecidas en las leyes...”

Por otra parte, como quiera que el art. 491, CC establece, con carácter general, que es obligación del usufructuario formar inventario y tasar los bienes muebles, así como prestar fianza, comprometiéndose a cumplir las obligaciones que le imponen las leyes, el art. 494, CC prevé las consecuencias del incumplimiento de la obligación de prestar fianza; consecuencias que afectan, en particular a los “*efectos públicos, títulos de crédito nominativos o al portador*”, de los que se dispone que el nudo propietario —una vez más, existe una referencia explícita a que estos efectos públicos, títulos de crédito nominativos o al portador, son objeto de *propiedad*, sea plena e íntegra, o nuda— podrá pedir que “se conviertan en inscripciones o se depositen en un banco o establecimiento público”, o bien —alternativamente— retenerlos en su poder (en poder del Propietario) en calidad de administrador, si bien los rendimientos se considerará que corresponden al Usufructuario.

Fuera del Código civil, el Usufructo de “acciones” es objeto de una prolija regulación en los arts. 67 al 71, TRLSA.

— Derechos reales de garantía: el art. 1872, párr. 2º, CC alude expresamente a la “Prenda de valores negociables”, respecto de la cual se remite a lo dispuesto en el Código de comercio.

Pero, sobre todo, y habida cuenta de la remisión a la Ley mercantil, hay que señalar que la “Prenda” y el “Embargo” de “acciones” vienen regulados específicamente en los arts. 72 y 73, TRLSA. Y esto sin olvidar que los arts. 320 a 324, CC regulan el régimen de la Prenda de Valores negociables. A todo lo cual cabe añadir la posibilidad de endosar en prenda los títulos cambiarios.

— Situaciones de cotitularidad: en relación con las “acciones” de sociedades anónimas, el art. 66, TRLSA contempla el supuesto de copropiedad de las mismas.

— Situaciones de sometimiento a “subrogación real”, cual sucede en los valores que se integran dentro de una “*cartera*”, para constituir el objeto material de obligaciones de *gestión profesionalizada*, sea colectiva o singular, toda vez que —considerada la propia “cartera de valores” gestionada, como un verdadero “*patrimonio*”, aunque no de origen legal, sino constituido por la voluntad contractual del Cliente, en virtud de un “*Contrato de Mandato*”— permite apreciar y justificar dogmáticamente la existencia de fenómenos de subrogación real de valores o instrumentos de inversión, dentro del seno de la cartera de inversión gestionada, *producidos como consecuencia de la “fungibilidad económica” de los valores e instrumentos financieros de inversión comprendidos en la “cartera”*, entendida como *unidad ideal* patrimonial, donde los elementos singulares que la integran son *fungibles entre sí*, porque se reducen a la idea de su valor económico (a este fenómeno hace referencia TAPIA HERMIDA, A.J.: *El Contrato de Gestión de carteras de inversión*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995, pág. 268).

lo que, el caso de la Letra de Cambio, resulta de especial interés, no solamente por tratarse de un título-valor *extremadamente “tipificado”*, sino porque —además— constituye el objeto, por antonomasia, del Contrato bancario de Descuento, como demuestra, precisamente, el supuesto de hecho objeto de la Sentencia que comentamos.

En efecto, la Letra de Cambio es un verdadero *título-valor*, y —por consiguiente— constituye *un documento de presentación necesaria, que incorpora derechos de contenido patrimonial*; derechos de crédito pecuniario. Se trata de un *documento al cual son inherentes esos derechos*, que no pueden ser ejercitados ni transmitidos sin la presentación o la transmisión del documento (22); es decir: que la Letra de cambio incorpora declaraciones de voluntad que generan derechos y obligaciones, revestidos de los caracteres de literalidad, abstracción y autonomía cuyo ejercicio está condicionado a la presentación de este documento, esencialmente transmisible. Un título-valor, por otra parte, *extremadamente formal*, cuya forma escrita posee un carácter constitutivo, porque resulta imprescindible para *la constitución misma de las obligaciones cambiarias (“Ohne Wechselform besteht keine Wechselverbindlichkeit”)* (23).

Además, la Letra pertenece, en principio, a la categoría de los títulos “*a la orden*”; se trata de un título que incorpora, en el acto de su emisión, la designación como titular (formal) del documento y como acreedor del derecho incorporado, de una persona determinada, identificada nominalmente, pero que, por otra parte, y a diferencia de cuanto sucede en los títulos nominativos directos (salvo excepciones), tiene la facultad, no solamente de proceder personalmente —e incluso por medio de representante— al cobro o al ejercicio del derecho incorporado, sino también la facultad de *operar una mutación* o modificación sea de la *titularidad* o bien de la *legítima posesión* del documento, *a favor de otro sujeto* —directamente determinado, o bien determinable de acuerdo con las reglas generales del Derecho—, por medio de una ulterior declaración que

(22) BAUMBACH, A. y HEFERMEHL, W.: *Wechselgesetz und Scheckgesetz mit Nebengesetzen und einer Einführung in das Wertpapierrecht*, C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 17ª ed., Munich, 1990, pág. 49. HUECK, A. y CANARIS, C.W.: *Recht der Wertpapiere*, Verlag Franz Vahlen, 12ª ed., Munich, 1986, pág. 43, quienes hacen hincapié en el hecho de que, de acuerdo con los arts. 38, 42, 39 y 50, WG., sólo contra presentación del título cambiario, puede el Tenedor reclamar el pago, o ejercitar las acciones directa o regresiva. ANGELONI, V.: *La Cambiale e il Vaglia cambiario*, Giuffrè, Milán, 1964, pág. 13. SUPINO/DE SEMO: cit., t. I, pág. 29. PELLIZZI, G.L. y PARTESOTTI, G.: *Commentario breve alla Legislazione sulla Cambiale e gli assegni*, Cedam., Padua, 1990, pág. 4, quien señala que —igualmente— son verdaderos títulos-valores todos los que se regulan en las “*Leggi cambiarie*”.

(23) Cfr. VICENTE Y GELLA, A.: *Los títulos...*, cit., pág. 197. RIPERT/ROBLOT: cit., t. II, 11ª ed., pág. 131. RICHARDI, R.: *Wertpapierrecht. Ein Lehrbuch*, C.F. Müller Juristischer-Verlag, GmbH., Heidelberg, 1987, pág. 113.

se inserte sobre el propio título, y que lleva el nombre de “Endoso” (“*girata*”, “*Indossierung*” o “*Indossament*”, “*endossement*”, “*indorsement*”). En efecto, los títulos a la orden se caracterizan, a simple vista, por el hecho de que el deudor “*se obliga ab initio con una cierta persona (tomador) y con cualquier otra que ésta designe (endosatario), sin que aquél intervenga en nada*” y —además— *sin tener que recurrir, en ningún momento, a elementos ajenos al título*, como escrituras notariales, notificaciones, actas o incluso “libros-registro”; es decir: se trata de títulos en los que el Emisor/deudor promete, desde el primer momento, cumplir la prestación documentada, a favor de una determinada persona, o bien a favor de otra persona (indeterminada) que aquella misma designe, y el “Endoso” constituye, precisamente, el instrumento para que se produzca esa designación a la que el tenedor original se halla facultado (24).

Ahora bien: el Endoso de la Letra de Cambio posee una curiosa configuración jurídica que lo hace estar relacionado, simultáneamente, con el mundo de los derechos de crédito —derechos *in personam*— y los derechos *reales*, porque sirve a la circulación de ambos. En este sentido, la Letra de Cambio documenta créditos que, por sí mismos, podrían ser transmitidos de acuerdo con las reglas generales del Derecho civil y mercantil; es decir, a través de cauces como la simple Cesión (“*einfache Abtretung*”), o como la transmisión *mortis causa*, por

(24) Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., 17ª ed., t. II, pág. 15. LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 96. VICENTE Y GELLA, A.: *Los títulos...*, cit., pág. 194, coincidiendo con el criterio de autores alemanes, como JACOBI, E.: *Wechsel und Scheckrecht unter Berücksichtigung des ausländisches Recht*, Walter de Gruyter, Berlín, 1956, pág. 578. LEHMANN, K.: *Lehrbuch des Handelsrechts*, cit., pág. 584. HUECK/CANARIS: cit., pág. 23. LOCHER, E.: cit., pág. 23. RICHARDI, R.: cit., pág. 27. MESSINEO, F.: *I titoli di credito*, t. I, Cedam, reimp. de la 2ª ed., Padua, 1934/1964, 64 y 270. MARTORANO, F.: *Titoli di credito*, Giuffrè, 2ª ed., Milán, 1994, pág. 103.

En este sentido, para comprender cabalmente lo que sean los títulos-valores “*a la orden*”, dentro del esquema de los títulos *de legitimación “nominal”*, es conveniente diferenciar entre *dos momentos o fases*, en la vida de los títulos; a saber:

— En primer término, el momento de la *emisión* del título “*a la orden*”; el momento de “*libramiento*” del mismo, en el que su suscriptor original *concluye el contrato de entrega a favor del primer tenedor*, legitimándolo cartáceamente.

Pues bien, sucede que, en esta fase —al igual que en los títulos nominativos *directos*— resulta *absolutamente esencial la designación de un primer Tomador*, nominalmente identificado. En este momento, el único sujeto legitimado que aparece es ese primer Tomador, que posee el documento, y que —además— aparece nominalmente identificado en su texto. Mas, como la nominatividad de este título no es la misma que la de los títulos directos, porque se incorporan en el propio documento las declaraciones de transmisión o de legitimación (MESSINEO, F.: *I titoli di credito*, cit., t. I, pág. 64. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Contratos bancarios*, cit., 2ª ed., pág. 103).

vía hereditaria ⁽²⁵⁾. Mas, por otra parte, siendo la Letra de Cambio —en tanto que *res corporalis*— un título-valor, hemos de admitir —por razones obvias— que posee, como rasgo más destacado, no sólo la aptitud para circular, sino —lo que es más— una *esencial circulabilidad*; un *carácter “negociable”*, que supone que —por su propia naturaleza— está destinada a circular, y que su normal sujeto acreedor, no suele ser —o por lo menos, está pensada para que no sea— el Tomador original, sino un tercer poseedor, y que se manifiesta en el rasgo del *predominio del aspecto real del documento, sobre el obligacional* ⁽²⁶⁾. En este sentido, parece interesante confrontar los términos de varios preceptos de nuestra Ley Cambiaria y del Cheque; a saber: el art. 17 LCCH ⁽²⁷⁾, cuando establece que:

— Pues bien, la segunda fase a considerar es la que comienza *cuando el título circule*, habida cuenta de que esta circulación *deja huella sobre el propio título*, porque la declaración de voluntad del *tradens* aparece recogida y suscrita por él, *en el propio texto del documento* (MES-SINEO, F.: *I titoli di credito*, cit., t. I, pág. 64. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.: “Los títulos a la orden. La Letra de Cambio”, en VV.AA.: *Derecho mercantil*, t. II, Ariel, 4ª ed., cit., pág. 26). En este segundo momento, la simple lectura del texto del Título-valor informará sobre los avatares circulatorios del mismo, lo que no solamente facilitará la adquisición de su propiedad, junto con la titularidad de los derechos incorporados, sino que además —y por esa misma razón— facilitará la legitimación del tenedor, que lo haya recibido del último tenedor/firmante de la cláusula de transmisión, que es la Cláusula de “Endoso”. Así, por contraposición a los títulos “nominativos directos”, que son títulos de legitimación “*compleja*” —ya que requieren de una doble documentación: en el título y en el registro del deudor—, los títulos “a la orden” son títulos de legitimación “*completa*” (RUBIO GARCÍA-MINA, J.: cit., pág. 66).

(25) MÜLLER-ERZBACH, R.: cit., 2ª/3ª ed., pág. 473. ZÖLLNER, W.: *Wertpapierrecht*, C.H. Beck’sche Verlagsbuchhandlung, 13ª ed., Munich, pág. 82. LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 270. VICENTE y GELLA, A.: *Los títulos...*, cit., pág. 259.

(26) Esta transmisibilidad constituye una de las características más importantes —si no la más— de la Letra, siquiera a partir del momento en que la Cambial dejó de ser instrumento del cambio trayecticio, para convertirse en instrumento de pago, sustitutivo del dinero (vid. LOCHER, E.: *Das Recht der Wertpapiere*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübinga, 1947, pág. 97. MÜLLER-ERZBACH, R.: cit., pág. 475. RICHARDI, R.: cit., pág. 138. RIPERT, G., ROBLOT, R., DELEBECQUE, Ph. y GERMAIN, M.: *Traité de Droit commercial*, t. II, Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, 14ª ed., París, 1994, pág. 211. LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 270. URÍA GONZÁLEZ, R.: cit., 22ª ed., pág. 939. VERGEZ SÁNCHEZ, M.: “La Circulación de la Letra de Cambio”, en VV.AA.: *Derecho Cambiario. Estudios sobre la Ley cambiaria y del Cheque*, dir. por A. Menéndez, Civitas, Madrid, 1986, pág. 449. VIGUERA RUBIO, J.M.ª: *La Prenda cambiaria: el Endoso en garantía*, Civitas, Madrid, 1994, pág. 15. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L.M.: “Endoso, aval e intervención en la Letra de Cambio”, en MOTOS GUIRAO, M. y otros: cit., pág. 87).

(27) En la línea de preceptos como los arts. 14, LUG; 14 WG; 118 Code de comm. fr. o 18 Legg. Camb. it.

“El endoso transmite todos los derechos resultantes de la Letra de cambio...”

Pero, como quiera que, al mismo tiempo, el art. 14, nºs 1 y 2, LCCH establece que:

“La Letra de Cambio, aunque no esté expresamente librada a la orden, será transmisible por endoso.

“Cuando el Librador haya escrito en la Letra de cambio las palabras ‘no a la orden’, o una expresión equivalente, el título no será transmisible, sino en la forma y con los efectos de una cesión ordinaria...”

resulta que la Ley hace una referencia expresa a la transmisión “del título” —es decir: la *res corporalis*—, y deja entrever que si los derechos *in personam* se transmiten, es porque son los derechos “resultantes del título”. Se aprecia, por tanto, una estrecha relación entre el derecho que circula y su soporte documental, ya que se pretende que aquél, gracias a éste, pueda circular, no como los créditos, sino de acuerdo con el régimen de circulación de los bienes muebles corporales —este es, por decirlo brevemente, el modo con el cual, en el plano de la circulación de la Letra, destaca decisivamente su aspecto “real”, sobre su aspecto obligacional—, y, como quiera que la letra de cambio constituye un título “a la orden” nato, es obvio que *el cauce de circulación de la misma será el del Endoso*, como forma especial de circulación de los títulos a la orden, cuya índole es específicamente cartácea ⁽²⁸⁾.

Así se reconoce expresamente por la Sentencia comentada, en la que —dentro de los Antecedentes de Hecho; concretamente en el *Hecho III*, *in fine*— se señala, como hecho probado, el siguiente:

“...a través del descuento cambiario no se satisface su importe (el de la Letra descontada) a la entidad bancaria-descontataria (sic: parece haber un error; puesto que se debería decir: “descontante”), sino que se cobra el mismo de esta última, pasando a ser esta entidad, por medio del endoso pleno de los efectos descontados la única tenedora legítima de los mismos y, por ende, titular de los créditos incorporados a dichos títulos...”

Pues bien; aun cuando puede que no sea del todo exacto definir al Endoso refiriéndose, sólo, a una de sus modalidades —el Endoso *pleno*—, sin perjuicio

(28) LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 270, aludiendo a las disposiciones de los Ordenamientos inspirados en el modelo de la LUG, de los cuales señalaba que configuran a la Letra de Cambio como título a la orden nato (“*geborene Orderpapier*”), al contrario de cuanto hacía nuestro Código de comercio, de 22 de agosto de 1885, que configuraba a la Letra de cambio como un título a la orden “expreso” (“*gekorene Orderpapier*”). VICENTE y GELLA, A.: *Los títulos...*, cit., pág. 259. RICHARDI, R.: cit., pág. 138. ZÖLLNER, W.: cit., 13ª ed., pág. 82. CHAPUT, Y.: *Effets de commerce...*, cit., pág. 43.

de que se trate de la más importante, lo cierto es que la influencia de la figura del “*Endoso Pleno*”, en la configuración dogmática del “Endoso”, es innegable, hasta el punto de que —hoy por hoy— el Endoso pleno constituye el paradigma del Endoso, y el que reúne, en su plenitud, todos los efectos de esta figura, desde el que es *consustancial a todas las modalidades de endoso* —la eficacia legitimadora— hasta el efecto de garantía, pasando por el, para nosotros, y en punto al comentario de la sentencia, fundamentalísimo “*efecto traslativo*”. En este sentido, una definición del “Endoso” (“pleno”, para ser más precisos) podría atender a su *aspecto negocial*, o bien —alternativamente— a su *aspecto real/traslativo*. Así, p.e., se podría definir como una:

“Declaración contenida en la Letra y suscrita por su actual tenedor, tendente a transmitirla a otra persona, denominada endosatario”,

o como una:

“Declaración puesta en la Letra, por la que el acreedor cambiario transmite a otra persona el derecho incorporado al título, mandando que se pague a esa nueva persona designada o a su orden” ⁽²⁹⁾.

Se trata, como cabe apreciar, de definiciones en las que resalta la adopción de una “perspectiva negocial”, que se aprecia en la alusión que se contiene a la idea de una “declaración de voluntad”. Pero también llama la atención la insistencia con la que se proclama que el objetivo del endoso es *transmitir la propiedad de la Letra* ⁽³⁰⁾. Existe, aquí, una —quizás excesiva— adhesión a los términos —pretendidamente— literales de la Ley Cambiaria, cuyo art. 14, al establecer que:

“*La Letra de cambio, aunque no esté expresamente librada a la orden, será transmisible por endoso...*”,

parece considerar que el Endoso por excelencia es el Endoso pleno o traslativo ⁽³¹⁾. Sin embargo, pese a esta orientación formal de la LCCH, y aun reconociendo que los primeros preceptos sobre los efectos del Endoso están pensados, fundamentalmente, para el Endoso pleno, esto no debe conducir a la equivocación

⁽²⁹⁾ Tales son las definiciones que proponen, respectivamente, SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., 17ª ed., t. II, pág. 67. URÍA GONZÁLEZ, R.: cit., 22ª ed., pág. 940, quien —de todos modos— hace salvedades a su propia definición, señalando que parece pensada exclusivamente para el endoso pleno, cuando existen otros endosos limitados.

⁽³⁰⁾ “*El Endoso implica necesariamente transmisión de la Letra...*”, decía VICENTE y GELLA, A.: *Los títulos...*, cit., pág. 260, aunque, acto seguido, matizara sus palabras.

⁽³¹⁾ En un sentido próximo, creemos, cfr. VERGEZ SÁNCHEZ, M.: “*La Circulación...*”, cit., pág. 452.

ción de identificar la parte con el todo. De hecho, el —parcialmente reproducido— art. 14, LCCH *no dice* que la Letra de Cambio “*se transmitirá*”, *ni* que “*habrá de transmitirse*”, *ni* tampoco que “*sólo podrá transmitirse*”... por endoso: únicamente dice que será transmisible de esa forma, lo cual —a nuestro entender— no supone, en modo alguno, una proscripción, *ni* una exclusión o rechazo legal de otros procedimientos de transmisión, pero tampoco supone reducir el significado del Endoso, al de simple instrumento de transmisión de la titularidad. De todos modos, el art. 17, LCCH dice que el Endoso “*transmite todos los derechos derivados de la Letra de Cambio*”, y —al expresarse en estos términos— silencia, por completo, cualquier alusión al concepto jurídico en que se produce esa transmisión⁽³²⁾. Este silencio, empero, podría ser objeto de una doble interpretación contradictoria o alternativa; a saber:

- Podría interpretarse en el sentido de que la palabra “transmisión” equivale a “enajenación”, o bien —alternativamente—,
- podría interpretarse que la palabra “transmisión” no equivale a “enajenación”; que es una palabra que ha de ser interpretada en una acepción distinta de la de “enajenación”; es decir, que el precepto no ha querido referirse a la transmisión de la “propiedad” de la Letra⁽³³⁾.

De admitirse esta segunda interpretación, habría quedado rota la conexión entre “Endoso” y “Propiedad”, superándose —así— la dificultad inicial que representaba esa relación biunívoca, frente a la posibilidad de construir un concepto único y unitario, que englobe todas las modalidades de endoso: plenas y limitadas, así, podría decirse que se trata de una mención contenida en la Letra, por la que un portador de la misma, la transmite a un nuevo portador⁽³⁴⁾.

Hay más endosos que el Endoso pleno y, por este motivo, una definición del “Endoso” como concepto que designa a una categoría, debiera eludir la referencia a la “transmisión” de la Letra, aunque conservando de las definiciones propuestas aquellos elementos o factores generalizables a todas las modalidades de endoso, y caracterizadores del conjunto de todas ellas, frente a otras figuras de circulación de los bienes y los derechos.

(32) VERGEZ SÁNCHEZ, M.: “La Circulación...”, cit., pág. 452.

(33) Vid. LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 271. VICENTE Y GELLA, A.: *Los títulos...*, cit., pág. 260, en relación con la legislación anterior, como hacía —por el contrario— el antiguo y hoy derogado art. 461, Cdc.

(34) Tal es el criterio que defienden VERGEZ SÁNCHEZ, M.: “La Circulación...”, cit., pág. 452, o LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 271, aunque luego termine por señalar que el endoso más normal y característico es el endoso pleno, y que los demás son supuestos especiales, con efectos *reducidos*. VICENTE Y GELLA, A.: *Los títulos...*, cit., pág. 260, en relación con la legislación anterior.

Este criterio que mantenemos, parece enfrentarse —siquiera sea formalmente— con el mantenido por la Profesora Mercedes VERGEZ, que —bien por el contrario— insiste en la idea del Endoso como instrumento de transmisión de la Letra ⁽³⁵⁾. Sin embargo, frente a la tesis mantenida por la Autora, creemos que cabe hacer una doble consideración crítica: positiva, en un aspecto, pero negativa, en otro: por una parte, no podemos admitir una conclusión que se base, *a limine*, en una deformación del propio sentido de la idea de “transmisión”, porque si bien puede hablarse —en Derecho— de “transmisiones plenas” y de “transmisiones limitadas”, también es cierto que la Ley Cambiaria, cuando habla de “transmisión” o de “transmitir”, lo hace siempre en el sentido de aludir a las transmisiones “plenas”.

Por consiguiente, hablar de que todos los endosos tienen por objeto la realización de la función “transmisora”, para luego decir que con un alcance diferente en cada caso, es no aclarar nada.

Sin embargo, estimamos que el criterio de la Profesora VERGEZ resulta muy acertado, desde el punto de vista metodológico, ya que —en efecto—, junto a la figura prototípica del Endoso pleno o traslativo, es preciso reconocer la presencia de endosos “limitados”, pero sin concebirlos como falsos endosos o como endosos impropios, lo que supone que es preciso reducirlos todos a la unidad: todos los endosos que contempla la Ley cambiaria —tal vez con las únicas excepciones de aquellos que son extemporáneos, o que se llevan a cabo sobre letras no endosables— son verdaderos endosos; todos ellos resultan incardinables en la categoría conceptual del “Endoso” “con mayúscula”. Y esto es así, porque todos comparten un rasgo común, que no es otro que el *efecto de legitimación*.

III. EL CONTRATO BANCARIO DE DESCUENTO, COMO TÍTULO TRASLATIVO DEL DOMINIO Y LOS TÍTULOS CAMBIARIOS

Ahora bien: si los títulos-valores son susceptibles de constituir el objeto de relaciones jurídico-reales, de relaciones dominicales, hay que concluir que,

(35) Así, la Autora afirma que lo que define a todos los endosos, y por consiguiente, al “Endoso”, en sí, como institución, es —precisamente— un rasgo o un elemento que aparece como característica fundamental, en el art. 14, y que vuelve a manifestarse en el art. 17, LCCH; ese rasgo o ese elemento es la transmisión de la Letra de cambio; una transmisión —además— cuya naturaleza y alcance se aprecian con mayor claridad por contraposición a la otra vía de circulación de la Cambial, que es la “Cesión de la Letra”, contemplada en el art. 24, LCCH. Ahora bien, lo que sucede —continúa la Profesora VERGEZ— es que no todas las “transmisiones” de la Letra de Cambio poseen el mismo alcance, de manera que en todos los endosos se operaría la función transmisora de la Letra, aunque —eventualmente— esta pudiera tener unos efectos limitados (VERGEZ SÁNCHEZ, M.: “La Circulación...”, cit., pág. 452 y s.).

igualmente, *podrán ser objeto de tráfico*, ya que el derecho de “*disponer*” es el otro elemento esencial del derecho de Propiedad, al menos en la dicción del art. 348, CC. De hecho, la nota característica fundamental de los títulos-valores es su “*esencial transmisibilidad*”.

Esa “*disposición*” sobre los títulos-valores ha de tener —o, por lo menos, puede tener— lugar por unos cauces que son los propios del Derecho de cosas; razón por la cual, se someten a lo dispuesto en el art. 609, CC; es decir: que de ellos se puede afirmar que su propiedad puede ser transmitida y adquirida —entre otras vías— “*...por consecuencia de ciertos contratos mediante la tradición*”.

Mas, con ser —el art. 609, CC— una norma tan importante, sorprende que su análisis frecuentemente *silencie el problema de cuáles pueden ser esos contratos*: ciertamente se habla de las compraventas, las permutas... Pero, *¿y contratos atípicos, como el Descuento? ¿Cabe atribuirles esos efectos alienatorios/adquisitivos, a los que alude el art. 609, CC? La cuestión replantea la problemática general de la “atipicidad”, tanto en el plano de los derechos reales, como de los contratos... Pero, a decir verdad, se trata de una cuestión algo más compleja, porque no se trata, simplemente, de determinar si caben los derechos reales atípicos —creemos que no—, o si es posible la atipicidad contractual —por supuesto que sí—, sino de saber si la eficacia real/traslativa está limitada sólo a algunos contratos específicos, o es susceptible de existir en otros.*

A este respecto, no podemos dejarnos engañar por la aparente *oclusión del conjunto de contratos traslativos, regulados en nuestras leyes*: ciertamente nuestro ordenamiento conoce la Compraventa, la Donación, el Mutuo, el Censo, la Enfitéusis, la Sociedad (con aportaciones patrimoniales), así como otros negocios jurídicos, como, p.e., el *abandono a los aseguradores del objeto asegurado*; negocio unilateral, propio de los seguros de transporte sobre intereses relativos al medio de locomoción, al que se reconoce eficacia traslativa del dominio... Pero, *¿se trata de una lista cerrada? ¿O acaso se benefician los “dingliche Verträge” del reconocimiento de la atipicidad y del numerus apertus?*

A nuestro entender la respuesta ha de ser la *afirmativa*: los contratos traslativos del dominio *no constituyen una categoría cerrada*, y esto es así, porque la eficacia traslativa —en el fondo— se basa en la *voluntad negocial, más que en la Ley*: la Ley solo es soberana para *determinar los efectos de la relación in re*, y por eso no cabe la atipicidad en los derechos reales, *pero la Ley pasa a un segundo plano, tras determinar que la eficacia traslativa requiere de la tradición*. Dicho de otro modo: la Ley se ocupa de reconocer la eficacia real, una vez que el contrato —*título*— se ha visto acompañado del *modo*, pero *apenas interviene en el plano estrictamente negocial*, ya que —en principio— el mundo de lo negocial es el marco de la *autonomía privada*. Así, la Ley no puede hacer otra cosa que *reconocer y admitir la voluntad alienatoria de los particulares, cualquiera que sea el contrato en el que se manifieste, incluso aunque sea atípico.*

Lo único que excluye la Ley —y aun esto, con matices— es que ciertos contratos, que por su naturaleza no son traslativos del dominio (Arrendamiento, Comodato, Prenda, Hipoteca...), puedan pretender las partes que produzcan efectos alienatorios (p.e.: prohibición del pacto comisorio en la Prenda). Que los “*contratos atípicos*” pueden tener una eficacia traslativa —unidos al correspondiente “modo”— es algo que se deduce de los propios términos del art. 347, CC, el cual alude a:

“...(la) *venta*, (el) *legado*, (la) *donación u otra disposición en que (...)* se transmita (...) (la) *posesión o (la) propiedad...*”,

lo cual podría ser interpretado en el sentido de que la “*otra disposición*” alude a una categoría potencialmente abierta de contratos o negocios jurídicos cuyo contenido incluya la *voluntad de enajenar*, voluntad que podría referirse a la de *transmitir la propiedad de títulos-valores*, como las letras de cambio. En este sentido, el art. 347, CC podría servir para eludir el problema interpretativo de la mención “*ciertos contratos*”, que contiene el art. 609, CC, y que pudiera ser interpretada, eventualmente, como alusiva a un *número tasado de concretos y específicos negocios contractuales*, con exclusión de cualesquiera otros.

1. Naturaleza y objeto del Contrato de Descuento Bancario: El descuento de títulos-valores cambiarios

En el supuesto que contituyó el objeto de la Sentencia que comentamos, las letras de cambio fueron endosadas a una entidad bancaria, como consecuencia de un contrato de descuento; operación bancaria activa que constituye una forma de inversión crediticia a corto plazo ⁽³⁶⁾, dotada de una notable aptitud para la distribución de riesgos, en razón de su propia estructura, y que se basa en

⁽³⁶⁾ Por lo general, los efectos descontados se emiten con vencimientos que no superan los tres meses. De este modo, el descuento permite a los bancos invertir los fondos recibidos de sus clientes, bajo la forma de depósitos a la vista (vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: “El Contrato bancario de descuento”, en VV.AA.: *Contratos bancarios*, Civitas, Madrid, 1992, pág. 266. Idem: “Nuevas reflexiones sobre el Contrato bancario de Descuento y su evolución reciente, en el ámbito de la actividad crediticia”, en VV.AA.: *Contratos bancarios y parabancaarios*, dir. U.Nieto Carol, Lex Nova, Valladolid, 1998, pág. 636. GARRIGUES DIAZ-CAÑABATE, J.: *Contratos bancarios*, 2ª ed., Madrid, 1975, pág. 248. SANTOS MARTÍNEZ, V.: *El Contrato bancario. Concepto funcional*, Bilbao, 1972, pág. 201. HAMEL, J.: *Banques et opérations de Banque*, t. I, Dalloz, 1ª ed., París, 1933, pág. 156. RIPERT, G., ROBLOT, R., DELEBECQUE, Ph. y GERMAIN, M.: *Traité de Droit commercial*, t. II, Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, 14ª ed., París, 1994, pág. 454, quienes señalan cómo muy pronto los antiguos “*comptoirs d’escompte*” se transformaron en “*Bancos de depósito y de descuento*”, que, merced a los depósitos a la vista se procuraban fondos de sus clientes, cuyo empleo en operaciones activas se realizaba de forma más adecuada, a través del Contrato de Descuento, cuyo interés era más elevado que el que los propios bancos pagaban a los depositantes a la vista, obteniendo de este modo un fácil beneficio).

la transmisión de un crédito contra un tercero, cuya transmisión —sin embargo— carece de plenos efectos liberatorios para el transmitente. A la par que proporciona —a los contratantes— un importante grado de liquidez en sus créditos dinerarios contra tercero, porque —además de proporcionar crédito y liquidez monetaria al Cliente— el Banco puede recuperar las cantidades anticipadas, *verificando, en sentido pasivo, la misma operación que —en sentido activo— había llevado a cabo, antes, con el descuentario* (Redescuento) ⁽³⁷⁾.

El Contrato de Descuento podría ser definido en los siguientes términos:

“Contrato por el que el descontante se obliga a anticipar al descuentario el importe de un crédito dinerario, contra tercero y de vencimiento futuro pero determinado (o, por excepción, determinable), a cambio de la detracción de un interusurium y eventuales comisiones, y de la enajenación a su favor del mencionado crédito, asumiendo el descuentario la obligación subsidiaria de restitución” ⁽³⁸⁾.

Con esta definición queremos poner de manifiesto no sólo cuáles son los aspectos estructurales del contrato, sino también su dinámica; su aspecto funcional.

⁽³⁷⁾ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: “El Contrato bancario de descuento”, en VV.AA.: *Contratos bancarios*, cit., pág. 266. FILOSTO, L.: *Corso di tecnica bancaria*, t. II, vol. 1^º, Giuffrè, Milán, 1961, pág. 332. RENAUD, M.: *Traité juridique et pratique de l'Escompte*, París, 1934, págs. 18 y 141. RIPERT/ROBLOT/DELEBECQUE/GERMAIN: *Traité...*, cit., t. II, 14^ª ed., pág. 453 y s. HOPT, K.J. y MÜLBERT, P.O.: “Kreditrecht. Bankkredit und Darlehen im deutschen Recht”, en el *Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen*, dir. por J.Von Staudinger, J. Schweitzer Verlag, KG./Walter de Gruyter, Berlín, 1989, pág. 308.

⁽³⁸⁾ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de descuento*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1990, págs. 86 y ss. Idem: “Nuevas reflexiones...”, cit., pág. 642. Idem: “El Contrato bancario de descuento”, en VV.AA.: *Contratos bancarios*, cit., pág. 267 y s. Idem: “El Contrato bancario de descuento. El Redescuento”, en VV.AA.: *Derecho del Mercado financiero*, t. II, *Operaciones bancarias activas y pasivas*, vol. 1^º, dir. por A. Alonso Ureba y J. Martínez-Simancas y Sánchez, Civitas, Banco Central Hispanoamericano, Madrid, 1994, pág. 443 y s. Idem: “Reflexiones sobre el denominado ‘descuento’ de certificaciones de obra, emitidas por la Administración pública”, en *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 1988, nº 4, diciembre, pág. 100. Nuestra definición ha sido seguida, con mayor o menor literalidad, por FINEZ RATÓN, J.M.: “Doctrina jurisprudencial sobre efectos de la retroacción de la Quiebra en el Contrato de Descuento”, en VV.AA.: *Escritos jurídicos en memoria de Luis Mateo Rodríguez*, t. II, *Derecho privado*, Facultad de Derecho de la Universidad de Cantabria, 1993, pág. 128 y s. CASTILLEJO MANZANARES, R.: *El Juicio ejecutivo basado en pólizas bancarias*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1996, pág. 75. FUGARDO ESTIVILL, J.M.^{3º}: “El Contrato de Descuento y la Acción de restitución. Carga de la prueba e intervención del fedatario público mercantil. Comentario al hilo de la Sentencia del Tribunal Supremo de 1 de febrero de 1995”, en *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 1996, nº 20, sep-

Así, al decir que el banco “se obliga” a anticipar, hacemos referencia a un problema propio de la fase de perfección del contrato, pronunciándonos por su carácter consensual. En consecuencia: así el anticipo del dinero, como la propia transmisión del crédito, constituirán actos, no de perfección, sino de ejecución del contrato.

Por otra parte, al afirmar que el anticipo se verifica “a cambio de” la enajenación del crédito, resaltamos la relación de sinalgmaticidad existente entre anticipo y enajenación.

Además, preferimos hablar de enajenación del crédito, en lugar de utilizar términos como “endoso”, “cesión”, “transmisión” o “transferencia”, ya que los dos primeros son conceptos excesivamente restrictivos, y los dos últimos adolecen de una posible equívocidad.

Y, si decimos —también— “...asumiendo el descuentario la obligación subsidiaria de restitución”, es porque queremos dar a entender que se está en presencia de una verdadera obligación de restituir una cantidad entregada al Descuentario *credendi causa*, nacida directamente del contrato y consustancial o esencial al mismo, sin que quepa hablar de cláusulas de garantía de la *bonitas nominis*, ni de responsabilidad por vicios ocultos, ni de *restitutio in integrum* derivada de la resolución del contrato ⁽³⁹⁾.

A) Naturaleza jurídica y caracteres del Descuento bancario. Especial referencia a su atipicidad

Para determinar cuál sea la naturaleza jurídica del Contrato bancario de Descuento, es preciso analizar conjuntamente la finalidad y la estructura del mismo ⁽⁴⁰⁾. Desde tal perspectiva, se comprueba que el descuento une una

tiembre, pág. 333. BARRIOS ÁLVAREZ, J. y FUGARDO ESTIVILL, J.M.^a: “Los derechos de crédito derivados de contratos administrativos, como objeto de negocios de financiación y garantía. Especial referencia a las certificaciones de obra”, en VV.AA.: *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, t. II, *Garantías reales*, vol. 1^º, *Garantías mobiliarias*, coord. U. Nieto Carol y M. Muñoz Cervera, Civitas, Madrid, 1996 pág. 1072; o MOXICA ROMÁN, J. y MOXICA PRUNEDA, G.A.: *Las pólizas bancarias. Ejecución, oposición y prelación (Análisis de Doctrina y Jurisprudencia. Formularios)*, Aranzadi, Pamplona, 1993, pág. 153.

⁽³⁹⁾ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de descuento*, cit., págs. 86 y ss. Idem: “El Contrato bancario de descuento”, en VV.AA.: *Contratos bancarios*, cit., pág. 267 y s. Idem: “El Contrato bancario de descuento. El Redescuento”, en VV.AA.: *Derecho del Mercado financiero*, cit., pág. 443 y s. Idem: “Nuevas reflexiones...”, cit., pág. 642 y s.

⁽⁴⁰⁾ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 210 y s. Idem: “Nuevas reflexiones...”, cit., pág. 680. ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: *Derecho del Mercado financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997, pág. 445 y p.

estructura de intercambio —similar a la de la Compraventa⁽⁴¹⁾— con una finalidad crediticia —propia de contratos como el Préstamo—, pero opino, y ya lo he manifestado en otras ocasiones, que una y la otra no deben entenderse recíprocamente excluyentes, sino todo lo contrario, como creo poder demostrar.

El que una estructura contractual de intercambio y una finalidad crediticia puedan coexistir en un mismo tipo contractual, sin que ninguna de ellas excluya o se contraponga a la otra, podría resultar sorprendente, si no se contemplase el factor caracterizador de la causa, que la especifica incluso dentro de los contratos de crédito: la búsqueda de liquidez, como reconoció la STS de 1 de febrero de 1989⁽⁴²⁾. Esta finalidad ha sido asumida y objetivizada por el Ordenamiento jurídico, que la ha considerado digna de tutela, y que ha creado —a tal fin—, o ha reconocido y dado carta de naturaleza, a la figura del Contrato de Descuento⁽⁴³⁾.

(41) Los defensores de esta teoría afirman que —en definitiva— el contrato de descuento no es otra cosa que la compraventa de un crédito, aunque sirva para satisfacer funciones “de liquidez”, e incluso “crediticias” en sentido amplio (vid. ARENA, A.: *Lo Sconto della carta commerciale*, 0 Milán, 1936, pág. 25. Idem: “Lo sconto documentale”, en BBTC, 1950, págs. 302 y ss. BRUNETTI, A.: “Operazioni bancarie su tratte documentate”, en RDC, 1933, I, págs. 234 y ss. GALGANO, F.: *Diritto civile e commerciale*, cit., t. II, vol. 2º, pág. 138. BAUMBACH/HEFERMEHL: cit., 17ª ed., pág. 165 y s. GRÜNHUT, C.S.: *Lehrbuch des Wechselrechts*, Leipzig, 1900, pág. 5. LOCHER, E.: cit., pág. 69. GIERKE, J.Von: *Handelsrecht und Schiffsfahrtsrecht*, Walter de Gruyter, Berlín, 1958, pág. 492. HOPT/MÜLBERT: cit., pág. 309, quienes señalan que, por regla general, el Descuento deberá ser considerado una Compraventa; calificación a la que no obstará el hecho de que se persiga la restitución del crédito, por el pago de un tercero coobligado cambiario. SANDKÜHLER, G.: *Bankrecht. Ein Leitfaden für Ausbildung und Praxis*, Carl Heymanns Verlag, KG. 2ª ed. reelaborada, Colonia/Berlín/Bonn/Munich, 1993, , pág. 82. Recientemente, en nuestro país: DE CASTRO, J.L.: “Contrato de Descuento”, en VV.AA. *Enciclopedia jurídica básica*, Civitas, t. I, ABA-COR, Madrid, 1995, págs. 1573 y ss.).

(42) Vid. STS de 1 de febrero de 1989, ponente, Sr. Malpica González-Elipse, en *La Ley*, nº 2212, del viernes, 21 de abril de 1989, pág. 12 y s., según la cual, el contrato de descuento, si bien es un contrato de crédito, lo es también de liquidez, porque supone el intercambio de un activo financiero, por un activo monetario, efectuado con carácter pleno y poseyendo, por consiguiente, *virtualidad traslativa*.

Esta afirmación demuestra que la propia causa del contrato de descuento es singular, *en el plano de los contratos de crédito*, ya que no estrictamente nueva. Se trata de una finalidad *sui generis*, que no puede ser confundida con los motivos personales de obtener liquidez vendiendo un crédito (ni siquiera con la cláusula “salvo buen fin”). El descuento posee un carácter *sui generis* precisamente porque una motivación subjetiva, muchas veces repetida en la práctica contractual, fue asumida y objetivizada por el Ordenamiento jurídico concediéndole un cauce jurídico nuevo para su satisfacción, ya que los tradicionales eran insuficientes e incompletos.

(43) Cuando en el tráfico se materializan finalidades económicas constitutivas de intereses dignos de protección, el Ordenamiento jurídico acaba por proporcionarles una vía de satisfacción. En este caso, un interés social que consistiría en la necesidad de obtener dinero a crédito, desprendiéndose de un valor económico actual, pero no realizable (un crédito dinerario contra tercero, aún no vencido), ha encontrado su cauce o vía jurídica de satisfacción en un

Diversas decisiones jurisprudenciales han puesto de manifiesto que los contratos de descuento no se ven afectados por la retroacción concursal, que sólo debe afectar a aquellas operaciones, negocios o actos jurídicos que objetivamente produzcan un empobrecimiento de la masa y el consiguiente perjuicio a la *par conditio creditorum*. Y si el Descuento no se ve afectado por la retroacción concursal es porque la salida de elementos patrimoniales (dinero o créditos) se encuentra compensada por la entrada de sus equivalentes económicos (respectivamente, créditos y dinero). Y ante esta situación parece más lógico abogar por una concepción del contrato de descuento que, *sin dejar de ver en él un contrato de crédito*, lo configure como un contrato en cuyo seno se produce un intercambio inmediato de valores patrimoniales.

La noción de “*liquidez*” sugiere —por tanto— la idea de sustitución de valores: se enajena un activo financiero, a cambio de un activo monetario, plenamente líquido (vid. STS de 21 de marzo de 1988). Este intercambio, sin embargo, *no puede considerarse como demostrativo de la existencia de un contrato de compraventa* —como pretende algún autor⁽⁴⁴⁾—, porque el propio Tribunal Supremo fue claro al insistir que, en él, existía un anticipo dinerario otorgado *credendi causa*. Igualmente, la referida idea pudiera dar lugar a considerar el Descuento como una especie de “Permuta financiera” —a la manera que hace, aunque sospechamos que de forma meramente descriptiva, y no en

contrato de intercambio de valores económicos equivalentes: el Descuento. He aquí una función económica y he aquí una estructura. Todas las posturas doctrinales expuestas resultaban insuficientes porque no eran capaces de superar el prejuicio de suponer que una función crediticia sería incompatible con una estructura de intercambio. Pero la realidad de las cosas ha sido más fuerte que la rigidez de los esquemas tradicionales, y ha puesto en evidencia la compatibilidad entre ambos elementos (GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 213).

Reconocida la finalidad de liquidez por diversos autores, como el alemán SANDKÜHLER, G.: *Bankrecht...*, cit., pág. 82, quien, sin embargo, sigue predicando del Descuento, su naturaleza de contrato de compraventa, otros autores han considerado que esa función determinaba el carácter *sui generis*; la *especificidad* del Contrato de Descuento, como *contrato de liquidez* (vid. FERRO-LUZZI, P.: “Lo Sconto”, en VV.AA.: *Le operazioni bancarie*, dir. por G.L.Portale, Giuffrè, t. II, Milán, 1977. CAMPOBASSO, G-F.: *Diritto commerciale*, t. III, *Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, Utet., Turín, 1992, pág. 118. SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones...*, cit., t. II, 19ª ed., pág. 363. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.: “Calificación jurídica del ‘Crédito de descuento’...”, cit., t. II, pág. 1799. FINEZ RATÓN, J.M.: “Doctrina jurisprudencial sobre efectos...”, cit., pág. 133. FUGARDO ESTIVILL, J.M.ª: “El Contrato de Descuento y la acción...”, cit., pág. 335. VICENT CHULIÁ, F.: *Compendio crítico de Derecho mercantil*, t. II, Bosch, 3ª ed., Barcelona, 1990, pág. 455. Idem: *Introducción al Derecho mercantil*, Tirant lo Blanch, 9ª ed., totalmente revisada, adaptada a los nuevos Planes de Estudios y orientada a la praxis, Valencia, 1996, pág. 645).

(44) DE CASTRO, J.L.: “Contrato de Descuento”, cit., pág. 1576.

sentido propio, ZUNZUNEGUI ⁽⁴⁵⁾—, porque, efectivamente, cabría sostener que se produce un intercambio de “cosa” —el crédito descontable— por otra “cosa” —el dinero—, que no se configura en el Descuento como un “precio”, a la manera que en la Compraventa, sino como un bien apto para su trueque por otro. Y la permuta sería “financiera” porque se intercambian activos financieros de diferentes grados de liquidez.

Sin embargo, aunque esta caracterización del Contrato de Descuento como “Permuta financiera” parece sugestiva, *no puede ser compartida*, e incluso la propia denominación sería engañosa y podría conducir a error, por el riesgo de confundir al Descuento con el Contrato de “Swap”, al que se ha calificado como “Permuta financiera”, aun cuando —tal vez— la denominación le cuadrara mejor al Descuento. En primer término, hemos de señalar que nuestra intención nunca fue la de calificar al Descuento como “Permuta”, sino simplemente describir un fenómeno económico de intercambio entre activos con diferente grado de liquidez, que es el rasgo más característico —aunque no el único— del Contrato de Descuento. En segundo lugar, porque realmente es difícil de sustentar la tesis de que el dinero entregado pueda ser considerado como “cosa”, y no como suma dineraria.

A mi entender, sin embargo, cabría sugerir otra formulación —ciertamente sugestiva— según la cual el objeto permutado por el crédito descontado no es el dinero/cosa, sino el “Anticipo”/“prestación de *facere*”. Ahora bien; aunque creo que esta nueva concepción del Descuento sería verosímil y defendible, en cambio no serviría para configurar al Descuento como modalidad de la “Permuta”, porque nuestro Ordenamiento positivo no concibe, como figura típica, la permuta de cosa por servicio, sino solamente la permuta de cosa por cosa. Pero, además y sobre todo, porque, si bien la función del dinero entregado al Descontatario —o de los activos financieros de similar grado de liquidez—, no es la de ser un “precio”, *su condición de anticipo reembolsable, desplaza el Descuento fuera del ámbito de la Permuta*, e incluso *fuera del ámbito de la “Permuta financiera” (“Swap”)*, que tampoco es un contrato de “Permuta”, propiamente dicho, para aproximarlos al ámbito de los contratos “de crédito”.

En otro orden de cosas, la realidad de la contratación bancaria, como contratación “empresarial”, hace patente que los bancos que descuentan créditos lo hacen en el ejercicio de una actividad de “intermediación crediticia indirecta”,

(45) ZUNZUNEGUI PASTOR, F.: cit., pág. 446, quien señala que la calificación del Descuento como “Permuta financiera” es obra de “algún autor”, lo que me mueve a concluir que se refiere a mí, porque en algunas ocasiones he aludido a la idea de “sustitución de activos financieros” y de “permuta de activos financieros y monetarios” (vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 213. Idem: “El Contrato bancario de Descuento”, en VV.AA.: *Contratos bancarios*, cit., pág. 277 y 279).

de modo que —desde la perspectiva de los bancos descontantes— no se compran créditos, sino que se anticipa su importe. Y no se diga que, este es un simple motivo y que —además— es un motivo unilateral, ya que —por otra parte— en la medida en que se trata de una contratación empresarial, la misma se producirá en masa, y —por la misma razón— en ella los bancos recurrirán masivamente, casi me atrevo a decir que esencialmente, a la contratación por condiciones generales.

Pues bien; con independencia del asentimiento generalizado entre nuestra Jurisprudencia, acerca de la causa crediticia del Descuento —y en su especificidad como contrato de liquidez—, lo cierto es, además, que descendiendo a las concretas y singulares relaciones contractuales, el hecho de que se trate de contratos de adhesión a unas condiciones generales predispuestas por una sola de las partes —el Banco—, nos obliga a formular la siguiente reflexión: si la Causa del contrato debe venir determinada por el consentimiento —de conformidad con el art. 1262, CC (“Concurso de la oferta y la aceptación sobre la cosa y la causa que han de constituir el contrato”)—, resulta que el consentimiento —cuantitativa, aunque no, exclusiva ni cualitativamente— relevante es el de la Entidad de crédito predisponente, que, en este sentido, predispone el contenido del contrato, en términos prácticamente unilaterales.

Pero si el poder de la voluntad del banco es tal, *¿por qué no considerar que alcanza a predeterminar propia “causa” del Contrato, en la medida en que lo vincula a la función de intermediación en el “Crédito”, que es propia de su actividad empresarial?*

En resumen: la “causa” del contrato de Descuento, ya se entienda en su acepción subjetiva u objetiva; ya se configure como la “Causa/función” (o “causa impropia”), o como la voluntad coincidente de las partes sobre la finalidad del contrato... es una causa crediticia y de liquidez, y no una mera causa de intercambio. Dentro del Descuento —contrato de crédito, porque comporta la concesión de un anticipo dinerario, pero también contrato de “liquidez”— es concebible detectar la presencia de prestaciones recíprocas, sinalagmáticas, que son las que traducen al plano jurídico el fenómeno económico de la liquidez: transmitir el crédito, a cambio de recibir su importe (solo que, como nos encontramos ante un contrato de crédito, la recepción de ese importe se hace con la obligación de restituirlo, en caso de mal fin). Es posible que existan analogías con otras figuras contractuales, pero esta similitud sólo servirá para aplicar analógicamente algunas de las normas propias de estos últimos, allí donde la existencia de una identidad de razón lo permita.

El Descuento es, por tanto, un contrato *autónomo* y *atípico*, aunque no innominado, ya que aparece reconocido y dotado de un *nomen iuris* en algunas disposiciones, pero que —si antaño contaba con alguna muy simple e incompleta regulación—, hoy por hoy ha sufrido un proceso de casi total “*desinstitu-*

cionalización”⁽⁴⁶⁾. Es un contrato principal, no accesorio de ningún otro, que posee *una causa sui generis*: la *causa credendi atque liquiditatis*. Y una estructura también *sui generis*, por lo que a su aspecto crediticio se refiere: una estructura de intercambio y de sinalagmaticidad entre dos obligaciones que nacen de él.

La bilateralidad del descuento posee un doble sentido: uno, el que acabamos de señalar. El otro deriva de la condición del descuento, como contrato *de crédito*: se aplaza el deber de restitución de una suma dineraria (el anticipo obtenido, a cambio del crédito) y se percibe, a cambio, un interés detraído *ex ante* y no *ex post*, que se denomina *interussurium* o *descuento*, y que constituye la contraprestación del *pactum de non petendo*, que se presenta en el descuento igual que en cualquier otro contrato de crédito.

B) La Letra de Cambio, como objeto de tráfico jurídico y como objeto paradigmático del Contrato de Descuento

En el Contrato de Descuento se produce un intercambio de prestaciones diversas; algunas de ellas son prestaciones dinerarias —como la de efectuar el anticipo, la de restituirlo y la de pagar intereses y comisiones—, razón por la cual no vamos a detenernos en analizar el objeto material de estas prestaciones —el Dinero—, que solamente nos interesará en la dinámica de su cumplimiento, y que —por consiguiente— habrá de ser tratado en el ámbito del contenido y ejecución del contrato. Pero otras prestaciones —de entre las que incumben al Descontatario— tienen por objeto “*créditos*”; “*créditos*” de los que se dice que han de ser “*descontables*”⁽⁴⁷⁾. Y, habida cuenta de la finalidad económica que persigue la institución del Descuento bancario, y que se ha convertido en su “*causa*”. Habida cuenta de que este contrato bancario tiene por objetivo la *obtención de liquidez, mediante el intercambio de activos financieros no monetario por dinero*; es decir —y más precisamente—, el permitir a un Acreedor de suma dineraria la disposición anticipada de una cantidad equivalente al importe que se le adeuda, mediante el recurso a la obtención de crédito bancario, cabe sospechar, no sólo que *el “crédito” a descontar deberá poseer una aptitud mínima* para que, sobre él, pueda concederse un anticipo, *y para que el reembolso de ese anticipo pueda obtenerse, precisamente, recurriendo al propio crédito que se descuenta* —y se transmite—, sino también que existe una gama

(46) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: “Nuevas reflexiones...”, cit., pág. 629 y s. ZUNZUNEGUI, F.: cit., pág. 445.

(47) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 256 y s. Idem: “Nuevas reflexiones...”, cit., pág. 698.

de créditos que, por sus circunstancias, reclaman, sobre sí, la verificación de un descuento ⁽⁴⁸⁾.

Pues bien, si hay un crédito especialmente adecuado para constituir el objeto del Contrato bancario de Descuento, por todas las razones antes expresadas, ese crédito *es el que se halla incorporado en una Letra de Cambio*. En efecto, la Letra de cambio —sobre todo en España— se ha convertido en el objeto por excelencia del Contrato de Descuento ⁽⁴⁹⁾, el cual —a su vez— se halla estrechamente vinculado a la propia historia de la Cambial y a sus funciones económicas características; especialmente a la función de este efecto de comercio como “instrumento de crédito”. Incluso cabría afirmar que, en gran medida, el éxito del Descuento descansa sobre la base del mecanismo jurídico de protección del Acreedor cambiario, a quien se ha dotado de acciones ejecuti-

(48) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 257. Idem: “Nuevas reflexiones...”, cit., pág. 699.

(49) CASALS COLLDECARRERA, M.: *Estudios de Oposición cambiaria*, t. V, Bosch, Barcelona, 1990, pág. 412, quien señala que, entre sus elementos estructurales, hay que hacer notar la presencia de una Letra de cambio que representa un crédito contra tercero, aún no vencido. BROSETA PONT, M.: *Dictamen que presenta a petición del Consejo Superior de Cámaras de Comercio Industria y Navegación, sobre los graves problemas que en la actualidad soportan la Letra de cambio y el Cheque; sobre las exigencias y principios que deben tenerse en cuenta para la reforma del régimen jurídico actualmente vigente; sobre si las Leyes Uniformes de Ginebra pueden o no resolver los actuales problemas del tráfico cambiario español, mediante su simple ratificación, o si, por el contrario, debe elaborarse un proyecto de ley que no presuponga la mera ratificación de tales Convenios, y, finalmente, sobre las observaciones, las modificaciones y, en su caso, las adiciones que pueden y deben formularse al “Anteproyecto de Ley Cambiaria y del Cheque”*, Valencia, s/f, mecanografiado inédito, pág. 17. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Contratos bancarios*, cit., 2ª ed., pág. 257. PÉREZ ESCOLAR, R.: *El Contrato de Descuento*, Madrid, 1982, pág. 203. GARNICA SAINZ DE LOS TERREROS, C.: “La posibilidad de ejercicio simultáneo de las acciones causal y cambiaria, derivadas del Contrato de Descuento”, en VV.AA.: *Derecho del Mercado financiero*, cit., t. II, vol. 1º, pág. 493. COLAGROSSO, E.: *Diritto bancario*, 1ª ed., Roma, 1947, pág. 242. MINERVINI, G.: “La costruzione dello sconto bancario”, en BBTC, 1949, I, págs. 109 y 126. MOLLE, G.: “I contratti...”, cit., págs. 108 y ss. RIVES LANGE, J.L.: *Les problèmes juridiques posées par l’Opération d’Escompte*, París, 1962, pág. 109. RIVES LANGE, J.L. y CONTAMINE-RAYNAUD, M.: *Droit bancaire*, Dalloz, 6ª ed., París, 1995, pág. 468 y s., nota 2, quienes califican como “excepcionales” las demás hipótesis de descuento no cambiario. En sentido similar, vid. PÍNEL LÓPEZ, E.: “Las nuevas formas de ‘descuento’ bancario”, en VV.AA.: *Contratos bancarios*, Colegios Notariales de España, Madrid, 1996, pág. 288, quien señala que son características del Descuento el que se trata de una operación que se concierta a instancia del acreedor del crédito que se va a descontar, que genera intereses y comisiones a favor de la entidad descontante y que *su instrumentación se articula a través de documentos cambiarios*; razón por la cual tiende a negar que haya “descuento” en aquellas operaciones que no proporcionan al Banco acciones cambiarias.

vas, y no sólo declarativas, y cuya posición jurídica ha sido reforzada por un riguroso sistema de inoponibilidad de excepciones ⁽⁵⁰⁾.

En efecto: la Letra de Cambio reúne las condiciones esenciales que han de concurrir en el objeto del Contrato bancario de Descuento —a saber: tiene que tratarse de un *crédito pecuniario, contra tercero* y de *vencimiento aplazado*—, y las reúne *en su forma más clara y perfecta*.

a) Tiene que ser un crédito de contenido pecuniario ⁽⁵¹⁾

En primer lugar, es necesario que el objeto sea un derecho de crédito. La idea de que el título o el crédito se entrega o cede *pro solvendo* supone que el derecho transmitido debe ser realizable por medio de un “cobro” o “exacción”; característica que sólo poseen los derechos de crédito ⁽⁵²⁾, en contraste con los derechos reales e incluso con los derechos corporativos o de participación societaria ⁽⁵³⁾.

Por otra parte, el crédito ha de ser pecuniario, pues —a pesar de que, en un plano meramente teórico, es concebible el descuento de créditos cuyo objeto sea la entrega de una suma de cosas fungibles y homogéneas—, hemos de tener en cuenta que *el descuento nació y vive aún vinculado a la función de movilizar*

⁽⁵⁰⁾ GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Tratado...*, cit., t. II, pág. 182. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 283.

⁽⁵¹⁾ VAN RYN/HEENEN: cit., t. IV, pág. 344. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., págs. 270 y ss. GARNICA SAINZ DE LOS TERREROS, C.: cit., pág. 492.

⁽⁵²⁾ ANGELONI, V.: *Lo sconto...*, cit., págs. 168 y s., quien justifica esta exigencia, por el uso que —para él— se hace de la *datio pro solvendo*, en el contrato de descuento. Otros derechos patrimoniales, como por ejemplo los derechos “reales”, aunque tengan un contenido susceptible de estimación económica y se encuentren *in commercio*, no permiten que se pueda hablar de percepción de manos de un tercero, porque su objeto no es una prestación —un comportamiento ajeno—, sino que recaen directamente sobre las cosas.

⁽⁵³⁾ Y aunque no creo posible reducir el Descuento a un simple Mutuo unido a una dación para pago, me parece que el razonamiento expuesto es perfectamente aplicable al Contrato de Descuento, ya que, evidentemente, en este negocio la finalidad económica de obtener liquidez y crédito se materializa en un anticipo, cuya restitución por el descontatario depende de la efectiva percepción por el descontante de un crédito contra tercero (vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: “Descuento bancario y Descuento documentario...”, cit., pág. 179).

Si no fuese así, podríamos encontrarlos con supuestos de “dación *pro soluto*”, con supuestos de “pago por cesión de bienes” (en la que se confiere al acreedor la facultad de enajenar los bienes del deudor, quedando éste liberado hasta donde alcance el valor efectivo de los bienes cedidos), con supuestos de préstamo con garantía pignoratícia o con figuras de garantía fiduciaria. Pero no con un verdadero descuento.

el crédito dinerario ⁽⁵⁴⁾. Este carácter dinerario del crédito descontable constituye un dato pacífico e incontrovertido, evidenciado por la práctica mercantil y bancaria de la operación, y si los autores tampoco mencionan esta exigencia —lo cual no es siempre rigurosamente cierto ⁽⁵⁵⁾— ello se debe a que la misma es tan obvia que la sobreentienden.

Abundando en esta idea, cabe afirmar con prestigiosos autores que, por su propio mecanismo, el Descuento no puede referirse más que a créditos o títulos-valores que representen un crédito cuyo montante económico esté perfectamente determinado, lo que supone necesariamente créditos de *suma de dinero líquida*. Por consiguiente, no basta que el crédito tenga contenido dinerario; *es preciso que la cantidad se encuentre absolutamente determinada*. Ni siquiera sería suficiente la simple *determinabilidad*, porque el descuento conlleva un anticipo de suma determinada, por la que se percibe un interés retributivo en forma de “descuento” —*a priori*—, sobre el nominal del crédito. Y esta técnica de verificación del anticipo y cálculo de los intereses no sería posible si no se conociera de antemano la cantidad concreta que va a ser objeto de cuenta. Además, es preciso tener en cuenta que si el importe del crédito representa la medida del anticipo, también representa la medida de las posibilidades de reembolso, toda vez que su cobro del tercero deudor supone la satisfacción plena del descontante que recibe —precisamente— el capital anticipado ⁽⁵⁶⁾.

Pues bien: la Letra de Cambio satisface cumplidamente estas exigencias, porque se trata de un:

“título-valor a la orden, formal, completo y ejecutivo, que contiene una obligación incondicional o varias obligaciones incondicionales, sustantivas y solidarias, de pagar o hacer pagar al vencimiento, a su tomador o al sucesivo poseedor, legitimado regularmente por el endoso, cierta cantidad de dinero en lugar determinado” ⁽⁵⁷⁾.

⁽⁵⁴⁾ Por este motivo, no debe extrañar el que sean escasos los autores que hacen referencia expresa a este requisito. Como indica MINERVINI, a pesar de que esta condición no se encuentra recogida en el artículo 1.858, Cod.civ.it., se puede ver una referencia implícita a ella en la idea de “percepción” o “detracción de un interés” por parte del Banco, expresión que el *Codice Civile* reserva exclusivamente para los créditos pecuniarios. MINERVINI, G.: *Lo Sconto bancario*, Nápoles, 1949, pág. 76. Idem: “La costruzione...”, cit., págs. 107 y s.

⁽⁵⁵⁾ COLTRO-CAMPI, C.: cit., pág. 408. MESSINEO, F.: *Manuale di Diritto civile e commerciale*, Giuffrè, 9.ª ed., t. V, Milán, 1972, pág. 146, entre otros, reconocen explícitamente la necesidad de que el objeto sea un crédito dinerario.

⁽⁵⁶⁾ ANGELONI, V.: *Lo sconto...*, cit., pág. 159. RIVES LANGE, J.L.: *Les problèmes...*, cit., pág. 106.

⁽⁵⁷⁾ LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, págs. 128 y s.

Este título-valor se caracteriza por hacer hincapié en un rasgo que, por el contrario, no posee el Pagaré: *el Mandato puro y simple de pagar una suma dineraria*, que el Librador dirige al Librado. La presencia de este mandato de pagar constituiría el factor diferenciador entre la Letra de cambio, propiamente dicha, y el Pagaré cambiario ⁽⁵⁸⁾. Y, en este sentido, ya VICENTE Y GELLA —entre nuestros mercantilistas— caracterizaba a la Letra de Cambio como:

“Una orden incondicional dada de forma escrita por una persona a otra, y firmada por aquélla, requiriendo a esta para que pague en cierto tiempo y determinado lugar la suma fijada, y cuyo pago deberá hacerse a la persona designada en el documento o a quien a su vez ésta designe, transmitiéndole el título por medio del endoso” ⁽⁵⁹⁾.

El mandato que va ínsito en toda Letra de cambio, debe referirse —como hemos dicho— al pago de una suma determinada. Se trata —por tanto— de una orden referida al pago de una *cantidad de dinero*, pues —aunque, en pura teoría, sería dable concebir una letra girada en una determinada cantidad de cosas

⁽⁵⁸⁾ Este es, de hecho, el criterio seguido en la definición que de la Letra de Cambio ofrecen, tanto la Secc. 3ª, nº 1, B. of E. Act inglesa, cuando señala que:

“Una Letra de cambio es una orden incondicional y escrita, dirigida por una persona a otra, firmada por la persona que la da, requiriendo de su destinatario que pague, a la vista o en una fecha futura, fija o determinable, una suma cierta de dinero, a la orden de una determinada persona o al portador”

Como el art. 3-104, (2), a), UCC norteamericano, cuando establece que:

“... (2) Todo documento que cumpla con los requisitos establecidos en la presente sección es:

a) Una Letra de Cambio (*‘draft’*) si es una orden...”

El que esa “orden”, a la que se refiere el art. 3-104, UCC, tenga por contenido el mandato de pagar una determinada suma dineraria, viene reconocido por los comentaristas del UCC: cfr. VV.AA.: *Uniform Commercial Code. 1987 Official Text with comments*, West Publishing Co., St. Paul, Minn., 1987, pág. 325. Sobre el recurso al elemento de mandato u orden incondicional de pago, como elemento definitorio de la Letra, en el mundo anglosajón, vid. RYDER, F.R., BUENO, A., HEDLEY, T. y PHILIPS, M.: *Byles on Bills of Exchange. The Law of Bills of Exchange, Promissory Notes, Bank Notes and Cheques*, Sweet & Maxwell, 26ª ed., Londres, 1988, pág. 9. WEBER, Ch. y SPEIDEL, R.E.: *Commercial paper in a nutshell*, West Publishing CO., 2ª ed., St. Paul, Minn., 1984, págs. 1, 2 y 17.

⁽⁵⁹⁾ VICENTE Y GELLA, A.: *Los títulos...*, cit., pág. 196. En la Doctrina extranjera, vid. igualmente, ESCARRA, J.: *Cours de Droit commercial*, Librairie du Recueil Sirey, nueva ed., París, 1952, pág. 770, quien describe la letra como “...un escrito, redactado de conformidad con las prescripciones legales, por el cual un Librador da a un Librado la orden de pagar a un tenedor o beneficiario (o, implícitamente, a su orden) una suma cierta a un vencimiento determinado”. HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET: *Traité...*, cit., t. II, pág. 426.

genéricas, como las “*ordini di derrate*” italianas, que confieren el derecho a la entrega de una determinada cantidad de frutos, o —eventualmente— como algunas “*bürgerlich-rechtliche Anweisungen*” o las “*kaufmännische Verpflichtungsscheine*”, del Derecho alemán, lo cierto es que *el Derecho español, como el de otros países, desconoce cualquier otra modalidad de letra de cambio que no tenga por objeto una obligación pecuniaria* ⁽⁶⁰⁾.

b) El objeto del descuento tiene que ser un crédito contra tercero ⁽⁶¹⁾

Este requisito, admitido —como veíamos— por la generalidad de la doctrina, es una *consecuencia lógica de la finalidad específica* que el contrato de descuento está llamado a satisfacer. Dicho negocio tiene por objeto *permitir que un acreedor pueda disponer inmediatamente de las sumas de dinero que sus deudores le deben*, pero que —por estar sometidos los correspondientes créditos a un plazo— no pueden hacerse efectivas de forma inmediata. Así las cosas, carecería de sentido que un acreedor pretendiera el anticipo de un crédito que ostentase contra sí mismo —y esto último, admitiendo que dicho crédito perviviera y no quedase extinguido por confusión—. Cierto que, en ocasiones, los bancos conceden a su clientela anticipos dinerarios mediante la transmisión de créditos o títulos cambiarios en que sólo los beneficiarios de tales anticipos figuran como deudores —por ejemplo, suscribiendo un pagaré o aceptando letras giradas al propio cargo—. Sin embargo, en estos supuestos la finalidad económica (aunque es crediticia) ya no responde a la *causa liquiditatis* que es característica del Descuento, sino que se está en presencia de un simple préstamo, en el que la obligación de restitución se incorpora al título cambiario, para que el crédito del banco prestamista se beneficie de las ventajas materiales y procesales del “rigor cambiario”.

Ahora bien, ¿quién puede ser ese “tercero”?; ¿qué factores lo definen como tal “tercero”? Como es lógico su condición de tal parece que debe definirse por referencia a la persona del descontatario: el Descontatario ha de ser titular de un crédito del que él es “acreedor”, y cuyo deudor es un “tercero”; es decir: una persona distinta de él mismo. Por este motivo, la figura del llamado “Descuento

⁽⁶⁰⁾ Vid. ANGELONI, V.: *La Cambiale...*, cit., pág. 47 y s. BAUMBACH/HEFERMEHL: cit., 17ª ed., pág. 101, quienes incluso llegan a afirmar que no sería válida una Letra de Cambio que pusiera *para compensar*, o que determinase que el pago de la suma debería hacerse, p.e., mediante entrega de cheques visados o conformados. RICHARDI, R.: cit., pág. 117.

⁽⁶¹⁾ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., págs. 272 y ss. GARNICA SAINZ DE LOS TERREROS, C.: cit., pág. 492.

indirecto” o Descuento “de aceptaciones del Cliente” ⁽⁶²⁾, no podría ser equiparado a un descuento, propiamente dicho, a no ser que —en el fondo— el Aceptante estuviera efectuando el descuento de sus propias aceptaciones, actuando como mandatario del Tenedor. En caso contrario, lo que habrá será —más bien— un Préstamo.

Pues bien: la Letra de Cambio satisface —o puede satisfacer—, también, cumplidamente, esta exigencia, debido a su propia estructura esencial, basada en la existencia del mandato u orden de pago, a la que hemos aludido. Esta orden, sobre la que se basa el nacimiento de la Letra, presenta —más bien— los caracteres de una Delegación; sobre todo la *estructura típica* de esta institución, que —como ya hemos visto— podría describirse así:

Ticio, que es deudor de Cayo, recibe de éste la orden de que pague a Sempronio, acreedor de Cayo, para que de esta forma, mediante un sólo pago, se extingan ambas obligaciones.

Desde esta perspectiva, un importante sector de la Doctrina sustente la opinión de que, *al igual que el Cheque o que la* —hoy desaparecida— “*Libranza*”, la Letra de cambio cae dentro del ámbito de la “*Anweisung*”; de la Asignación o Delegación, que el derecho alemán regula en el art. 738, BGB ⁽⁶³⁾.

En este sentido, la Letra de cambio estaría articulada o configurada como una orden o autorización de pago, asimilable a la Delegación o facultad para que una persona sustituya al Acreedor o al Deudor; para que una persona —el delegado— sustituya al Delegante, bien en una posición acreedora (en cuyo caso, se habla de delegación activa o “de crédito”), o bien en una posición deudora (delegación pasiva o “de deuda”). Ambas posibilidades se dan en la Letra de cambio, pues —sin bien se manifiesta como una delegación pasiva (se trata de una *delegatio solvendi*, pero también de una *delegatio promittendi*,

(62) Contrato —denominado, también, *Escompte fournisseur* (“Descuento de papel de proveedor”)— por el cual, el Aceptante de una letra de cambio, de la que es tenedor otra persona, la presenta, él mismo, al banco, para su negociación, con objeto de que el banco le anticipe el importe de la cambial a él, y no al tenedor de la misma. Se produce, así, una inversión de las posiciones subjetivas típicas del descuento ordinario (MARTIN, L.M.: “L’Escompte indirect”, en *Gazzete du Palais*, 1972, II, 422. BONNEAU, Th.: *Droit bancaire*, Montchrestien, 2ª ed., París, 1997, pág. 340).

(63) Vid. VICENT CHULIÁ, F.: *Libramiento de letra de cambio, provisión de fondos y deber de aviso*, Valencia, 1974, págs. 79 y s., aunque el autor no está totalmente de acuerdo. En cambio se muestran totalmente favorables a la tesis delegatoria el Prof. RUBIO GARCÍA-MINA, J.: cit., págs. 143 y ss. VICENTE Y GELLA, A.: *Los títulos...*, cit., pág. 169. IGLESIAS PRADA, J.L.: “El Libramiento de la Letra de cambio”, en VV.AA.: *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley Cambiaria y del Cheque*, dir. por A. Menéndez, Civitas, Madrid, 1986, pág. 437. BAUMBACH/HEFERMEHL: cit., 17ª ed., pág. 49. ZÖLLNER, W.: cit., pág. 49.

porque se puede referir no solamente a la orden o intimación “de pagar”, sino también a la “de aceptar”)—, lo cierto es que, si se contemplase el entero fenómeno delegatorio, se podría apreciar que comporta —igualmente— una delegación de crédito ⁽⁶⁴⁾ ⁽⁶⁵⁾.

Por otra parte, aunque la exigencia de un crédito contra tercero, en sí, es pacífica en la doctrina y la jurisprudencia, lo que ya resulta verdaderamente problemático es la interpretación de semejante requisito, pues la noción de crédito “contra tercero” puede tener diversos sentidos. Sin querer entrar en profundidad en este punto, hemos de recordar que ya en alguna ocasión tuvimos oportunidad de manifestar nuestra convicción de que este requisito quedaría satisfecho con tal que *el descontante adquiriera el derecho a reclamar el pago de un tercero* (siempre y cuando esa exigibilidad precediese en el tiempo a la eventual reclamación al descontatario) ⁽⁶⁶⁾; posibilidad que concurre, sin la menor duda, en la Letra de Cambio, incluso en aquellas cambiales con aceptaciones de favor, y en aquellas otras cambiales que han sido descontadas/endosadas al banco, por un sujeto/descontatario distinto de su Librador.

c) El objeto del descuento tiene que ser un crédito aún no vencido ⁽⁶⁷⁾

Es decir: que los créditos han de estar sometidos a un *plazo*. Y, una vez más, la Letra de Cambio parece satisfacer esa condición, sin mayores problemas.

La Letra de cambio —desde la perspectiva económica— constituye —posiblemente— de uno de los más, si no el más importante y perfecto de los instrumentos de crédito a corto y medio plazo, ya que sirve como instrumento para

⁽⁶⁴⁾ RUBIO GARCÍA-MINA, J.: cit., pág. 143.

⁽⁶⁵⁾ Hasta aquí, la cosa está bien clara, pero ¿y qué decir de la condición de “tercero” deudor, por relación al propio Descontante, y no al descontatario? ¿Qué sucede en los casos en los que el banco que abre un crédito de aceptaciones, una vez que ha suscrito, como aceptante, los efectos presentados por el Acreditado, procede a “negociarlos”, anticipando su importe al Acreditado tenedor de las mismas, mediante detracción del *interussurium*. En mi opinión, el contrato no puede ser calificado como “Descuento”, porque toda la estructura de este contrato resultaría inaplicable: el funcionamiento de la cláusula “salvo buen fin”, como condición suspensiva, basada en un hecho futuro e incierto, sería desmentido por la propia estructura de la operación, ya que el pago dependería exclusivamente de la voluntad del propio Banco aceptante.

⁽⁶⁶⁾ En este sentido, nos adherimos al criterio mantenido por RIVES LANGE, J.L.: *Les problèmes...*, cit., pág. 111 (vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 276).

⁽⁶⁷⁾ GARNICA SAINZ DE LOS TERREROS, C.: cit., pág. 492.

conceder y para obtener crédito; de hecho, se trata ⁽⁶⁸⁾, lo primero —conceder ese crédito—, desde la perspectiva de los acreedores cambiarios, porque, siendo la Letra de Cambio un título frecuentemente a *vencimiento futuro*, puede servir para aplazar deudas dinerarias ⁽⁶⁹⁾.

A este respecto, hay que hacer notar cómo la nueva Ley nº 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista ha contemplado los problemas vinculados a los aplazamientos de pago a los proveedores, acordados por éstos, en favor de los comerciantes minoristas, que adquieren de los primeros las mercancías que más tarde han de revender. Pues bien: nuestro legislador ha pretendido *mejorar la situación de los proveedores/acreedores*, estableciendo —entre otras disposiciones— que cuando dichos *aplazamientos*, concedidos por los proveedores a los minoristas, *superen los sesenta (60) días, el pago —rectius, la obligación de pago— deberá instrumentarse en documento que lleve aparejada acción cambiaria* (vid. art. 17, nº 3, LCom) ⁽⁷⁰⁾.

El supuesto de hecho de esta norma está constituido por la existencia de acuerdos, por cuya virtud el proveedor de mercancías o comerciante minorista, conceda a éste aplazamientos superiores a 60 días. Las partes en la relación —elementos subjetivos de la misma— son “comerciantes” y “proveedores”, que —a su vez— son las partes en las relaciones de crédito y deuda, sometidas al antes referido aplazamiento ⁽⁷¹⁾. Incluso podría suceder que el Proveedor/mayorista, que adquiere mercancías para revenderlas, precisamente, a los minoristas, se beneficiase —también— de un aplazamiento concedido por el fabricante o extractor, etc. Pues bien, al objeto de que dicho mayorista comprador/revendedor no se beneficiara indebidamente, como consecuencia de un trato benefi-

(68) HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET: *Traité...*, cit., t. II, pág. 429. MÜLLER-ERZBACH, R.: cit., 2ª/3ª ed., pág. 439.

(69) Ya durante la vigencia del Código de comercio español de 1829, MARTÍ DE EIXALÁ/DURÁN Y BÀS: cit., 5ª ed., pág. 204 y s. reconocían que la Letra de Cambio era instrumento, no sólo del cambio trayectivo, sino instrumento de crédito. HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET: *Traité...*, cit., t. II, pág. 430. RYDER/BUENO/HEDLEY/PHILLIPS: cit., 26ª ed., pág. 3.

(70) LA CASA GARCÍA, R.: “La instrumentación mediante títulos cambiarios de los pagos a los proveedores, en la Ley de Ordenación del Comercio Minorista”, en *Derecho de los negocios*, 1997, nº 78, marzo, pág. 1.

(71) En este caso, la noción de “comerciante” debe entenderse, no en la acepción amplia que le reconoce el art. 1º, Cdc, sino con el sentido restringido, que le hace equivalente a todo sujeto que se dedica a la intermediación en la circulación de la riqueza, mediante contratos de compraventa o de permuta de géneros o mercancías. Sin embargo, aunque una interpretación del art. 17, LCom, que estuviera conforme con el propio título de la Ley aconsejaría pensar que los destinatarios de la obligación de obligarse cambiariamente son, solamente, los comerciantes minoristas, parece preferible extender esta obligación a otras personas que no se ajusten a esta caracterización (LA CASA GARCÍA, R.: cit., pág. 3).

ciosamente discriminatorio, hay que concluir que también él quedará obligado asumir obligaciones cambiarias, en caso de que se beneficiase de un aplazamiento de su deber de pago ⁽⁷²⁾.

Algunos autores consideran que también habría que incluir —aquí— los créditos sometidos a *condición* ⁽⁷³⁾. Por consiguiente, el crédito descontable tiene que poseer una *fecha de vencimiento futura y determinada* ⁽⁷⁴⁾, si bien, excepcionalmente se podría admitir un cierto grado de “condicionalidad”, en el descuento de letras de cambio libradas a un plazo desde la vista, cuando todavía no han sido presentadas a la aceptación.

Y si la Letra puede constituir el Instrumento del “*Crédito comercial de proveedor*”, también puede convertirse en instrumento de “*crédito financiero*”. En efecto, la Letra de Cambio puede ser empleada *para otorgar un préstamo y asegurar su restitución*. Y así, el *Prestamista*, actuando como *tenedor* de la cambial, tendrá acción cambiaria contra el *Prestatario*, el cual —a su vez— podrá aparecer en la Letra, *ora como Librador* (y, por tanto, responsable en vía de regreso), *ora* —lo cual es mucho más frecuente— *como Librado/aceptante* ⁽⁷⁵⁾.

Finalmente, al ser transmisible la Letra de Cambio “a plazo”, esta circunstancia la hace idónea para ser “monetizada” antes del vencimiento del plazo, a través de mecanismos como el Descuento o el préstamo con garantía pignoratícia, para de este modo *permitir al Acreedor cambiario* (y ordinario, también) *obtener crédito, en forma de obtención de liquidez, merced* —precisamente— *a contratos como el “Descuento” bancario* ⁽⁷⁶⁾. De hecho, la norma contenida en el antes reproducido art. 17, nº 3, LCom, tiene como finalidad proteger el interés de los empresarios proveedores, en sus relaciones con minoristas, *facilitán-*

(72) LA CASA GARCÍA, R.: cit., pág. 3.

(73) FERRO-LUZZI, P.: “Lo Sconto”, cit., t. II, pág. 763.

(74) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 280. RIVES LANGE, J.L.: *Les problèmes...*, cit., págs. 106 y ss. MOLLE, G.: “I contratti...”, cit., pág. 345 y s. MINERVINI, G.: “La costruzione...”, cit., pág. 127.

(75) LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 130. En estos casos, sin embargo, parecen acrecentarse los riesgos de prácticas usurarias, y —más precisamente— aquella que consiste en la *simulación de un capital mayor del efectivamente prestado* (LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 131).

(76) ANGELONI, V.: *La Cambiale ...*, cit., pág. 12. HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET: *Traité...*, cit., t. II, pág. 430. LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 131. GAY DE MONTELLA, R.: *Tratado...*, cit., t. IV, pág. 458. Por tanto, objeto de estas operaciones pueden serlo multitud de documentos, tales como “*letras de cambio, pagarés, facturas, relaciones de créditos comunicados en soportes magnéticos y demás documentos asimilados, de carácter mercantil*” (vid. SAP Málaga, Secc. 6ª, de 25 de junio de 1998, en *Actualidad Civil. Audiencias*, 1998, nº 22, del 16 al 30 de noviembre, marg. 982, pág. 1861).

doles el acceso a las líneas de descuento de las entidades bancarias, para que —de esta manera— esté en su mano obtener una liquidez que compensa el propio aplazamiento otorgado a su cliente/empresario minorista (77).

2. El contenido del contrato bancario de descuento y la enajenación de los títulos descontados

La primera obligación que incumbe al Descontatario consiste en *transmitir al banco el crédito descontado* (78), o —en su caso— los créditos descontados. Esta transmisión constituye, a nuestro entender, el objeto y contenido de una verdadera obligación *ex contractu*, y no puede ser calificada, ni como simple acto de perfección del contrato (79), ni como mero acto de cumplimiento de otra obligación distinta (la de reembolso). En este sentido, parecen claros, terminantes y contundentes los términos de la Cláusula Tercera, MPNELDM (80), titulada “Condiciones y requisitos generales del Descuento”, cuyo nº 3 establece que:

(77) Que la finalidad de esta disposición es la de proteger el interés económico de los proveedores, proporcionándoles, no tanto títulos “ejecutivos”, cuanto títulos *especialmente aptos para acceder el Descuento bancario*, puede verse en: PORTELLANO DÍEZ, P.: “Comentario a los Artículos 16 y 17”, en VV.AA.: *Comentarios a la Ley de Ordenación del Comercio Minorista y a la Ley Orgánica complementaria*, dir. por J.L. Piñar Mañas y E. Beltrán Sánchez, Civitas, Universidad San Pablo-CEU, Madrid, 1997, pág. 155. MARÍN LÓPEZ, J.J.: “Comentario al Artículo 17”, en VV.AA.: *Comentarios a las Leyes de Ordenación del Comercio Minorista. Ley orgánica 27/1996, de 15 de enero complementaria de la de Ordenación del Comercio Minorista y Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista*, coord. por R. Bércovitz Rodríguez-Cano y J. Leguina Villa, Tecnos, Madrid, 1997, pág. 338.

(78) Entre los rasgos característicos del descuento se halla la transmisión del crédito descontado; transmisión cuya estimación por las diferentes concepciones doctrinales es diversa. Las tesis más antiguas, que confundían al descuento con un endoso o una cesión, simplemente veían agotarse el significado de esta institución, en *la transmisión* aludida (VIVANTE, C.: *Tratado...*, cit., t. III, pág. 353).

La concepción del descuento, que ve en este contrato una Compraventa, configura a la transmisión del crédito como el deber fundamental *ex contractu*, equivalente a la entrega de la cosa vendida (DE CASTRO, J.L.: “Contrato de Descuento”, cit., pág. 1578. ARENA, A.: *Lo Sconto della...*, cit., págs. 66 y ss. MINERVINI, G.: *La costruzione...*, cit., págs. 107. 109, y 126. COHN, G.: *Handbuch des deutschen Handels, See und Wechselrechts*, dir. por W. Endemann, t. III, Leipzig, 1885, pág. 885. RIETHMÜLLER, H.: *Die Rechtsnatur des Wechseldiskontgeschäfts*, Colonia, 1936, pág. 14).

(79) Como pretendía DONADIO, G.: *Lo Sconto*, cit., págs. 28 y ss; y como recientemente han venido a mantener SPINELLI/GENTILE: cit., 2ª ed., pág. 225.

(80) Vid. “Modelo de Póliza de negociación bancaria de letras de cambio, recibos y otros documentos mercantiles”, en CEREZO RODRÍGUEZ-SEDANO, R., ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M.ª, GUERRA MARÍN, G., MORÁN GONZÁLEZ, J.M., MUÑOZ PÉREZ, A., VALMAÑA OCHAITA, Mª, VIERA GONZÁLEZ, J. y VILLÁN SÁNCHEZ, E.: *Derecho del*

“... 3. Los documentos presentados al descuento o anticipo serán cedidos o endosados al Banco, obligándose el Acreditado-cedente a comunicar este hecho, si así lo exigiere el banco, al obligado u obligados al pago de los mismos, para que tomen nota de tal cesión o endoso, de la forma que reglamentariamente proceda...”

Como se puede apreciar —y así se refleja en el régimen normativo voluntario, aplicable a los contratos de descuento amparados por una póliza general—, la transmisión del crédito o créditos descontados *ha de ser plena*; ha de constituir o configurarse como *una verdadera enajenación de los mismos, en favor del banco*; es decir: ha de procurar al banco la *adquisición de una titularidad absoluta* —o “dominical”, si se quiere—, y no una simple legitimación activa ni un *ius in re aliena* ⁽⁸¹⁾.

Como quiera que se trata de hacer que un determinado activo económico; que un bien o derecho, pase del patrimonio del Descontatario al patrimonio del Banco descontante, pareciera que la obligación del Cliente pertenece al ámbito de las *obligaciones de dare*. El cumplimiento de esta obligación consiste —a juzgar por los términos de los formularios bancarios— en “ceder” o en “endosar”, solo que —en mi opinión— habría que matizar esta afirmación. En efecto, si de lo que se trata es de descontar *meros créditos*; simples derechos *incorporales*, entonces apenas será necesaria ninguna acción adicional por parte del Descontatario, porque *su voluntad contractual, por sí sola, ya bastaría para producir el efecto alienatorio* del crédito, que pasaría al patrimonio del Descontante, sin necesidad de ninguna entrega, ni —por tanto— de ninguna prestación de dar ⁽⁸²⁾. Por este motivo, únicamente podría hablarse de “cumpli-

Mercado financiero, t. III, vol. 2º, *Formularios, documentos. Contratos y garantías*, dir. A. Alonso Ureba y J. Martínez Simancas y Sánchez, Civitas, Banco Central Hispano Americano, 1ª ed., Madrid, 1994, págs. 275 y ss.

⁽⁸¹⁾ ANGELONI, V.: *Lo Sconto...*, cit., pág. 22. FERRO LUZZI, P.: “Lo Sconto”, en RDC, 1977, I, pág. 146. FIORENTINO, A.: *Le operazioni...*, cit., pág. 98. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 27. Idem: “El Contrato bancario de Descuento”, en VV.AA.: *Contratos bancarios*, cit., pág. 263 y s. Idem: “El Contrato bancario de Descuento. El Redescuento”, en VV.AA.: *Derecho del Mercado financiero*, cit., pág. 463.

⁽⁸²⁾ Aunque en mi tesis doctoral sobre el Descuento manifesté la opinión de que cabría equiparar a la cesión de créditos con la *traditio* de cosas corporales, a efectos de la teoría del título y el modo (GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 588), con posterioridad modifiqué mi criterio —adecuándolo al del sentir de la doctrina civilista del momento (NAVARRO PÉREZ, J.L.: *La Cesión de créditos en el Derecho civil español*, Comares, Granada, 1988, pág. 41 y s., o PANTALEÓN PRIETO, A.F.: “Cesión de créditos”, en VV.AA.: *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el Mercado financiero*, coord. por A. Alonso Ureba, R. Bonardell Lenzano y R. García Villaverde, Civitas, Madrid, 1990, págs. 192 y s.)—, en el sentido de afirmar que la cesión no es ningún negocio jurídico, porque carece de la entidad suficiente para poseer cualquier grado, por ínfimo que sea,

miento”, en relación con el descuento de *créditos incorporados en títulos-valores*, como es el caso de la Letra de Cambio, a no ser —respecto de los meros derechos incorporeales— que su *documentación en instrumentos meramente probatorios haga posible, pero también obligatorio, que se entreguen los propios instrumentos*, que es lo que parece dar a entender la citada Cláusula Tercera, MPNELDM.

Y es que, en efecto, si los títulos-valores pueden ser objeto de derechos reales, también pueden ser objeto de “prestación” (es decir: de derechos *in personam*); principalmente de *prestaciones de “dar”*, como se puede deducir de la referencia que hace el art. 347, CC, a la “Venta” y a la “Donación”⁽⁸³⁾, y a otros títulos, como —¿por qué no?— el Descuento. En este caso, se trata —pues— de transmitir una *res corporalis*. Ahora bien, como de lo que estamos hablando es de titularidades sobre títulos-valores, no podemos darnos por satisfechos con la simple referencia del art. 609, CC, cuando dispone que la propiedad y los derechos sobre los bienes se transmiten en virtud de ciertos contratos más la tradición, porque en este caso la propiedad, el usufructo, la prenda, etc. no se resuelven en la mera “posesión del documento”, toda vez que no solamente importa el derecho real; el derecho “sobre el título” —el “*Recht am Papier*”—, sino —sobre todo— el derecho “documentado” o “derivado del título” —el “*Recht aus dem Papier*”—, que suele ser un derecho personal o relativo⁽⁸⁴⁾.

Salvo supuestos excepcionales, el derecho incorporado en un título-valor no es un derecho *in rem*, sino un derecho de crédito o de participación, un derecho carente de inherencia; carente de la aptitud para un goce directo por parte de su titular. Así las cosas, el goce del derecho documentado en un título-valor se sustanciará en la *posibilidad de exigir la colaboración de otro sujeto*,

de autonomía negocial, ni tampoco equivale a la *traditio*, que es propia de bienes corporales y que se orienta a la atribución de un derecho real, que —por eso mismo— requiere de la inherencia a una cosa material, manifestada por la posesión que la *traditio* proporciona, y que —por el contrario— carece de sentido en los créditos. La “Cesión de créditos” es, más bien, una expresión convencional para describir *el conjunto de consecuencias comunes a cualquier negocio jurídico que tenga por objeto la transmisión plena de un crédito*. Cualquier contrato —como la Compraventa, o bien *como el propio contrato de Descuento*— que tenga por objeto transmitir la titularidad de un crédito, producirá los efectos de la cesión, sin que sea necesario proceder a celebrar un segundo negocio adicional “de cesión”.

(83) Así, p.e., la *compraventa de títulos-valores constituye el paradigma de la Operación bursátil*; razón por la cual es la figura que aparece reiteradamente mencionada y —sobre todo— la figura tipificada en la Legislación bursátil y del mercado de valores. E incluso debe recordarse que normas como —p.e.— el art. 37, LMV. aluden a otras modalidades contractuales distintas de la compraventa, como el préstamo de valores.

(84) RUBIO GARCÍA-MINA, J.: cit., pág. 26.

mediante la realización de una prestación; es decir: en la posibilidad de imponer a otro —el emisor del título— un determinado comportamiento consistente en un “dar” o un “hacer” (tal vez, incluso, un “no hacer”). En consecuencia, será preciso que el titular del documento se encuentre legitimado para exigir esa prestación del Tercero deudor. Y, en estas condiciones, no puede extrañar que el objetivo final de los negocios de disposición o de gravamen sobre títulos-valores, deba —o tienda a— incluir la posibilidad de que el *accipiens* reciba, con el derecho sobre el título, la *posibilidad de ejercer*, en términos más amplios o intensos, o más restringidos y débiles, el derecho *in personam*, documentado en el título. Dicho de otro modo: tanto en un caso (transmisión plena) como en el otro (transmisión limitada), el Poseedor del título debería, al propio tiempo, *hallarse en la posición de “Tenedor legítimo”*; es decir: debería hallarse “*legitimado*” para ejercitar los derechos incorporados, porque ya sabemos que propiedad y legitimación pueden escindirse, yendo a parar a personas diferentes: una, el “Titular dominical”; la otra, el “Tenedor legítimo”⁽⁸⁵⁾, sea como propietario con todas las facultades del dominio, sea como “nudo propietario” o como propietario cuyo dominio se encuentra “gravado por un *ius in re aliena*”, o como poseedor a título no dominical. Por este motivo, se dice que hay que respetar la denominada “Ley de Circulación” del título-valor; es decir:

“(E)l conjunto de requisitos que deben concurrir para que un sujeto adquiera la titularidad del derecho incorporado, o la simple legitimación para ejercitarlo”⁽⁸⁶⁾.

Pero, ¿cuál es, o cuáles son, esas “leyes de circulación” de los títulos-valores?, ¿y qué sucede cuando la titularidad circula, pero sin proporcionar la legitimación? La respuesta depende de cada tipo de título; según sea nominativo, a la orden o al portador, e incluso, según se trate de valores mobiliarios o de efectos de comercio. En cualquier caso, *siempre responderá —de un modo u otro— a los principios generales de la “Teoría del Título y el Modo”*, de forma que para la adquisición de la propiedad o de cualquier derecho real sobre un título-valor, será preciso que concurren *dos condiciones jurídicas esenciales*; a saber:

- un título o negocio “*traslativo*”
- una transferencia suficiente de la “*posesión*” (modo).

(85) BROSETA PONT, M.: *Manual...*, cit., 10ª ed., pág. 627. LANGLE RUBIO, E.: *Manual...*, cit., t. II, pág. 83.

(86) BROSETA PONT, M.: *Manual...*, cit., 10ª ed., pág. 627.

Faltando alguno de ellos —p.e. el primero— como sucedería si el negocio por el que se entregaron los títulos a un poseedor *no tenía una finalidad alienatoria*—, *el accipiens no pasará de ser un mero poseedor o incluso un servidor de la posesión*, como sucedió —y así fue reconocido— en la recentísima STS, Sala 1ª, de 29 de mayo de 1998⁽⁸⁷⁾. Pues bien: tratándose de letra de cambio, la Ley de circulación está constituida, como regla general, por el “*Endoso*”⁽⁸⁸⁾, porque el endoso es un acto complejo, escriturario y también —al propio tiempo— “real”; una especie de *traditio* de características especiales, que, incluso dependiente del contrato o del negocio subyacente (compraventa de la Letra, descuento...), es distinto de él, porque se refiere a la transmisión de derechos reales sobre bienes muebles corporales; a saber: las letras de cambio o pagarés, etc. descontados, que son títulos-valores.

Por consiguiente, dada la índole “liquidativa” y traslativa del Contrato de descuento; dado que en él se puede apreciar la presencia de una estructura de intercambio, que sirve a la finalidad de permutar el activo financiero descontado, por su importe dinerario, hemos de concluir que *el Descontatario tiene la obligación contractual de enajenar; de transmitir con carácter pleno, a la Entidad bancaria descontante, el propio crédito descontado*, y esta obligación —atendidas las circunstancias del supuesto (descuento de letras de cambio)— tenía por objeto la prestación de *efectuar el endoso* (firma, más entrega) de las citadas cambiales.

(87) Con referencia a unas “*participaciones en un sorteo de lotería*” (calificadas como “verdaderos títulos-valor atípicos”), en dicha Sentencia se declaró que, “*dado el sistema operativo para la venta de las participaciones... el menor —hijo del recurrente— había sido encargado única y exclusivamente para la venta o devolución de las participaciones sobrantes, así como de la entrega del dinero obtenido al venderlas, siendo únicamente estimable su postura como la de un servidor de la posesión de dichas participaciones, cuya propiedad pertenecía a la sociedad que distribuía, vendiéndolas, dichas participaciones...*” (vid. STS, Sala 1ª, de 29 de mayo de 1998, Ponente, Sr. Sierra Gil de la Cuesta, en *Actualidad Civil*, 1998, nº 36, semana del 5 al 11 de octubre, marg. 919, págs. 2463 y s.).

(88) El mismo Endoso, que había hecho posible la generalización y “desbancarización” de la Letra de Cambio, fue —al fin y a la postre— el factor que determinaría el retorno de la Cambial, al ámbito bancario, como instrumento fundamental —casi indispensable, aunque no totalmente— del Contrato bancario de descuento: en efecto, hacía falta la aparición del endoso para permitir la práctica de un verdadero descuento, aunque —para ser más precisos— lo que realmente produjo el endoso fue una catálisis de la industria del Descuento bancario, en adelante practicado masivamente sobre letras de cambio que —sin embargo— podría ser no cambiario: más precisamente, podría decirse que el Endoso supuso el nacimiento del Descuento cambiario (GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Contratos bancarios*, cit., 2ª ed., págs. 262 y ss. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., págs. 49. Vid. también, HAMEL, J.: *Banques et...*, cit., t. I, págs. 151 y ss. TORTORI, A.: *La Girata Cambiaria*, Roma, 1987, págs. 144).

3. Eficacia traslativa, legitimación cartácea y extinción del Contrato de Descuento

Como quiera que el “Descuento bancario” —además de un contrato “de liquidez”— es un contrato *de crédito*, por cuya virtud el banco descontante concede al Descontatario *un anticipo dinerario restituible*, parece lógico que el descontatario esté obligado a *restituir el anticipo recibido* a cambio de la enajenación del crédito descontado. Esta obligación de restitución es la típica, característica y esencial de cualquier contrato de crédito, y en este sentido no difiere —ontológicamente— de la que se contempla, respecto del préstamo ⁽⁸⁹⁾. Pero esta afirmación presenta, desde nuestro punto de vista, una trascendencia adicional, que tiene que ver con la *conexión enajenación del crédito/devolución del anticipo*. Y es que, desde la publicación de los *Contratos bancarios* del Prof. GARRIGUES, la doctrina jurisprudencial española se ha venido mostrando prácticamente unánime, en su sentir, a la hora de afirmar que el cliente descontatario tiene a su cargo la obligación de devolver el capital anticipado. Y, al reconocer esta realidad, no ha hecho sino seguir fielmente el criterio —también prácticamente unánime— de nuestra Jurisprudencia, cuando reconoce no sólo la existencia, sino también el hecho de que resulta *absolutamente esencial* al contrato de descuento el que la transmisión del crédito descontado se haga *pro solvendo* de la obligación de restituir al anticipo ⁽⁹⁰⁾; circunstancia que —por otra parte— *presupone la obligación del Descontatario, de transmitir el crédito descontado* —en nuestro caso, librar o endosar las letras de cambio—, y, al propio tiempo, *determina el alcance* con que ha de cumplirse semejante obligación.

En este sentido, conviene aludir a una de las concepciones más tradicionales acerca de la naturaleza jurídica del Contrato de Descuento; a saber: la que considera que nos hallamos en presencia de un “Préstamo” (Mutuo), al que va unida una *datio pro solvendo*, cuando no una *delegación*. En su momento

⁽⁸⁹⁾ ANGELONI, V. *Lo Sconto...*, cit., pág. 133. GRECO, P.: *Le operazioni...*, cit., págs. 342 y ss. KLAUSING, F.: Über das Diskontgeschäft der Reichsbank, en *Juristische Wochenschrift*, 1934, págs. 930 y s. CANARIS, C.W.: cit., 2ª ed., págs. 802 y s. RIVES LANGE, J.L.: *Les problèmes...*, cit., págs. 261 y ss., Idem: Voz «Escompte», en *Jurisclasseur. Banque et Bourse*, t. I, fasc. 35, pág. 27.

⁽⁹⁰⁾ GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Contratos bancarios*, cit., 2ª ed., pág. 285. Igualmente, AZORÍN RONCERO, J.: “Las acciones procesales en el contrato de Descuento”, en RGD, 1984, núm. 474, págs. 403 y ss. FLORES DOÑA, M.ªS.: “La llamada ‘Cláusula Salvo buen fin’”, en el Descuento, y la prescripción de acciones (Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo de 28 de noviembre de 1988)”, en *La Ley*, 1990, t. I, págs. 1 y ss. STS de 30 de diciembre de 1972, en Rep. Aranzadi, 1972, marg. 5202; de 14 de abril de 1980, en Rep. Aranzadi, 1980, marg. 1415; de 5 de febrero de 1991, en *Actualidad Civil*, 1991, nº 22 de mayo/2 de junio, págs. 1097 y ss.

tuvimos oportunidad de someter a crítica esta construcción, rechazándola por parecernos incompleta, e inepta para captar la verdadera esencial del Contrato de Descuento. Mas, que el Descuento *no sea* un Préstamo unido a una *datio pro solvendo*, no significa que en su estructura la adquisición del crédito descontado por el banco descontante *no tenga una finalidad solutoria*, y que —en este sentido— el banco no reciba el crédito descontado *pro solvendo de la restitución de la suma anticipada*, por parte del Descontatario. Mas, una transmisión *pro solvendo*, por definición, no es a título limitado, sino que *vocacionalmente tiene carácter pleno*, porque se trata de conferir al *accipiens* una titularidad lo suficientemente amplia y completa, como para poder efectuar *la percepción de la suma debida*, objeto del crédito descontado, *cobrando del tercero, en interés y por cuenta propios*. Así, parece más verosímil que la transmisión del crédito al banco haya de ser *a título pleno*. Y que si el crédito se encuentra documentado en un título-valor, como es la Letra de Cambio, *el cauce adecuado sea el de la transmisión de la propiedad de la letra*, para que el adquirente de la misma reciba —al propio tiempo— los *derechos in personam* a ella incorporados.

Por si fuera poco, no hay que olvidar que la Letra de Cambio *comporta su propio aparato jurídico, material y procesal*, para tutelar el *derecho cambiario de sus tenedores*, a obtener el pago de la suma, por el Librado (máxime si es aceptante), o su reembolso por los avalistas, endosantes y, en último extremo: su librador. A este objetivo responden las “*acciones cambiarias*”. Pero sucede que estas acciones cambiarias, en la medida en que constituye la “faz procesal” de los derechos cartáceos incorporados al título, circularán con él, y —por tanto— de acuerdo con la “ley de circulación” que corresponda. Este hecho ya lo percibió el Legislador español, en el antiguo Reglamento del Banco de España, de 1948, al establecer, en el derogado art. 69 RBE, que:

“Corresponden al banco, como cesionario y tenedor de los efectos descontados, todos los derechos y acciones que a los poseedores y portadores reconocen el Código de comercio y la legislación común. En su virtud podrá exigir, cuando proceda, de los libradores, endosantes o indicados, el cumplimiento de las obligaciones contempladas en el artículo 481 del Código de comercio.”

Decía, pues, el precepto que el Banco que era “cesionario y tenedor”, lo que sugiere —aunque los términos podrían no quedar al abrigo de críticas— que el Banco se convertía en *propietario*; en titular pleno, porque el artículo 69, RBE le atribuía los derechos y acciones que reconocen, no sólo el Código de comercio, sino *también la legislación común* (el Código civil —Ley común— regula el derecho de propiedad y las facultades del propietario como facultades plenas —aunque no ilimitadas—: disposición, enajenación, gravamen, etc.). En

definitiva, la virtualidad traslativa, tanto del endoso, como del propio contrato de descuento (que se integran recíprocamente) supone que el Banco descontante adquiera la propiedad de los títulos como *rei*, y como soportes de derechos ⁽⁹¹⁾.

Así pues, como quiera que en nuestro Ordenamiento jurídico rige el “Sistema del título y el modo”, creemos que procede hacer varias consideraciones:

a) El contrato de Descuento, como la Compraventa (aunque sin confundirse con ella), *posee virtualidad traslativa; es un “título” jurídico apto para transmitir la propiedad*, y no un simple derecho real de prenda. Y esta virtualidad se explica, desde la perspectiva de su condición de operación “*crediticia*”, en la que el reembolso se produce, en primer término, *recurriendo la adquisición pro solvendo del crédito descontado*, de manera que, por lo que al anticipo de su importe se refiere, la transmisión del crédito posee una finalidad —más que de garantía— *solutoria*, pues se transmite *pro solvendo* de deber de restituir la cantidad anticipada ⁽⁹²⁾.

Pero si, además, se considera al Descuento bancario como un contrato *de liquidez*, no solamente habrá que afirmar que la finalidad de la transmisión del crédito es, de hecho, la propia del contrato de descuento: *la permuta de un activo financiero, por un activo monetario*, de modo que nos encontraríamos en presencia de *la contraprestación del anticipo dinerario obtenido por el descontatario* ⁽⁹³⁾, sino que —en una suerte de aplicación de la “*Propiedad Conmutativa*”— podríamos afirmar, también, que la finalidad del Descuento es la transmisión del crédito, para así “monetizarlo”.

Por consiguiente, el banco descontante no adquiere sobre el crédito o el título descontado un mero derecho de prenda, sino que se convierte en tenedor pleno,

⁽⁹¹⁾ GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Contratos bancarios*, cit., 2ª ed., pág. 267. RUBIO GARCÍA-MINA, J.: cit., pág. 292. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 607, entre otros muchos...

⁽⁹²⁾ MOLLE, G.: “I contratti...”, cit., pág. 400. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 583.

⁽⁹³⁾ Así lo reconocen incluso algunos autores que defienden la asimilación del descuento a un mutuo, como —p.e.— DE SEMO, G.: *Dir. Camb.*, cit., pág. 468. GRECO, P.: *Le operazioni...*, cit., pág. 341. SCORDINO, F.: cit., págs. 335 y 342. GAVALDA, Ch. y STOUFFLET, J.: *Droit de la Banque*, Presses Universitaires de France, 1ª ed., París, 1973, pág. 604. RIVES LANGE, J.L.: *Les problèmes...*, cit., pág. 167. CANARIS, C.W.: cit., 1.ª ed., Berlín/N.York, 1977, pág. 840.

que —además— ostenta un derecho propio y actúa, igualmente, en interés propio; queda legitimado para cobrar el crédito por cuenta e interés propios ⁽⁹⁴⁾.

Ahora bien, el reconocer que el Contrato de Descuento debe incardinarse, por derecho propio, dentro de la categoría de los contratos con *eficacia traslativa del dominio*, no supone que se reconozca a este contrato la condición de contrato “*con eficacia real inmediata*”, ya que en nuestro Ordenamiento rige el Sistema del Título y el Modo, y porque, incluso cuando el objeto del descuento fuera un mero derecho de crédito no “titulizado”, de todos modos se habría de respetar la denominada “ley de circulación” del crédito a transmitir, para que se produzca plenamente la enajenación ⁽⁹⁵⁾.

b) Pues bien, tratándose de “*letras de cambio*”, que son *títulos a la orden* natos, como claramente se aprecia en el art. 14, LCCH —y, por tanto, cosas muebles corporales, susceptibles de dominio y posesión—, no puede extrañar que el Descuento se sirva de las vías de circulación propias de este tipo de títulos: la delegación cambiaria originaria (libramiento) o *el endoso* ⁽⁹⁶⁾. En este sentido, el contrato de Descuento *genera, a cargo del descontatario de letras de cambio, la obligación de endosar la cambial descontada*, si es que esta no fue directamente librada a favor del banco descontante ⁽⁹⁷⁾.

⁽⁹⁴⁾ Vid. SAP Palencia, de 4 de octubre de 1991, en *La Ley*, nº 2953, de 5 de marzo de 1992, marg. nº 12.207, pág. 5. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de descuento*, cit., pág. 27. Idem: “El Contrato bancario de descuento”, en VV.AA.: *Contratos bancarios*, cit., pág. 263 y s. Idem: “El Contrato bancario de descuento. El Redescuento”, en VV.AA.: *Derecho del Mercado financiero*, cit., pág. 463. En el Derecho canadiense, vid. OGILVIE, H.M.: cit., pág. 128 y s., quien señala que el banco descontante se convierte en un “holder for value”, desde el momento en que efectúa el abono en cuenta, y termina por señalar que —en tanto que propietario del efecto descontado— el banco soporta el riesgo de pérdida o destrucción, citando —en este sentido— el precedente *Carstairs c. Bates*, de 1812. Sin embargo, como ya anticipábamos, en Canadá se considera que también es “descuento”, la obtención de un anticipo a cambio de la *pignoración del título*; razón por la cual el banco solamente adquiere el título como “collateral”.

⁽⁹⁵⁾ La naturaleza del crédito determina la forma o modalidad que ha de revestir su transmisión. Así, ANGELONI, V.: *Lo Sconto...*, cit., págs. 166 y ss. FIORENTINO, A.: *Le operazioni bancarie*, 3ª reimp. de la 2ª ed., Nápoles, 1973, pág. 88 y 98. GRECO, P.: *Le operazioni...*, cit., pág. 341.

Por consiguiente, y como consecuencia de ello, si el contrato de descuento tuviese por objeto “créditos comunes”, habría que recurrir al cauce de la “Cesión de créditos” o de la “Transferencia de créditos no endosables” (arts. 1526 y ss., CC. o 347 y 348, Cdc).

⁽⁹⁶⁾ Sobre la estructura delegatoria de la letra de cambio y del endoso RUBIO GARCÍA-MINA, J.: *Derecho cambiario*, Madrid, 1973, págs. 143 y ss., entre otros.

⁽⁹⁷⁾ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 600. CANARIS, C.W.: cit., 2ª ed., pág. 796. GAVALDA/STOUFFLET: cit., 1ª ed., pág. 605. HAMEL, J.: *Banques etc...*, cit., t. II, pág. 825. SCORDINO, F.: cit., pág. 342.

En este sentido, el Endoso, puede —muy bien— ser calificado, desde la perspectiva jurídico-real, como “*modo*” (igual que el acto de libramiento con designación originaria como tenedor), porque ambos *incorporan el elemento de una entrega material del título*.

En este caso el modo es *el endoso (que necesariamente ha de ser pleno, pues de lo contrario no se podría considerar que el descontatario ha cumplido correctamente con su obligación, y el contrato podría ser resuelto en virtud del art. 1124, CC.) o la designación originaria del tenedor*, que incorporan necesariamente la entrega material del título ⁽⁹⁸⁾. También cabe que se efectúe un endoso en blanco, pues sus efectos son —como los del endoso pleno— también traslativos.

El endoso cambiario —pleno o en blanco— genera la *responsabilidad regresiva del endosante*, como la declaración del libramiento genera la del Librador, situando al Tenedor en una posición jurídica autónoma y confiriéndole las acciones cambiarias de regreso, para exigir el reembolso de la letra no atendida. Cuando la letra es descontada y endosada o cuando se libra a la orden del banco, éste adquiere los referidos derechos cartáceos, frente a los endosantes anteriores y el Librador, así como sus avalistas, además de los derechos —también cartáceos— frente al Aceptante, si lo hubiere, y sus avalistas ⁽⁹⁹⁾.

(98) El carácter necesariamente pleno del endoso de las letras descontadas es fácil de deducir de las disposiciones como los arts. 1, KWG o 19, DBBkG, que califican al descuento como «compraventa de letras y cheques». Pero en Ordenamientos que no comparten esta concepción, como el italiano o el español, tampoco faltan disposiciones que permitan llegar a la misma conclusión, como el artículo, 1859 Cod.civ.it. o el —hoy derogado— art. 69 RBE/1948, que directa o indirectamente reconocen, a favor del Banco descontante de letras de cambio, la titularidad de los derechos cambiarios, directos o de regreso, lo cual sólo cabe cuando haya recibido la cambial en propiedad. Sobre el carácter no pleno del endoso, como forma de cumplimiento incorrecto o de conclusión irregular del contrato de descuento, vid. ANGELONI, V.: *Lo Sconto...* cit., pág. 172. FIORENTINO, A.: *Le operazioni...*, cit., pág. 108. MOLLE, G.: “I contratti...”, cit., pág. 418 y s. MINERVINI, G.: “La costruzione...”, cit., págs. 126 y ss. HAMEL J.: *Banques et...*, cit., t. II, pág. 825. GAVALDA/STOUFFLET.: cit., pág. 606. RIVES LANGE, J.L.: *Les problèmes...*, cit., pág. 168. RIETHMÜLLER, H.: cit., pág. 19, etc., desde las más diversas concepciones del descuento.

(99) Así lo reconocía expresamente el derogado art. 69 RBE, de 1948. En este sentido, derogados los preceptos del Código de Comercio, sobre la letra, hay que aplicar las normas de la LCCH, como el artículo 17, que atribuye al endosatario todos los derechos resultantes de la letra de cambio. Por este motivo —además— el Banco adquiere la posibilidad de ejercitar acciones cambiarias —p.e.: las de regreso—, como garantía adicional, para obtener el reembolso del anticipo, cuya restitución podría ser reclamada con la acción causal derivada del propio contrato de descuento. Esta acción no puede ser confundida con las que el Banco adquiere, como consecuencia de su adquisición del título cambiario —y así lo reconoce la doctrina más prestigiosa—, pues son diversas sus *causae debendi*, diferente su objeto y distintos plazos de prescripción (GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 611).

Mas, ¿qué decir del endoso *de apoderamiento*? Sin duda hay quienes consideran que es válido, en el descuento cambiario ⁽¹⁰⁰⁾. Pero, en mi opinión, *no cumple correctamente con sus obligaciones contractuales* el descontatario que sólo endosa para cobranza una letra descontada. Esto, sin embargo, *sólo significa que el banco no está obligado a recibir este tipo de endoso; que no puede ser compelido a recibir un cumplimiento defectuoso..., porque se trataría de un cumplimiento a todas luces “incorrecto” de las obligaciones que incumben al descontatario, pero nada obsta a la posibilidad de que el banco quisiera admitir un cumplimiento en estas condiciones* ⁽¹⁰¹⁾.

Descontada la Letra y endosada al banco, de forma plena, dicha entidad deviene “*propietaria*” del título; pero, además, una propietaria *cuyo título de propiedad es mucho más público que el que se basa en la mera posesión material*, ya que la tenencia física del título se acompaña de la “*publicidad cartácea*”, consistente en la *constancia de la firma del endosante, e incluso de la propia identificación nominal del Endosatario*. De este modo, el banco, es, al propio tiempo:

- propietario del título, y —por consiguiente—
- acreedor de los derechos incorporados en él; de los derechos resultantes del mismo, y protegido por la tutela judicial que le proporcionan las “*acciones cambiarias*”
- poseedor del título, como *res corporalis*, e incluso, lo que es más
- tenedor *cartáceo* legítimo, que *puede ejercitar* los derechos incorporados en el documento.

Porque la propiedad, adquirida de acuerdo con esta especial “*ley de circulación*”, proporciona —al mismo tiempo— la legitimación. Y esta condición subsiste mientras el Descuento no quede plenamente consumado, ora sea:

- por el “buen fin” de la cambial, entendido como su *pago regular* (por el Librado)

⁽¹⁰⁰⁾ CABALLERO GEA, J.A.: *La Letra de cambio. Problemática judicial*, Aranzadi, Pamplona, 1982, pág. 145. SAT Sevilla, de 22 de marzo de 1977, en RDG, 1978, págs. 156 y ss. SAT Madrid, de 21 de octubre de 1980, en RGD, 1981, págs. 349 y ss.

⁽¹⁰¹⁾ La razón de que se pudiera optar por un endoso de apoderamiento podría residir, posiblemente, en que al Banco le resulte conveniente, en un momento dado, situarse en la posición de un acreedor/mandatario, frente al que el deudor no tenía excepciones que oponer lo cual puede explicarse cuando, en un supuesto concreto, el deudor descontado tenga la posibilidad de oponerle al Banco más excepciones personales que al propio descontatario endosante. En este caso, paradójicamente, la mayor protección cambiaria del tenedor derivaría, no del endoso pleno, sino del endoso de apoderamiento (vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 602).

- o, alternativamente, por el *reembolso* de las sumas debidas al banco, efectuado por el Descontatario, sea por su condición de tal —reembolso del anticipo—, o en su calidad de endosante (por hacer honor al título, en vía regresiva).

En este caso, como quiera que se hubo enajenado *pro solvendo* la letra descontada, es lógico que —*soluta obligatione solvenda*— pierda el Banco la propiedad de la Letra, *sea porque ésta se extingue completamente*, o bien porque —pagada en regreso— *haya de ser restituida al pagador*.

En la medida en que se admita que el Descontatario está sometido a una obligación de restitución del anticipo obtenido; a una obligación pecuniaria, nacida directamente del propio Contrato de Descuento —opinión que, como sabemos, no todos comparten⁽¹⁰²⁾—, y habida cuenta de que no se trata de una obligación natural, la correcta, puntual y completa ejecución de la misma será jurídicamente coercible, respondiendo su deudor —el Descontatario— no sólo en virtud del art. 1101, CC, sino —sobre todo— en virtud del art. 1096, párr. 2º, CC, que establece que el acreedor de una obligación de dar cosa genérica podrá pedir que sea cumplida a expensas del Deudor y del art. 1170, CC, e incluso por ministerio de lo dispuesto en preceptos referentes al Contrato de Préstamo de consumo, que son aplicables al Descuento: nos referimos a los arts. 1753 y 1754, CC y los arts. 312, 313, 316, 318 y 319, Cdc; preceptos, todos ellos, que —de una forma u otra— aluden a la obligación de restitución que incumbe al Prestatario. Y, en este sentido, alguno de los preceptos antes aludidos —incluso— alude a la “acción” para reclamar el cumplimiento de esa obligación: se trata del art. 319, Cdc, cuando establece que:

“Interpuesta una demanda, no podrá hacerse la acumulación de interés al capital, para exigir mayores réditos.”

Por influencia de la práctica del Descuento “cambiarío” —como modalidad cuantitativa y cualitativamente más importante—, a esta acción se la suele denominar “*Acción causal*”⁽¹⁰³⁾, por contraposición a las acciones “cambiarías”. Reconocida expresamente por el art. 1859, Cod. civ. it., su recepción por la Doctrina, no sólo italiana, sino también española, puede considerarse pací-

⁽¹⁰²⁾ En contra de la existencia de esta obligación y de la correlativa acción, vid. VASSEUR, M.: “Le Contrat d’Escompte. Nature et portée”, en *Banque*, 1985, pág. 1462. HAMEL/LAGARDE/JAUFFRET.: *Traité...*, cit., t. II, pág. 833.

⁽¹⁰³⁾ SEGRETO, A. Y CARRATO, A.: *La Cambiale*, Giuffrè, Milán, 1996, pág. 344, quienes recuerdan cómo la “*Relazione*” ministerial define la acción como “*causal*”; calificativo que —en el Derecho italiano— plantea complejos problemas de interpretación del art. 66, *Legg.Camb.it.*

fica ⁽¹⁰⁴⁾, incardinándose, por la doctrina mayoritaria, entre las acciones propias de los contratos de crédito ⁽¹⁰⁵⁾. Por lo que hace a sus características, esta acción presenta una evidente limitación subjetiva, que es consustancial al principio de la relatividad de los contratos: *solamente puede ser interpuesta frente al Descontatario*, porque solamente él ha sido *parte en el contrato de descuento* ⁽¹⁰⁶⁾.

Ahora bien: el concepto de “*Acción Causal*” debe ser relativizado, porque habida cuenta de que la Letra de cambio es un título-valor susceptible de incorporar *múltiples negocios cartáceos*, generadores de obligaciones cambiarias, *por lo mismo que tales negocios responden a relaciones jurídicas subyacentes, es posible que encubran otras tantas “acciones causales”*. Y, así, si el Banco descontante posee una acción “causal” contra el Descontatario, derivada del propio Contrato de Descuento, *no puede extrañar que el Descontatario posea, a su vez, alguna acción causal, frente al tercero Deudor*, derivada del negocio que dio lugar a la emisión del título.

Pero el Banco descontante de letras de cambio, que han sido endosadas de forma plena, posee también las acciones *cambiarias*, directa y regresiva, *que surgen del propio título*, así frente al aceptante (con su avalista), como frente a los demás firmantes de la cambial (como ya venía establecido en el derogado art. 69, RBE 1948). Estas acciones no derivan del contrato de descuento, sino de la propia Letra, y por este motivo, se rigen por los principios característicos de las acciones cambiarias, *de forma que no se extinguen definitivamente por el pago, salvo que éste lo haya efectuado un deudor cambiario principal*; es decir: por el “*Aceptante*” o —a falta de éste— por el “*librador*”. Y, como no se extinguen, salvo en esos casos, el pago de la letra, como consecuencia de su

(104) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., págs. 925 y ss. CANO RICO/SERRA MALLOL: cit., t. II, 3ª ed., pág. 159, quienes hablan, expresamente, de: “...una acción *causal* a favor del Banco descontante *contra el cliente descontatario* derivada del Contrato de Descuento, en el supuesto de impago del deudor descontado”.

(105) AZORÍN RONCERO, J.: cit., pág. 403 y s. GARNICA SAINZ DE LOS TERREROS, C.: cit., pág. 503 y s. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *Contratos bancarios*, cit., 2ª ed., pág. 284. ANGELONI, V.: “L’azione causale e il contratto di sconto”, en RDC, 1966, I, pág. 83. MOLLE, G.: “I contratti...”, cit., pág. 428. SCORDINO, F.: cit., págs. 340 y ss. GAVALDA/STOUFLET: cit., 1ª ed., pág. 600. RIVES LANGE, J.L.: *Les problèmes...*, cit., pág. 261. CANARIS, C.W.: cit., 2ª ed., pág. 802. Y, por lo que la jurisprudencia se refiere, nos remitimos a la copiosa doctrina judicial que citamos en GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 926 y 927, n. (299).

(106) GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Contrato bancario de Descuento*, cit., pág. 927. RIVES LANGE, J.L.: *Les problèmes...*, cit., pág. 261. COLAGROSSO, E.: *Dir.ban.*, cit., 1ª ed., pág. 250. COLAGROSSO/MOLLE.: *Dir.banc.*, cit., 2ª ed., pág. 340. DONADIO, G.: cit., pág. 37. FIORENTINO, A.: *Le Operazioni...*, cit., pág. 112.

ejercicio *determina fenómenos de “adquisición ope legis”*, por cuya virtud un sujeto pagador puede recuperar la Cambial, y las acciones que lleva aparejadas.

En el caso que fue objeto de la presente *litis*, el Descontatario de las letras endosadas optó por una vía jurídicamente inadmisibles, renunciando —paradójicamente— a otra que resultaba mucho más viable: ya hemos señalado que en los negocios cambiarios siempre suelen entremezclarse las acciones derivadas del títulos, con las acciones derivadas de la relación subyacente. En efecto, el Descontatario, en cuanto acreedor ordinario del Librado/acceptante, *poseía una “acción causal”*; acción que —en principio— *no consta* (aunque es probable) *que hubiera perdido*, ya que —en principio— *el crédito de provisión no circula con la Letra*.

Sin embargo, en lugar de recurrir a la acción “causal”, el Descontatario pretendió hacer uso de la “*Acción Cambiaria Directa*”, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 49, nº 2 LCCH, cuando establece que:

“... A falta de pago, el Tenedor, aunque sea el propio Librador, tendrá contra el Aceptante y su Avalista, la acción directa derivada de la Letra de cambio, para reclamar sin necesidad de protesto, tanto en la vía ordinaria, como en la ejecutiva, lo previsto en los artículos 58 y 59.”

La posibilidad —pues— de ejercitar la acción cambiaria directa no sólo *no depende de la realización de la diligencia de protesto* (ni siquiera de la diligencia sustitutiva del protesto, o de que se incorpore la cláusula “sin gastos”), sino que —por lo mismo, así como por la no obligatoriedad de la presentación al cobro— *no decae ni se perjudica*. No existe el “perjuicio” o la “decadencia”, en la Acción cambiaria Directa, porque el art. 63 LCCH única y exclusivamente contempla como “perjuicio” la pérdida de las acciones en vía de regreso.

Ahora bien, a pesar de lo expuesto, lo cierto es que la Acción directa *presupone una condición esencial* para poder ser ejercitada; una condición lógica: la legitimación formal, manifestada en el hecho de ser el “*Tenedor*”. Por este motivo, el único requisito o condición para el ejercicio de la acción cambiaria directa es *la posesión legítima del título*. Esto es obvio, porque ciertamente el art. 49, LCCH, se preocupa, fundamentalmente, del *problema de la “legitimación”*, como *diverso del problema de la “titularidad”*, lo cual puede —empero— suscitar problemas prácticos, ya que *no hay que confundir la legitimación cambiaria, con la legitimación procesal*, toda vez que incluso tratándose de un título-valor de legitimación cartácea, no cabe excluir la posibilidad de otras vías de legitimación extracartulares. En este sentido, es evidente que *incluso quien no fuera, propiamente, “Tenedor” legítimo de la Letra*, como es el caso del “*Cesionario*”, de conformidad con el principio que rige los arts. 14 y 19,

LCCH, podría —por la vía de preceptos como el art. 24, LCCH— estar legitimado como titular de la Letra, para ejercitar la Acción cambiaria directa ⁽¹⁰⁷⁾.

Pues bien: el primer camino para ostentar la posesión legítima de la Letra es *ostentar la condición de propietario del título*; condición que se halla en la Entidad bancaria, como *descontante/endorsataria del título*. Por este motivo, el Descontatario *carecía de legitimación, porque carecía de posesión y de propiedad* sobre la Letra descontada. Y *sólo recuperando esa posesión* (al recuperar la propiedad del título) *hubiera podido ejercitar las acciones cambiarias*, que pretendió utilizar.

El Endoso no es la única vía de circulación de la Letra de Cambio (como tampoco del Pagaré y el Cheque) que conoce la Ley Cambiaria: hay que añadir a ella la figura del “Pago por intervención”, y —sobre todo— la del “Pago recuperatorio”. Y, aunque en la práctica judicial cambiaria es frecuente que los deudores demandados opongan la excepción de falta de legitimación activa, en relación con los supuestos en los que son demandados por un tenedor anterior, que ha pagado previamente la letra, y la ha recuperado, sin embargo, si bien es cierto que existen decisiones jurisprudenciales que exigen integrar la legitimación del acreedor cambiario, que reclama el pago de la letra en virtud de un previo pago recuperatorio suyo (forma de circulación regresiva de la Letra, que es tan cambiaria como pudiera ser el propio endoso), aportando la cuenta de resaca, también es verdad que existen otras decisiones, que expresamente optan por un criterio diverso, reconociendo la legitimación suficiente, por el simple hecho de la posesión del título, unida a la previa designación en el mismo ⁽¹⁰⁸⁾. Y todo esto, cuando aún no existía una norma como la del art. 45, LCCH, lo que demuestra que, ya admitido durante la vigencia de las disposiciones del Código de comercio, el criterio que defendemos debe ser admitido, con mayor razón,

(107) JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J.: “Las crisis cambiarias...”, cit., t. II, 4ª ed., pág. 102.

(108) Tal es el caso de la SAT Oviedo, de 30 de noviembre de 1960, donde se señala que.:
“... Si la legitimación resulta de la propia cambial y de su posesión, presuntivamente legal, el art. 521 Cdc, en relación con el art. 1429 LEC, no condicionan el despacho de la ejecución a otra justificación documental *prima facie* del rescate de la letra en regreso, como la cuenta de resaca o el reembolso al tenedor anterior...”;

de la SAP Sta. Cruz de Tenerife, de 31 de enero de 1978, según la cual:

“La presunción es de que el tenedor se encuentra legitimado para ejercitar las acciones cambiarias siempre que aparezca su nombre en la Letra...”;

o de la SAT Bilbao, de 8 de febrero de 1983, en la que se afirmó por el tribunal, que:

“No cabe duda que la opinión mayoritaria, hoy en día prácticamente unánime, se inclina (...) por la consideración de que la Letra y el acta de protesto constituye título ejecutivo íntegro y ello, ante todo, *porque ningún texto legislativo exige que se acompañe* a la demanda ejecutiva, la referida cuenta de resaca y porque la tenencia del título por persona que en el mismo aparece denominada como posible acreedor cambiario *constituye presunción suficiente de legitimidad y de válida adquisición...*”.

una vez promulgada la Ley Cambiaria y del Cheque, como lo demuestra la SAP Girona, Secc. 2ª, de 6 de octubre de 1995 ⁽¹⁰⁹⁾, que reconoce que la tenencia de una letra impagada y la circunstancia de que el actor figure como acreedor cambiario, unidas ambas, son —en general— suficientes para la legitimación de éste, porque:

“... Existe una presunción iuris tantum de que quien tiene en su poder la letra de cambio, la ha abonado previamente; presunción que puede ser destruida mediante prueba en contrario...”

Y no se diga que esas mismas sentencias hacen la salvedad de que el Ejecutado impugne la legitimación, porque la consecuencia de este hecho no es la de destruir su legitimación activa, sino la de permitir —pero no imponer— al Ejecutante, que “combata tal duda con la aportación, junto al escrito de contestación, e incluso en período probatorio, de la documentación acreditativa del rescate” (SAT Bilbao, de 8 de febrero de 1983).

Dicho de otro modo: para poder ejercitar la acción cambiaria directa, el Descontatario tendría que haber recuperado la Letra; cosa que sólo podía hacer *liquidando su relación cartácea y causal con el Banco descontante*, merced al *pago de la suma anticipada*, en cuyo caso, bien por la vía de la “*adquisición ope legis*” o bien por la “*restitución del título*”, una vez agotada su finalidad solutoria, habría recuperado la condición de propietario de la Letra; de acreedor cambiario y de tenedor legítimo.

(109) SAP Girona, Secc. 2ª, de 6 de octubre de 1995, en Actualidad civil. Audiencias, 1996, nº 6, del 15 al 31 de marzo, marg. 412, pág. 646.

NOTICIAS

1. LA NUEVA DISCIPLINA REGLAMENTARIA DE LAS SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

El RD 845/1999 de 21 de mayo (BOE de 4 de junio), modificativo del Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva (RD 1393/1990) contiene la nueva disciplina reglamentaria de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria (en adelante, SII o FII). Tal texto recoge, así, el desarrollo de la Ley 20/1998, de 1 de julio, de reforma del régimen jurídico y fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva de naturaleza inmobiliaria (en adelante, IICI).

El objetivo declarado de la presente reforma es el de potenciar la implantación práctica de las IICI, toda vez que estas instituciones constituyen un instrumento adecuado de activación del mercado inmobiliario y de promoción del incremento de la oferta de vivienda en alquiler. En este sentido, debe tenerse en consideración que el interés práctico que han suscitado las IICI desde la culminación de su régimen jurídico mediante la OMEH de 24 de septiembre de 1993 ha sido muy escaso. Prueba de ello es que, hasta el momento presente, apenas se han constituido cinco FII, sin que exista ninguna SII inscrita en los registros administrativos de la CNMV.

Las principales innovaciones que se introducen a través de la disposición objeto de comentario son las que siguen:

A) Modificaciones relativas al Régimen Sustantivo General de las IICI

A.1. Diversificación objetiva de las inversiones inmobiliarias a las que pueden destinarse los activos de IICI

Antes de la reforma del régimen jurídico aplicable a las IICI, iniciada a través de la antes aludida Ley 20/1998, tan sólo se admitía la inversión de los activos propios de estas entidades en inmuebles urbanos construidos. Según el nuevo tenor del artículo 72 del RIIC, los activos integrados en IICI pueden destinarse ahora a la inversión en los siguientes elementos inmobiliarios de naturaleza urbana:

— Inmuebles construidos.

— Activos representativos del capital de sociedades cuyo patrimonio se integre mayoritariamente por un inmueble, cuando la adquisición se dirija a

disolver la sociedad participada y a explotar tal inmueble en régimen de arrendamiento desde la disolución (quizá deba entenderse extinción pese al tenor literal del nuevo art. 72.2.a del RIIC).

— Inmuebles en construcción o cuya construcción vaya a iniciarse (sobre plano) si cuentan con la preceptiva licencia de edificación. El volumen de las presentes inversiones no puede superar el 20% del activo total de la IICI adquirente.

— Opciones de compra de inmuebles, siempre que sean libremente transmisibles, cuando la prima de opción no supere el 5% del precio del inmueble y el plazo de ejercicio no sobrepase los dos años. El volumen de las presentes inversiones tampoco podrá superar el 20% del activo total de la IICI optante.

— Derechos reales que permitan el arrendamiento de los inmuebles sobre los que recaigan.

— Concesiones administrativas referidas a inmuebles que, en la misma medida, posibiliten tal arrendamiento.

A.2. Diversificación funcional del patrimonio inmobiliario de IICI

Con anterioridad a la presente reforma, los inmuebles integrados en IICI sólo podían ser arrendados para su uso como vivienda, oficina, local comercial o aparcamiento. La nueva regulación añade dos usos más: residencias de estudiantes y residencias para la tercera edad. La presente expansión funcional se sustenta en la gran importancia social que muestra la promoción de las actividades aludidas. En cualquier caso, conviene recordar que las IICI no pueden explotar directamente tales negocios sino sólo arrendar los inmuebles correspondientes, destinados a los usos admitidos, para su explotación por los terceros arrendatarios.

A.3. Reducción de las limitaciones operativas

La nueva regulación permite la concertación de determinadas operaciones antes prohibidas, aunque imponiendo determinadas restricciones tendentes a evitar posibles situaciones de conflicto de interés. Tales operaciones son, básicamente, las siguientes:

— Concertación de arrendamientos o constitución de derechos sobre los inmuebles integrados en IICI en favor de socios o partícipes de tales entidades o de personas con ellos vinculadas: La concertación de las presentes operaciones se admite en los casos en que no se produzca conflicto de interés y siempre que

se contrate a precios de mercado. Resulta, además, necesario que se recoja previsión específica de la presente posibilidad en los estatutos o reglamento de gestión de la IICI correspondiente.

— Compras o ventas de inmuebles integrados en IICI celebradas con socios o partícipes o con personas con ellos vinculadas: Tales operaciones quedan sometidas a las mismas cautelas antes expuestas.

— Adquisición por las IICI de inmuebles a entidades integradas en el grupo de la SII o de la gestora del FII de que se trate: La presente operación queda sometida a los siguientes condicionamientos: 1) Debe tratarse de inmuebles de nueva construcción; 2) La operación debe encontrarse prevista en los estatutos o en el reglamento de gestión de la IICI; 3) Debe seguirse el procedimiento previsto en los estatutos o reglamento, tendente a garantizar que la operación se desarrolla en interés de la IICI compradora; 4) El cumplimiento de los requisitos enunciados se verificará por una comisión independiente dentro del consejo (SII) o por un órgano interno de la gestora (FII); 5) Deben cumplirse los condicionamientos informativos especiales previstos en el artículo 72.9, apdos. c y d (publicación en folletos, información al consejo de la SII o gestora...) y 6) Los inmuebles adquiridos a través de estas operaciones no pueden representar más del 25% del activo de la Institución.

A.4. Reducción del plazo de retención obligatoria de los inmuebles adquiridos por IICI

Los inmuebles comprendidos en el patrimonio de IICI no podrán enajenarse hasta que no hayan transcurrido tres años desde la compra. Habida cuenta de que el plazo anterior era de cuatro años, la nueva disposición sirve para flexibilizar el régimen aplicable a estas entidades.

A.5. Incremento del valor proporcional que puede representar un único inmueble

Según la nueva regulación (art. 72 bis.3), ningún inmueble puede representar más de un 35% del importe total de los activos de la IICI, según su última valoración. Dado que el límite anterior ascendía tal sólo al 25%, la nueva disposición confiere mayor versatilidad a la gestión de los activos integrados en la IICI de que se trate.

B) Modificaciones atinentes al Régimen de la SII

B.1. Flexibilización de las reglas sobre inversiones financieras

Según la nueva normativa (art. 72 bis.1), los activos integrados en SII no afectan al coeficiente de inversión mínima en inmuebles (hasta un máximo del

10% del activo total de la institución) podrán invertirse en valores cotizados de renta fija o variable. Debe tenerse en consideración que las presentes inversiones en renta variable sólo podrán efectuarse en valores previamente declarados aptos a los presentes efectos por el MEH. Con relación a la presente disposición y a efectos comparativos, conviene destacar que la regulación anterior tan sólo admitía la inversión en activos de renta fija, por lo que la nueva normativa sirve al objetivo de agilizar la gestión de las SII incrementando las expectativas de ganancia potencial (y, correlativamente, el nivel de riesgo eventualmente asumible).

B.2. Admisión de las aportaciones en especie

Las aportaciones al patrimonio de SII podrán hacerse efectivas, tras la aprobación de la Ley 20/1998 y del reglamento objeto de comentario, en dinero (única posibilidad bajo la regulación anterior) o en especie. Estas aportaciones *in natura* pueden consistir en inmuebles (en cuyo caso se impone la tasación y la observancia de ciertos requisitos informativos especiales) o en valores (resultando de aplicación en estos supuestos lo dispuesto en el artículo 14 del RIIC).

C) Modificaciones atinentes al Régimen de los FII

C.1. Flexibilización de las reglas sobre inversiones financieras

Según la nueva regulación reglamentaria objeto de comentario, el coeficiente mínimo de inversión en inmuebles asciende, en los casos de FII, al 70% del activo total de la entidad (porcentaje coincidente con el aplicable bajo la anterior regulación). Por contra se incrementa el coeficiente de liquidez, que se sitúa ahora en el 10% del activo patrimonial integrado en el FII (anteriormente sólo se imponía un 5%). Además, se admite la integración, dentro de los recursos asignados a tal coeficiente, de activos de renta variable hasta un porcentaje máximo del 5% del activo del FII y previa declaración de aptitud por parte del MEH (además de efectivo, depósitos, cuentas a la vista y activos cotizados de renta fija con vencimiento a corto plazo). El porcentaje restante del activo del FII (hasta un 20%) deberá invertirse en valores cotizados de renta fija.

C.2. Admisión de las aportaciones en especie

Según la nueva normativa reglamentaria, que desarrolla a estos efectos el contenido de la Ley 20/1998, las aportaciones al FII podrán efectuarse tanto en efectivo (única opción posible bajo la regulación anterior) como en inmuebles o en valores. En los casos en que la aportación se materialice en inmuebles, deben

cumplimentarse ciertos requisitos informativos especiales (publicación en el informe trimestral correspondiente, por ejemplo). Además, para estos supuestos se admite la previsión en el reglamento de la entidad de restricciones o penalizaciones al reembolso de participaciones (dada la acusada iliquidez de la aportación efectuada). Por su parte, si la aportación se materializa en valores resultarán aplicables las reglas del artículo 14 del RIIC.

C.3. Graduabilidad de la periodificación de los reembolsos

La nueva regulación mantiene la misma periodificación mínima de los reembolsos de participaciones que se contemplaba en la normativa originaria (un año). Sin embargo, como novedad, se admite la dilación de tal periodificación mínima hasta un plazo máximo de dos años cuando la CNMV lo autorice en atención a las circunstancias de mercado o a las características del FII de que se trate.

D) Modificaciones relativas al Régimen Fiscal de las IICI

La principal innovación atinente al régimen fiscal de las IICI es la consistente en la ampliación del régimen bonificado de tributación por el impuesto de sociedades. Tal alteración, que implica la reducción de los tres regímenes impositivos antes existentes a dos, quedó ya recogida en la Ley 20/1998 aludida *supra*. De esta forma, tributarán por impuesto de sociedades al tipo del 1% las IICI que integren inmuebles destinados a vivienda en un porcentaje mínimo del 50%, y al tipo del 35% las restantes entidades.

Víctor Cervera-Mercadillo

2. INFORME DE LA COMISIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS PARA EL DERECHO MERCANTIL INTERNACIONAL SOBRE LA LABOR REALIZADA EN SU 31.º PERÍODO DE SESIONES

Se ha publicado el *Informe de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional sobre la labor realizada en su 31.º período de sesiones, correspondiente a la Asamblea General de 1 a 12 de junio de 1998*.

Durante la misma se discutieron y aprobaron documentos referidos a los diferentes temas de estudio de los que se ocupa actualmente la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI).

En primer lugar, se prosiguió con la elaboración de una “guía legislativa” sobre *proyectos de infraestructura con financiación privada*, que comprendería

los epígrafes siguientes: introducción, información de antecedentes sobre los proyectos, consideraciones generales sobre la legislación, estructura y regulación del sector, selección del concesionario, y conclusión y condiciones generales del acuerdo de proyecto. Se sugirió que se redactaran recomendaciones legislativas en forma de principios concisos, limitándose al asesoramiento legislativo y no a las negociaciones y los contratos.

Por otro lado, debe resaltarse que, dentro del campo del *comercio electrónico*, se sigue adelante con el proyecto de régimen uniforme para las firmas electrónicas, si bien de forma lenta dadas ciertas discrepancias en la aplicación de la Ley Modelo. En todo caso, se avanzó en la adopción de una disposición por la que se reconoce validez jurídica en determinados casos a la denominada “incorporación por remisión”.

Asimismo, revisten particular importancia los trabajos relativos a la *financiación por cesión de créditos*, que han sido bien acogidos en la comunidad financiera internacional por el efecto de facilitar el acceso al crédito que puede desplegar. Deben resolverse, empero, cuestiones abiertas como el ámbito de aplicación, las cuestiones de orden público relativas a la protección del deudor, los conflictos de prelación entre diferentes acreedores y los problemas de derecho internacional privado. En todo caso, se aconsejó que el texto adoptara la forma de convención internacional, dadas las diferencias existentes en los diferentes sistemas jurídicos, intentándose que los trabajos se concluyan en 1999.

Finalmente, podemos subrayar el seguimiento de la puesta en práctica de la Convención de Nueva York de 1958, sobre el reconocimiento y ejecución de las sentencias arbitrales extranjeras, así como el incremento de la jurisprudencia sobre textos de la CNUDMI, y la creación de una página web propia de la CNUDMI.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

3. LAS “CARTAS-CIRCULARES” BOCA ARRIBA

Con motivo de la clausura de un curso sobre “La reforma del mercado de valores”, el Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores impartió una conferencia sobre las “Cartas-circulares”, que esta Institución difunde. Asunto éste nada baladí, porque desde la aparición de esta nueva modalidad de manifestación por parte del órgano rector de los mercados, su plena y pacífica admisibilidad ha suscitado si no perplejidad, sí algunas cautas vacilaciones. Más que por la falta de una explícita previsión en la LMV, por el diverso contenido que estas “cartas-circulares” incluyen. De manera oportuna, J.J. Díez

SÁNCHEZ ha analizado en un inteligente trabajo publicado en esta revista (RDBB, núm. 67, págs. 741-781) la adecuación de estas “cartas-circulares” al Ordenamiento jurídico y a su crítica valoración me remito. Sin embargo, interesa mucho conocer cuál es la opinión que sobre las mismas tiene la propia Comisión. De ahí que las palabras de su Presidente puedan ser consideradas como “interpretación auténtica” de esta figura.

En la conferencia impartida el Presidente de la Comisión recordó la polémica que ha envuelto la aparición de este instrumento de difusión, atribuyéndola bien a su novedad, bien a la influencia “*de los más rígidos principios del Derecho público continental*” o bien a su denominación. Sin embargo, no es del todo cierto que esta figura constituya una auténtica novedad más que si se circunscribe su análisis a la estricta actuación de la Comisión. Desde antiguo la Administración ha comunicado a los ciudadanos información mediante “acuerdos”, “circulares”, “instrucciones”, “informes”, que podían tener el carácter de vinculantes o no vinculantes, etc. Es práctica habitual del actuar administrativo y de sus relaciones con los ciudadanos.

No parece tampoco que sea oportuna la crítica a mantener unos “*rígidos principios del Derecho público continental*” a la hora de analizar la adecuación de las “cartas-circulares” al Ordenamiento español. El edificio del Derecho público que, no lo olvidemos, nos permite a todos los ciudadanos un pacífico y seguro cobijo, ha sido levantado con sutil esfuerzo y toda su estructura ha de encajar de manera correcta para que no se tambalee ni desmorone, ni para que tampoco se perciban las grietas del desamparo que origina la inseguridad jurídica o la arbitrariedad. La atribución de facultades exorbitantes a determinadas autoridades y entidades (entre las que también se encuentra la Comisión) tiene como imprescindible contrapartida seguir las reglas del juego jurídico. De ahí que cualquier actuación de la Comisión deba acomodarse a un correcto cauce de expresión para superar el correspondiente juicio de conformidad jurídica.

Y con relación a la tercera causa de la polémica, es cierto que la denominación de estas “cartas-circulares” es absolutamente desacertada. Ha desaparecido en el Derecho moderno la antigua acepción de carta como documento público. En la actualidad, las cartas son modos de comunicación *privados*, sin perjuicio de que en casos singulares puedan tener una lógica transcendencia jurídica (promesas de venta, reclamaciones de deuda o los conocidos casos de testamentos ológrafos, “*paciños de mi vida...*”). Las Administraciones públicas han de comunicarse con los ciudadanos siempre de manera *pública y oficial* mediante “comunicaciones” y “notificaciones” que recogen “acuerdos”. De ahí que sorprenda la denominación dada por la Comisión. ¿Qué inconveniente existe para utilizar otros nombres más correctos, como “acuerdos”, “instrucciones”, “recomendaciones”? El uso del término “carta” es ciertamente perverso. Sin perjuicio de las cartas, en sentido propio, que deba remitir o contestar el Presidente de

la Comisión, el carácter público y oficial que se pretende imprimir a estas misivas exige otra denominación. Máxime cuando la autoridad que tiene atribuidas con carácter general las competencias en la supervisión del mercado y, por consiguiente, también en la interpretación normativa es el Consejo de la Comisión, como ha recordado J.J. Díez Sánchez en el trabajo ya citado (RDBB, núm. 67). ¿Qué dificultad existe para bautizarlas como “comunicaciones o instrucciones del Consejo”?

Sin embargo, a mi entender, la verdadera razón de la polémica sobre estos “acuerdos” estriba en el diverso contenido que incluyen. El Presidente de la Comisión clasificó, en términos generales, a sus “cartas-circulares” al amparo de las tres finalidades que persiguen: interpretar, informar y recomendar. Finalidades que pueden concurrir de manera entrelazada. Según explicó, las “cartas-circulares” interpretan, sin desarrollar, preceptos de este complejo sector financiero, originando la vinculación de la actuación de la Comisión a dicho criterio. Informan sobre acuerdos con otras entidades, esto es, en correctos términos difunden el contenido de convenios o protocolos. Y ofrecen recomendaciones y consejos sobre la actuación en los mercados de valores. Se asemejan, en consecuencia, a conocidos ejemplos de acuerdos, notas e informaciones interpretativas que difunden otros organismos rectores de mercados extranjeros, caso de las *interpretative releases* de la SEC, las *guidance notes* del *Financial Services Authority* inglés, o las *rescrit boursier* de la COB francesa.

Estos contenidos impiden que se califique a esas “cartas-circulares” de normas jurídicas. El Presidente de la Comisión declaró que se han configurado como auténticas misivas, que pueden surgir como contestación a consultas, que suscitan las entidades o los inversores, o tras el estudio y análisis en los procedimientos que lleva a cabo la propia Comisión. ¡Por supuesto que estas “cartas” no deben tener naturaleza normativa! Para publicar normas generales la Comisión cuenta con el extraordinario instrumento de las auténticas Circulares. Pero antes de entrar en la correspondencia de estas palabras con la ínsita naturaleza de las “cartas-circulares” publicadas, conviene detenerse en otro importante recordatorio del Presidente de la Comisión, en concreto, en lo relativo al amparo legal en que se apoya esta facultad de información.

En primer lugar, invocó el artículo 9.3 de la Constitución, sede de los principios básicos del Estado de Derecho, entre los que destaca el de seguridad jurídica. Pero, ofrece mayor relevancia la cita de otros dos preceptos. Uno, el artículo 13.2 de la LMV, donde se establece como mecanismo preferente para conseguir los tres fines que inspiran y justifican la actuación de la Comisión (transparencia de los mercados, correcta formación de los precios y protección de los inversores) “*la difusión de cuanta información sea necesaria*”. No debe escatimar la Comisión los medios para facilitar la mayor información a los inversores e instituciones que participan en los mercados, porque como con

frecuencia se repite “*la información es la acción de más valor en los mercados*”. De ahí la trascendencia que tiene la difusión de los criterios que adopte la Comisión a la hora de interpretar la normativa, recomendar actuaciones o informar sobre otras circunstancias de interés a los mercados. Dos, el artículo 37 de la Ley de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común, que establece la obligación de publicar de manera regular “*las instrucciones y respuestas a consultas planteadas por los particulares u otros órganos administrativos que comporten una interpretación del derecho positivo o de los procedimientos vigentes*”.

No debe existir, en consecuencia, ninguna duda sobre la facultad de la Comisión para divulgar los criterios e interpretaciones que adopte. Y sus positivas ventajas son obvias. En este sentido, subrayó el Presidente de la Comisión, de manera reiterada, que su difusión garantiza una mayor seguridad jurídica. Difusión que, por cierto, se realiza de manera óptima mediante la completa información que ofrece la Comisión Nacional a través de Internet. Además, con estas “cartas-circulares”, la Comisión queda vinculada por el criterio interpretativo manifestado, de tal modo que se facilita el trato semejante de las entidades e inversores y, en caso de que con posterioridad se modifique el criterio, está obligada a motivar la nueva interpretación.

Sin embargo, si en el análisis jurídico de estas “cartas-circulares” todo fuera parabienes no se habría originado cautela alguna sobre las mismas. Y es que si repasáramos el contenido de las publicadas advertiríamos que junto a la finalidad de informar existe también la intención de incorporar un contenido coercitivo. En el último año 1998, “la fecunda labor del Presidente” (como acierta a describir A. TAPIA HERMIDA en su completa monografía “*Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulación*”, Ed. Dykinson, 1998) se ha concretado en ¡quince cartas! de las que ha dado cumplida cuenta esta Revista (prescindo de mencionar las anteriores porque en el citado trabajo de J.J. DÍEZ SÁNCHEZ se ofrece un riguroso comentario de las mismas). En algunos casos, no están exentas estas “cartas-circulares” de manifestar una clara voluntad imperativa. Aspecto éste forzosamente criticable.

Las quince “cartas-circulares” publicadas a lo largo de 1998 pueden clasificarse en cinco distintos grupos, atendiendo a su contenido. El primero estaría integrado por aquellas que tienen una mera finalidad admonitoria. Así, por ejemplo, cuando se recomienda la forma más adecuada para proteger los intereses de los partícipes a la hora de fijar el valor liquidativo de los fondos (núm. 2/98); o las actuaciones previas al tratar con los clubes de inversión (núm. 3/98); o la correcta conducta que deben seguir las empresas en las actividades de análisis y asesoramiento del mercado (núm. 10/98). No cabe formular ningún reparo a estas comunicaciones de la Comisión que facilitan adecuados

criterios para una correcta actuación de las empresas en los mercados, pero con un mero carácter de recomendación.

En un segundo grupo podrían incluirse las que comunican la firma de acuerdos y convenios entre la Comisión y otras Administraciones o entidades. En virtud de los mismos se marcan las pautas de sus relaciones en diversos procedimientos, para evitar duplicidades y reiteraciones en su actuación, así como facilitar una ágil tramitación administrativa. Es el caso del acuerdo alcanzado con las Sociedades rectoras de los mercados “*para simplificar los procedimientos de comunicación de participaciones significativas, presentación de expedientes de admisión a cotización en Bolsas de Valores, comunicación de hechos relevantes y remisión de cuentas anuales e informes de auditoría de entidades emisoras de valores admitidos a cotización*” (núm. 4/98); o el acuerdo con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera sobre el procedimiento de autorización de fusión de fondos de inversión (núm. 13/98). Estos acuerdos y convenios son altamente positivos al facilitar una buena coordinación entre Organismos y entidades que poseen facultades y competencias sobre similares asuntos. Se fijan las pautas de los procedimientos, con acertada economía, lo que sin duda redundará en una mejor actuación de los diversos organismos de supervisión de los mercados.

En tercer lugar, varias “cartas-circulares” se caracterizan por difundir modelos y formularios que deberán utilizar las entidades interesadas en distintos procedimientos. Así, el modelo de folleto en el que deben presentarse las emisiones de *warrants*, para que la Comisión proceda a su verificación (núm. 8/98); el modelo que deben adoptar las sociedades cotizadas para informar de la aplicación del código de buen gobierno, si es que voluntariamente han asumido este código (núm. 11/98); o los procedimientos derivados de la introducción del euro en los mercados de valores, que exigen redenominar las cifras de capital o las emisiones, las tarifas y comisiones, las cuentas anuales u otras informaciones periódicas que envíen las entidades financieras (núm. 11/98). Constituyen estos ejemplos una manifestación de la obligación que tiene toda Administración pública de facilitar modelos o sistemas normalizados de solicitudes en aquellos casos en que son reiteradas y numerosas, además de idénticas, las instancias que presentan los particulares (art. 70.4 de la Ley de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común). De ahí que tampoco quepa advertir ningún reparo al contenido de estas instrucciones, al ser comunes en el ámbito administrativo.

En cuarto lugar, destacan varias “cartas” que contienen verdaderos criterios de interpretación de la normativa del mercado de valores. Recordemos ejemplos. Tienen un auténtico carácter interpretativo los criterios que establecen el carácter de valores con liquidez a la deuda pública extranjera, siempre que cumpla determinados requisitos (núm. 1/98); el régimen de las emisiones

por no residentes (núm. 6/98); las operaciones de autocartera para que no se considere que alteran la libre formación de los precios (núm. 12/98) o la precisión de hechos relevantes que han de ser comunicados a la Comisión (núm. 14/98).

Todos estos criterios poseen una gran trascendencia. Baste recordar que si una entidad financiera no comunica un hecho relevante, de los precisados en la “carta circular”, o negocia con su autocartera de manera distinta a la prevista en la “carta-circular” puede verse inmersa en un expediente sancionador al constituir ambas conductas infracciones en la LMV. La falta de precisión de los conceptos jurídicos indeterminados, que existen al tipificar las infracciones, se concreta mediante estos criterios difundidos por la Comisión.

No supone ninguna incorrección, en principio, que la Comisión precise la interpretación de las normas que rigen su actuación. Esta interpretación puede realizarse con eficacia normativa, estableciendo una obligación *erga omnes*, vinculando a todos los interesados mediante la aprobación de la correspondiente Circular, o fijando un criterio de actuación interno. Esta es la opción por la que en estos casos se ha decantado la Comisión. A diferencia de otras ocasiones donde los hechos relevantes, por ejemplo, se definían en Circulares de la Comisión.

Estas mal llamadas “cartas-circulares” de carácter interpretativo son, en puridad, las clásicas *instrucciones u órdenes de servicio* de cualquier Administración pública (art. 21 de la Ley de régimen jurídico de la Administración pública y del procedimiento administrativo común, las tradicionales “circulares” del artículo 7 de la Ley de procedimiento administrativo de 1958). Esto es, los criterios que marcan los órganos administrativos para dirigir las actuaciones de los órganos dependientes. Mediante la precisión de estos criterios se están fijando pautas de actuación para el personal de la Comisión, en sus funciones de supervisión de los mercados. Así, al controlar las operaciones de autocartera podrán calificar con cierta facilidad y, sobre todo, con objetiva igualdad en las distintas situaciones que se presenten, si se ha falseado el precio de los valores. Este es el verdadero sentido de estas instrucciones, que por su trascendencia, como también prevé la Ley de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común, se difunden dándoles la máxima publicidad.

Con razón insistió el Presidente de la Comisión en las ventajas que ofrecía la difusión de los criterios interpretativos. Se facilitaba la transparencia de la actuación de la Comisión. Además, la publicidad originaba la *Selbstbindung*, la autovinculación de la Comisión a ese criterio difundido, de tal modo que la separación del precedente exige una adecuada motivación. Pero, lo más importante, es que se garantiza un igual trato a todas las entidades e inversores, lo que

favorece la necesaria seguridad jurídica. Todas estas relevantes ventajas encierra la difusión de los criterios de actuación. Sin embargo, hay que formular objeciones a cómo se están materializando estas interpretaciones. Porque estos criterios de actuación no deben dirigirse a las entidades financieras como “cartas”. Al mercado le interesa conocer su existencia, pero no son propiamente los destinatarios de estas “cartas”. La aprobación de estos criterios tiene por finalidad orientar la conducta del personal de la Comisión como *instrucción de actuación* y a los mismos debe dirigirse (aunque, lo normal será que estos criterios surjan desde la propia sección o área de trabajo, cuyos conocimientos prácticos van asentando la mejor actuación para el correcto funcionamiento del mercado, como lo demuestra el hecho de que muchas “cartas-circulares” mencionan a perfectos conocedores del mercado como referente a las dudas que puedan surgir). En consecuencia, las entidades financieras no deben considerarse vinculadas por la interpretación que se realice desde la Comisión.

Por último, en el quinto grupo de “cartas” estarían aquellas que incluyen nuevas prescripciones o pautas de conducta a seguir. Es el caso, por ejemplo, de la “carta” 5/98 que precisa reglas para que no se realicen operaciones en las horas cercanas al cierre, por el peligro de falsear los precios de los valores. En la misma se establece el *deber de rechazar* las órdenes cuya intención sea la de provocar una evolución artificial o un falso precio de cierre. De manera similar, la “carta” 9/98 formula nuevas obligaciones de comunicar las transmisiones de valores que se casan en bloque e, incluso, una previa supervisión de la Comisión para determinadas operaciones especiales.

Es cierto que estos dos ejemplos no debieran constituir, en principio, ningún “abuso” de facultades por parte de la Comisión. En su función de garantizar la transparencia del mercado, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores, la Comisión puede establecer estas normas de actuación en los mercados, que encuentran una específica habilitación en preceptos de la LMV y en sus normas de desarrollo. Pero para ello la Comisión debería haber adoptado el vestido de la Circular y no de una simple “carta”. La relevancia “externa” de estas obligaciones, que imponen nuevas conductas a las entidades financieras que actúan en el mercado, exige el adecuado instrumento normativo de la Circular. De ahí que en la actualidad estas prescripciones carecen de fuerza normativa alguna y, en consecuencia, la Comisión no puede exigir el cumplimiento de estas conductas ni imponer ninguna sanción por el incumplimiento de estas obligaciones, al no haberse adoptado como Circulares normativas. Si así lo hiciera la sanción sería nula de pleno derecho.

En todo caso, como no podía ser de otra manera, y recordó el Presidente de la Comisión, estas “cartas-circulares” están sometidas al control de los Tribunales contencioso-administrativos. De tal modo que, ante la impugnación de un acto que aplique una “carta-circular”, el Tribunal puede declarar que puede ser

otra la interpretación de la normativa del mercado de valores y prescindir del criterio manifestado en la “carta-circular”.

Aludió también el Presidente de la Comisión en su conferencia al flexible procedimiento que se sigue para la precisión de estos criterios e instrucciones, donde se subraya la amplia participación y consenso de las diversas entidades que reciben las misivas. Pero tanto la flexibilidad como la participación de las entidades interesadas son notas también predicables de las Circulares normativas de la Comisión, por lo que debería reconsiderarse la adopción de esta forma jurídica cuando en realidad se están imponiendo nuevas obligaciones y conductas.

En fin, importantes fueron las consideraciones generales que ofreció el Presidente de la Comisión. Aunque la realidad cotidiana desvele otros inconvenientes y matices de las mal llamadas “cartas”, que sea necesario advertir y, sobre todo, corregir si lo que se pretende es garantizar la seguridad jurídica en los mercados. Porque aunque como repite el refranero popular es bueno “*tomar cartas en el asunto*”, ya en el QUIJOTE se recuerda también que “*por carta de más o de menos se pierden los juegos*”.

Mercedes Fuertes

4. NOVEDADES LEGISLATIVAS RELATIVAS A LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS EUROPEAS

Desde su puesta en funcionamiento, el Banco Central Europeo ha ido perfeccionando su organización, según testimonian las diversas disposiciones legislativas que se han ido aprobando en los últimos meses en relación con su régimen legal.

A este respecto, deben subrayarse en primer lugar los tres reglamentos comunitarios publicados en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DOCE) de 27 de noviembre de 1998 (serie L, núm. 318).

El *Reglamento (CE) núm. 2531/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, relativo a la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo* regula las facultades del Banco Central Europeo para imponer a las instituciones financieras que a él queden sometidas, de forma no discriminatoria, un coeficiente de reservas que no podrá exceder el 10 por ciento de los pasivos computables (siendo éstos los pasivos resultantes de la captación de fondos o de operaciones fuera de balance, con la excepción de los saldos deudo-

res frente al Banco Central Europeo, a un Banco central nacional o frente a otra institución, según pueda ser especificado por el Banco Central Europeo). El Banco Central Europeo queda investido de potestad reglamentaria y de facultades de inspección y sancionadoras en relación con estas materias.

En virtud del *Reglamento (CE) núm. 2532/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, sobre las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones* se configura el régimen sancionador aplicable para los procedimientos que el Banco Central Europeo pueda iniciar de oficio o a instancia de un Banco central nacional, decisiones sancionadoras que son revisables por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas. Debe subrayarse que las sanciones que el Banco Central Europeo pueda imponer por infracciones de sus reglamentos y decisiones por parte de las empresas tendrán un límite máximo de 500.000 euros para las multas y de 10.000 euros al día para los pagos periódicos coercitivos. En todo caso, dicha aplicación de sanciones deberá verse modulada por el principio de proporcionalidad, así como por otras circunstancias como la buena fe y transparencia de la empresa en la interpretación de sus obligaciones, la gravedad de los efectos y los beneficios obtenidos, la dimensión económica de la empresa y las eventuales sanciones que otras autoridades hayan podido imponer por los mismos hechos.

Por otro lado, el *Reglamento (CE) núm. 2533/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, sobre la obtención de información estadística por el Banco Central Europeo* constituye el régimen jurídico para la recopilación de la información necesaria para realizar las funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Para ello se delimita el concepto de la “población informadora de referencia”, así como el ámbito de la “economía nacional” y los subsectores Banco Central, otras instituciones financieras y otros intermediarios financieros (excepto las empresas de seguro y los fondos de pensiones), a los efectos previstos en este Reglamento.

En virtud de la *Decisión del Banco Central Europeo de 1 de diciembre de 1998, relativa a la participación de los bancos centrales nacionales en la clave de capital del Banco Central Europeo* (DOCE L 125, de 19 de mayo de 1999), queda ajustada la participación de los Bancos emisores, que, en el caso del Banco de España, asciende al 8,8935 por ciento (frente al 24,4935 por ciento del *Bundesbank* o al 16,8337 por ciento de la *Banque de France*).

Debe resaltarse asimismo la publicación del *Reglamento Interno del Consejo General del Banco Central Europeo* (DOCE L 75, de 20 de marzo de 1999), que desarrolla sus normas de funcionamiento. Este se ve complementado con el *Reglamento Interno del Banco Central Europeo en su versión modificada de 22 de abril de 1999* (DOCE L 125, de 19 de mayo de 1999).

Además, con fecha 28 de abril de 1999, se ha publicado (DOCE L 110) la *Decisión del Banco Central Europeo, de 3 de noviembre de 1998, relativa al acceso público a los documentos y archivos del Banco Central Europeo*, que sustituye a la Decisión del Instituto Monetario Europeo número 9/97. Se encuentra dentro de la tendencia de transparencia de las instituciones europeas que ha quedado consagrada en el Tratado de Amsterdam.

Finalmente, debe mencionarse el conjunto de acuerdos adoptados por el Consejo de Gobernadores del Banco Europeo de Inversiones, con fecha 5 de junio de 1998, y recogidos en el documento común *La ampliación de capital del BEI y las decisiones conexas* (DOCE C 269, de 28 de agosto de 1998). Además de determinar las características y modo de ejecución de un aumento de capital desde 62.013 millones de ecus a 100.000 millones de ecus, este documento presenta una interesante panorámica sobre el “marco estratégico para la futura actividad del BEI”.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

5. CRÉDITOS DOCUMENTARIOS IRREVOCABLES SOMETIDOS A CONDICIÓN SUSPENSIVA. UN SUPUESTO SINGULAR DE “DEPENDENCIA ECONÓMICA OBJETIVA” Y DE CONFIRMACIÓN ATÍPICA

El Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas dictó, con fecha 5 de mayo de 1998, cuatro sentencias en materia de financiación (ayuda económica) a la Federación de Rusia y a Ucrania (antigua URSS y sus Repúblicas), mediante un préstamo con destino exclusivo a la cobertura de créditos documentarios irrevocables.

Las sentencias son sustancialmente iguales, y fueron pronunciadas en los asuntos C-404/96 P (Glencore Grain Ltd. contra la Comisión), C-403/96 P (Glencore Grain Ltd. contra la Comisión), C-391/96 P [Compagnie Continentale (France) S.A. contra la Comisión] y C-386/96 P (Société Louis Dreyfus contra la Comisión).

El interés de aquellas sentencias no se limita al crédito documentario, sino que es muy relevante en materia de legislación para interponer el recurso de anulación de una disposición de la Unión Europea, con la consiguiente petición de indemnización de daños y perjuicios. Aspectos que deben de resaltarse, no sólo por su importancia procesal, sino porque, como es sabido, la legitimación se vincula, ordinariamente, como fue en los casos resueltos, al fondo de la cuestión debatida.

Ciertamente el supuesto de hecho, semejante en cada una de las sentencias, es singular, pero no obstante no conviene despreciar la jurisprudencia sentada en aquellas sentencias de tan importante Tribunal, pues admite, sin reparo, el sometimiento a condición suspensiva a créditos documentarios irrevocables (cuestión diferente hubiera sido el haber sometido a tal condición la posibilidad de emitir los créditos documentarios), da entrada a la doctrina de la dependencia económica objetiva (extremo singularmente importante en una economía globalizada y una sociedad universalizada, en una “sociedad abierta”, vid. G. Soros, *La crisis del capitalismo global, la sociedad abierta en peligro*, Ed. Debate, 1999), establece un auténtico “puente” entre el crédito documentario y el negocio subyacente, con grave riesgo de ruptura de la nota de la independencia o abstracción del crédito documentario. También ha de afirmarse que, en todo caso, la doctrina sentada constituye una muestra patente de la versatilidad, de la utilidad y de la eficacia de aquella operación bancaria.

A) La cuestión de la legitimación

El Tribunal de Primera Instancia había declarado la inadmisibilidad de los recursos presentados por las sociedades mercantiles referidas anteriormente, en sentencias tachadas de formalistas, pues según aquellas, “las empresas adjudicatarias sólo mantenían relaciones jurídicas, respectivamente, con la otra parte de los contratos de suministro (y no con la Comisión) y, por consiguiente, las decisiones impugnadas no afectaron en modo alguno a tales mercantiles”.

Muy al contrario, sostiene el Abogado General, en las Conclusiones (27, apartado 3): “en el marco de las relaciones triangulares (...) siempre que la persona interpuesta (es decir, la autoridad nacional competente encargada de ejecutar la medida comunitaria) carezca de una potestad de apreciación autónoma y su decisión se derive automáticamente de la adoptada por la Comisión, el operador económico —que no dispone de medios de tutela jurisdiccional frente a la autoridad nacional— debe considerarse directamente afectado y legitimado para ejercitar una acción al amparo del párrafo cuarto del artículo 173 del Tratado”.

Basándose en las doctrinas de los “efectos directos sustanciales” y de la “dependencia económica objetiva”, entiende el Abogado General que los recursos debieron de admitirse. El Tribunal de Justicia, en trámite de los recursos de casación interpuestos contra las sentencias de instancia, acoge la posición del Abogado General, y estimándolos decide: “1) Anular la sentencia del Tribunal de Primera Instancia (...); 2) Devolver el asunto al Tribunal de Primera Instancia para que resuelva sobre el fondo”.

La fundamentación jurídica del Tribunal de Justicia merece, al menos, ser sucintamente recogida. Baste con las siguientes afirmaciones contenidas en la

emitida en el caso Glencore Grain, asunto C-403/96 P (y que se repite en las otras sentencias):

“42. El Tribunal de Primera Instancia sólo abordó la cuestión de si la decisión controvertida afectaba directamente a la recurrente (...); 45 (...) el Tribunal de Primera Instancia debió verificar en el caso de autos si la decisión controvertida surtió efectos por sí sola en la situación jurídica de (... la mercantil recurrente); 46 (...) el Tribunal de Primera Instancia se limitó a señalar que la decisión de la comisión, que sólo era ‘competente para examinar la conformidad de los contratos con vistas a la financiación comunitaria’, no había afectado ‘a la validez jurídica del contrato mercantil celebrado entre la demandante (...) y (la empresa oficial gestora del suministro) ni había modificado los términos del contrato (...)’. Añadió que la presencia en el contrato de una ‘cláusula suspensiva, que subordina la ejecución del contrato y el pago del precio al reconocimiento por parte de la Comisión de que se han cumplido los requisitos para el desembolso del préstamo comunitario’ se debía a la voluntad de las partes, de la que no podía depender la admisibilidad de un recurso interpuesto con arreglo al párrafo cuarto del artículo 173 (...); 51 (...) la inclusión de la condición suspensiva en el contrato —debida, sin duda, a la voluntad de las partes— se limita a reflejar (...) la subordinación económica objetiva del contrato de suministro al acuerdo de préstamo celebrado entre la Comunidad y la República de que se trata, ya que el pago de la entrega de cereales sólo se podía efectuar gracias a los recursos económicos puestos a disposición de los compradores por la Comunidad y la República de que se trata, ya que el pago de la entrega de cereales sólo se podía efectuar gracias a los recursos económicos puestos a disposición de los compradores por la Comunidad mediante el mecanismo de emisión de créditos documentarios irrevocables...; 53 (...) la decisión (...) por la que la Comisión, en ejercicio de competencias propias, se negó a aprobar el apéndice al contrato de suministro (...), privó a (la sociedad suministradora) de toda posibilidad real de ejecutar el contrato que le había atribuido o de obtener el pago de las entregas efectuadas con arreglo a las condiciones acordadas; 54 En estas circunstancias, la decisión controvertida afectó directamente a la situación jurídica de la recurrente, a pesar de que estuviera dirigida a (banco ruso), como agente financiero de Rusia.”

B) Sobre el fondo

B.1. Los hechos

Previa propuesta de la Comisión (COM (91 443 final, DOCE, serie C, de 11-12-1991), el Consejo de las Comunidades Europeas, el 16 de diciembre de

1991, ante la petición de ayuda financiera por parte de la URSS y sus Repúblicas, decidió (Decisión 91/658/CEE, DOCE de 31-12-1991):

“Artículo 1.—1. La comunidad concede a la URSS y a sus Repúblicas un préstamo a medio plazo por un importe máximo de 1250 millones de ecus en principal en tres tramos sucesivos y con una duración máxima de tres años, para permitir la importación de productos agrícolas y alimentarios y de suministros médicos originarios de la comunidad, de (...); Artículo 2.—Para los fines del artículo 1, se faculta a la Comisión para tomar en empréstito, en nombre de la Comunidad Económica Europea, los recursos necesarios (...); Artículo 4.—1. La Comisión queda facultada para establecer (...), las condiciones económicas y financieras que acompañarán a la concesión del préstamo, así como las normas de disposición y las garantías necesarias para asegurar el reembolso del préstamo.”

La Comisión, el 9 de julio de 1992, adoptó el Reglamento (CEE) nº 1897/92 “por el que se establecen las normas de aplicación de un préstamo a medio plazo concedido mediante Decisión 91/658/CEE a la Unión Soviética y a sus Repúblicas”. De entre las normas del Reglamento son de destacarse las siguientes:

“Artículo 2.—Los préstamos se concederán mediante Acuerdos celebrados entre las repúblicas y la comisión, que incluirán como condiciones para su pago los requisitos que se establecen en los artículos (...); Artículo 4.—1. Los préstamos se utilizarán únicamente para financiar la compra y el suministro mediante contratos que la comisión haya reconocido que cumplen las disposiciones de la Decisión 91/658/CEE y de los Acuerdos mencionados en el artículo 2. Las Repúblicas o los agentes financieros nombrados por ellas enviarán los contratos a la comisión para su reconocimiento: Artículo 7.—Los productos cuya compra se financie con los préstamos no podrán reexportarse a otros países (...).”

La Comisión celebró con la Federación de Rusia un acuerdo-marco, en el que se establecía un régimen específico para la concesión de los préstamos (otro acuerdo-marco, de las mismas características concluyó la Comisión con Ucrania). En su artículo 6 se prevenía que el destino exclusivo del préstamo sería la cobertura de créditos documentarios irrevocables emitidos por el Vnesheconombank (en abreviatura VEB), el agente financiero designado por aquella Federación, siguiendo los modelos estándar internacionales, en ejecución de los contratos de suministro de los productos indicados en la Decisión 91/658/CEE,

antes citada (el agente financiero designado por Ucrania fue el State Export-Import Bank of Ukraine, en abreviatura SEIB).

El desembolso del préstamo estaba supeditado al reconocimiento por la Comisión de la conformidad de los contratos de suministro y de los créditos documentarios emitidos en su ejecución, con la Decisión antes citada y los acuerdos-marco ya aludidos. La Comisión abrió líneas de crédito a VEB y a SEIB, disponibles mediante cartas de crédito, durante los períodos de libramiento establecidos en los contratos de préstamo.

La Comisión, para financiar la ayuda, concluyó a su vez, de acuerdo con la Decisión y Reglamento citados, un préstamo con un consorcio de bancos dirigido por Crédit Lyonnais. La disponibilidad del mismo por la Comisión se articulaba mediante anticipos contra notas de libramiento (cuyo contenido debía coincidir parcialmente con los de las cartas de crédito).

La Comisión se reservaba “con una total discrecionalidad” el derecho a decidir la conformidad de los contratos de suministro, manifestada mediante la “nota de confirmación”. Posteriormente comprobada la conformidad de los créditos documentarios (cartas de crédito emitidas por VEB o SEIB, previa recepción de la “nota de confirmación”, cuyo contenido tenían que reproducir), y aprobadas las solicitudes de desembolso presentadas por VEB o SEIB, autorizando el pago al proveedor o al banco designado por éste (mediante el “compromiso de reembolso” enviado al banco confirmador o pagador, el cual efectuaba el pago y se reembolsaba con cargo al banco director). Emitidas cartas de crédito a favor de los suministradores, los bancos correspondientes recibieron los compromisos de reembolso por parte de la Comisión.

Dada la complejidad de la tramitación de la ayuda y de los pagos, los plazos de cumplimiento de las entregas, comprometidos por determinados proveedores de trigo, eran de muy difícil, si no imposible, cumplimiento, habiéndose producido, entretanto, variaciones importantes en el precio del trigo en los mercados mundiales, por lo que las empresas oficiales gestoras de la Federación de Rusia y Ucrania les solicitaron nuevas ofertas a aquellos proveedores y modificaron los contratos.

Comunicadas las variaciones a la Comisión, antes de concluir las modificaciones de los contratos, ésta, tras una serie de actuaciones que acaso pudieran parecer favorables a las modificaciones, acabó exigiendo que la modificación se llevase a efecto conforme a los criterios establecidos para la conclusión de los contratos. Entretanto se habían efectuado importantes suministros de trigo por los proveedores. Ante la actitud de la Comisión se interpusieron las demandas, origen de los procesos y recursos que terminaron con las sentencias ya aludidas.

B.2. El sometimiento a condición suspensiva de los créditos documentarios y la dependencia económica objetiva de los operadores económicos

Señala el Abogado General en sus Conclusiones (15 párrafo 5), que “entre todas las disposiciones contenidas en dichos contratos estándar (los de suministro), importan sobre todo la cláusula suspensiva que supeditaba el cumplimiento de las obligaciones contractuales, incluido el pago del precio, al reconocimiento por parte de la Comisión de que se han cumplido los requisitos para el desembolso de la financiación y las cláusulas compromisorias a favor de los tribunales de arbitraje de (...)”.

Efectivamente en el punto 4 de los contratos se establecía, bajo el título de “Pago” que “el presente contrato está supeditado a la recepción por parte del banco avisador (léase pagador) de un compromiso vinculante por parte del titular de la cuenta con cobertura (Banco autorizado por la CEE)” [this contract is subject to receipt by the relevant advising bank of an appropriate undertaking from the cover account holder (Bank authorised by EEC)].

Continúa señalando el Abogado General, en sus Conclusiones (27 párrafo 4) que “a la luz del contenido de los contratos de suministro y, en particular, de los términos de la cláusula 4 relativa a la obligación de pago de la contraprestación, el no desembolso del préstamo a la República interesada habría eliminado su obligación de pagar la contraprestación convenida (o, *mutatis mutandis*, el nuevo precio, más elevado, estipulado en las modificaciones de los contratos ya aprobados). Además, en cada uno de los casos controvertidos en los presentes procedimientos, la financiación comunitaria habría constituido también —al margen de la condición suspensiva, a la que estaba jurídicamente sometida la ejecución del contrato— el único medio de pago posible de la realidad”.

Insiste (apartado 30 párrafo 2, de las Conclusiones) en que la “condición suspensiva se derivaba directa y objetivamente de la situación de hecho y de Derecho en que se encontraban cada una de las partes del contrato de suministro” y que “en realidad, el doble requisito al que las partes supeditaron la eficacia de sus respectivas estipulaciones había sido impuesta, a su vez por la Comisión a las Repúblicas prestatarias, a saber, la necesaria aprobación de dichos contratos y de los créditos documentarios abiertos para el pago de los suministros”.

La Comisión en su defensa también alude a la condición suspensiva y, lo que es más importante, a que tal elemento accidental del negocio afectaba únicamente a los contratos de suministro, de tal manera que su negativa a financiar los contratos nunca afectaría a la validez y eficacia de los mismos, ni a los créditos documentarios emitidos en ejecución de aquellos.

Postura que fue, en su momento, acogida por el Tribunal de Primera Instancia, según el cual “la decisión de la Comisión (...), no había afectado a la “validez jurídica del contrato mercantil celebrado entre la demandante y (la empresa nacional agente correspondiente de la Federación de Rusia)” ni había modificado los términos del contrato, en particular en lo que respecta a los precios acordados por las partes”, y que “la modificación que estas últimas efectuaron el (...) en su contrato de (...), siendo válida en los términos acordados por ellas (...) que la presencia en el contrato de una cláusula suspensiva, que subordina la ejecución del contrato y el pago del precio al reconocimiento por parte de la Comisión de que se han cumplido los requisitos para el desembolso del préstamo comunitario”, se debía a la voluntad de las partes” (según se recoge en el Fundamento 46 de la sentencia del Tribunal de Justicia de 5 de mayo de 1998, caso Glencore Grain, Asunto C-403/96 P, y que se repite en las otras sentencias).

Sin embargo, como indica el Abogado General en sus Conclusiones (68 párrafo 2) “la eficacia de los contratos de suministro (...) estaba supeditada, con carácter suspensivo, al reconocimiento por parte de la Comisión de la conformidad de los propios contratos y de los créditos documentarios abiertos por VEB y SEIB [por orden respectivamente de (...) la empresa nacional agente de la Federación Rusa y de la de Ucrania] en virtud de dichos contratos. En particular, no podía procederse a ningún pago sin que el banco designado en el contrato de suministro hubiera recibido previamente un compromiso regular de reembolso emitido por la Comisión”.

El argumento empleado por el Tribunal de Primera Instancia de que “las partes no pueden (...) establecer vínculo alguno entre el negocio jurídico que celebran entre ellas y la futura decisión de la Comisión sobre la conformidad del propio contrato con los requisitos para la financiación comunitaria” es rechazado por el Abogado General (Conclusiones 68 y 69):

- i) porque “entre los contratos de suministro celebrados por la Federación Rusa y por Ucrania *a posteriori* con las sociedades recurrentes, y los contratos de préstamo celebrados por ambas Repúblicas *a priori* con la Comisión existía —prescindiendo de su formalización expresa a través de la condición suspensiva— un vínculo socioeconómico innegable y objetivo, conocido por todas las partes de la (...) relación triangular”, y
- ii) “las dos partes de cada uno de los contratos de suministro —y, en particular, los vendedores, expertos operadores comerciales perfectamente al corriente de los acuciantes problemas de insolvencia que atravesaban las Repúblicas adquirientes (...)— fueron incluidas a contratar con la otra parte en atención exclusivamente a que, casi

simultáneamente la Comisión había concedido préstamos a las repúblicas interesadas”, y

- iii) “los contratos de suministro presuponían en sentido económico, para el cumplimiento de las obligaciones de pago de las mercancías cedidas, la concesión de los préstamos comunitarios a las dos Repúblicas”, y
- iv) “la emisión de créditos documentarios por parte de los respectivos agentes financieros de las dos Repúblicas no hubiera sido necesariamente suficiente para asegurar a las empresas adjudicatarias la certeza del pago de las mercancías suministradas y al banco corresponsal del VEB o del SEIB —que actuaba como banco confirmador a petición de la empresa adjudicataria— la certeza del reembolso de las cantidades anticipadas, (pues) en principio la garantía de obtener el cumplimiento por parte del adquirente, representada por el crédito documentario, tiene un valor igual al crédito del banco emisor” (...), sin embargo, el crédito de que disfrutaban VEB y SEIB en la época de autos era, como poco, modesto”, y
- v) “la certeza, para los proveedores, de recibir puntual e íntegramente la contraprestación estipulada se derivaba (...) de las obligaciones que a su vez había asumido la Comunidad. Efectivamente, la cobertura que aseguraba la Comisión a los créditos irrevocables abiertos por estos dos bancos ofrecía una garantía evidente: una garantía, cabe añadir, totalmente análoga a la que en la práctica del comercio internacional, se deriva de la confirmación de un crédito documentario por parte de otro banco con una mejor calificación crediticia”, y
- vi) “lo que aquí importa no es la condición suspensiva estipulada por las partes. Por el contrario, lo que importa es la dependencia económica objetiva de los contratos de suministro con respecto a los contratos de préstamo que aquellos presuponían. La inclusión de la condición suspensiva en los contratos no hacía sino reflejar esta dependencia”.

El Tribunal de Justicia atendiendo a lo manifestado por el Abogado General en su escrito de Conclusiones entiende que “la inclusión de la condición suspensiva en el contrato —debida sin duda a la voluntad de las partes— se limita a reflejar (...) la subordinación económica objetiva del contrato de suministro al acuerdo del préstamo celebrado entre la Comunidad y la República de que se trata, ya que el pago de la entrega de cereales sólo se podía efectuar gracias a los recursos económicos puestos a disposición de los compradores por la comunidad mediante el mecanismo de la emisión de créditos documentarios

irrevocables” de tal manera que la posición de la Comisión negándose, de plano, a aprobar la modificación de los contratos “privó a (... una de las empresas suministradoras) de toda posibilidad real de ejecutar el contrato que se le había atribuido o de obtener el pago de las entregas efectuadas con arreglo a las condiciones otorgadas” (Fundamento 53 de la sentencia del Tribunal de Justicia de 5 de mayo de 1998. Glencore Grain, Asunto C-403/96 P y reproducido en las demás sentencias).

Antonio Tapia Hermida

6. NUEVA LEY REGULADORA DEL MERCADO DE CAPITALES ADOPTADA EN VENEZUELA

Con fecha 2 de septiembre de 1998 fue sancionada por el Congreso de la República de Venezuela la Ley de Mercado de Capitales promulgada por el Poder Ejecutivo Nacional el día 22 de octubre de 1998 y publicada en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela nº 36.565 de 22 de octubre de 1998 que ha comenzado a regir a partir de esta última fecha.

La nueva ley sustituye la primera Ley de Mercado de Capitales que había sido adoptada en el país en 1973, la cual sufrió modificaciones insignificantes en 1975.

El camino recorrido por el nuevo instrumento legal ha estado lleno de tropiezos. Partiendo de un texto defectuoso elaborado inicialmente en 1992 bajo el patrocinio del Banco Central de Venezuela, la Comisión Nacional de Valores tomó a su cargo la tarea de consultas con las bolsas de valores, asociaciones de corredores y otros interesados que estimó necesarios. Enviado al Ministerio de Hacienda, este Despacho lo presentó a la Procuraduría General de la República en 1994 para su revisión por la Comisión de Asesoría Jurídica de la Administración Pública (CAJAP), órgano que lo rechazó por razones de forma y de fondo. Adoptado por las Comisiones de Economía y Finanzas de las Cámaras Legislativas, con reformas aquí, adiciones y supresiones allá, a última hora y en la última sesión de la legislatura que culminaba su período en 1998, el Congreso convirtió un proyecto inacabado en ley de la República.

La nueva ley es un instrumento pobremente redactado, en su elaboración participaron personas inexpertas, la regulación es un agregado de materias sin conexión entre sí y carece de Exposición de Motivos. A tal punto llegó el descuido de los redactores y de los legisladores que normas que declaran la nulidad de las operaciones a las cuales se refiere el artículo anterior, ahora se refieren a una disposición que fue intercalada entre los dos artículos.

Mucho más grave es la desorientación conceptual.

La Ley del Mercado de Capitales de 1975 regulaba “la oferta pública de acciones y de otros títulos valores de mediano y largo plazo”, excepto los títulos de deuda pública y los títulos de crédito emitidos conforme a la Ley de Banco Central, la Ley General de Bancos y la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo (art. 1º). A continuación, se precisaba que se entendería por títulos valores a los efectos de esa ley, las acciones de sociedades, las obligaciones y los demás títulos emitidos en masa que poseyeran iguales características y otorgaran los mismos derechos dentro de su clase (art. 19). La misma ley agregaba la posibilidad de regulación de otros títulos y otros derechos, a juicio del órgano de control del mercado (art. 25 y aparte único, art. 19), confirmando al órgano de supervisión facultades discrecionales para completar el ámbito abarcado por el régimen legal del mercado. La justificación implícita de esta extensión radicaba en el hecho de que los esquemas de ofrecimiento público de otros títulos y de otros derechos tenían las mismas consecuencias que el ofrecimiento de títulos valores de mediano y largo plazo: la captación directa del ahorro del público.

La Ley de Mercado de Capitales de 1998 precisa como objeto de regulación “la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean” (art. 1º), utilizando el legislador un vocablo de excesiva generalidad (valores), el cual luego es reducido al significado de acciones de sociedades y obligaciones y simultáneamente ampliado al de “demás valores emitidos en masa que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase” (art. 22). La Ley atribuye al órgano de supervisión del mercado la posibilidad de regular otros valores (aparte único, art. 22) y de dictar las normas para la emisión o negociación de cualesquiera otros valores o derechos susceptibles de oferta pública. Incidentalmente, además, la ley hace referencia a la negociación de productos estandarizados de naturaleza agrícola, financiera, mercaderías o bienes inmuebles (nº 21, art. 9º) y menciona los futuros, las opciones, otros derivados (nº 22, art. 9º), y los derechos de participación (art. 52).

El cambio introducido por la Ley de Mercado de Capitales de 1998, al sustituir la tradicional expresión de títulos valores por la de valores, no es afortunado:

a) en primer lugar, porque al definir lo que se entiende por valores, se concluye dando la misma definición que antes se daba de títulos valores (art. 19 Ley 1975 y art. 2º Ley de 1998). Se está en presencia de un cambio de palabras, no de un cambio conceptual;

b) en segundo lugar, porque el objeto de regulación del mercado de capitales no son los valores en sentido genérico, sino los valores negociables, característica esencial que sí cumple la expresión de títulos valores;

c) en tercer lugar, porque si se deseaba utilizar una expresión que incluyera la categoría de los títulos valores y los restantes esquemas de captación directa del ahorro del público, tal expresión no existe. Así ha quedado demostrado por la definición de “*Securities*” en la *Securities Act* de 1933, por la de “valores negociables” del derecho español (art. 2º, Real Decreto 291/1992) y por la de “instrumento financiero” del derecho italiano utilizado en el decreto legislativo 415 del 23 de julio de 1996, las cuales, después de una enumeración extensa de categorías, concluyen con una cláusula de cierre que permite equiparar por analogía otras situaciones a las específicamente reguladas.

Una determinación bastante satisfactoria del objeto de una Ley de Mercado de Capitales aparece en el artículo 1º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (de España):

“La presente Ley tiene por objeto la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de supervisión.”

La anterior disposición es complementada por el artículo 2º de la misma Ley, el cual somete al régimen de ésta los valores negociables agrupados en emisiones.

La Ley española fue deformada por el legislador venezolano, a través del artículo 1º de la Ley de Mercado de Capitales, cuyo texto es el siguiente:

“Esta Ley regula la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de control.”

Si se ponen de lado los problemas gramaticales de concordancia entre los términos de la oración, cuya armonía fue fracturada por la sustitución de la frase “La presente Ley tiene por objeto la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores”, por la de “Esta Ley regula la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean”; y se piensa solamente en el objeto de la regulación (los valores, cualesquiera que éstos sean), una explicación posible es que los redactores de la ley quisieron incluir en el concepto empleado los futuros y opciones, ya que éstos son operaciones de mercado a plazo sobre instrumentos financieros no negociables. La escogencia no pudo ser más desafortunada, porque el mundo de los valores no negociables es mucho más extenso del que corresponde a los futuros y opciones y nada tiene que ver con el mercado de capitales. Otra explicación es que con la expresión “valores, cualesquiera que éstos sean”, se quiso incluir los valores negociables representados mediante

anotaciones en cuenta. De ser así, sobra la expresión “cualesquiera que éstos sean”. Por último, al regular la ley la oferta pública de valores, necesariamente tiene que referirse a valores negociables, porque la negociabilidad (no en el sentido de transmisibilidad, sino de posibilidad de colocación en un mercado), es esencial para que los valores puedan ser objeto que involucre o afecte al mercado de capitales. Es incierto pues lo que dice la ley en su artículo 1º, al afirmar que regula la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean. Es lamentable que no se haya seguido el buen ejemplo español presente en el artículo 1º de la Ley de Mercado de Valores y se hubiera procedido a declarar que la ley regula los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de supervisión. Porque ése debe ser el propósito esencial de una ley de mercado de capitales: la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores negociables.

Alfredo Morles Hernández

7. LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL SUPREMO DE 3 DE MARZO DE 1999 SOBRE EL REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES

A) Antecedentes y origen de la Sentencia

1. El régimen legal y reglamentario de los Planes y Fondos de Pensiones establecido por la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (en adelante, LPFP) y por el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre (en adelante, RFPF) fue objeto de sendas impugnaciones ante distintas instancias que han debido aguardar más de una década para su resolución. Así, por un lado, la LPFP fue objeto de varios recursos de inconstitucionalidad resueltos por la Sentencia del Tribunal Constitucional 206/1997, de 27 de noviembre, que declaró la constitucionalidad de aquella Ley, a salvo de un precepto [el art. 25.3.d)] que fue declarado nulo, cuando ya había perdido vigencia (ver nuestra noticia en esta RDBB, nº 69, 1998, pág. 287 y ss.).

2. Mayor alcance material ha tenido la Sentencia de la Sección 2ª de la Sala 3ª del Tribunal Supremo de 3 de marzo de 1999 (Ponente Sr. Gota Losada) cuyo fallo ha declarado la nulidad de pleno derecho de diversos preceptos del RFPF. Se trata, en concreto, de algunos apartados del art. 5 (el párrafo 2º de su

apartado 1 y su apartado 4), del art. 6 (diversos incisos de su apartado 2), del art. 22 [el párrafo 2º de la letra a) y los párrafos 1º y 2º de la letra i) de su apartado 3] y del art. 74 (su apartado 2).

3. El anterior pronunciamiento resolvió los recursos contencioso-administrativos interpuestos por la Confederación Sindical de CC.OO., por el Colegio Nacional de Agentes de Seguros, por UNESPA, por una persona física y por una Compañía de Seguros de Vida (si bien en este último caso se declaró inadmisibile dicho recurso por falta de legitimación activa). Interesa destacar que, junto a la Administración General del Estado, actuó como parte codemandada la AEB.

B) Los pronunciamientos sobre la validez de determinados preceptos del RFPF

1. Con ocasión del recurso interpuesto por UNESPA, el Tribunal Supremo ha declarado la expresa validez de la letra a) del apartado 2 del art. 3 del RFPF que define los planes de pensiones de prestación definida como una de las modalidades que pueden adoptar aquellos en razón de las obligaciones estipuladas rechazando que este tipo de planes equivalgan a un seguro de las prestaciones en sentido estricto y, en consecuencia, que exista contradicción entre aquel precepto y el art. 2 de la Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado (que era la vigente en el momento de interponerse el recurso, pudiendo extenderse la referencia al art. 3 de la vigente Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los seguros privados) así como que exista contradicción entre el mencionado precepto reglamentario —y el art. 4.2.a) de la LPFP que le da cobertura— con la Directiva 79/267/CEE.

2. Con ocasión de los recursos interpuestos por UNESPA y por el Colegio Nacional de Agentes de Seguros, el Tribunal Supremo declara la expresa validez del art. 8.4 del RFPF en cuanto contempla la posibilidad de celebrar los contratos de seguro, aval u otro tipo de garantía de los riesgos y prestaciones previstos en los planes de pensiones con entidades de crédito o con entidades aseguradoras por entender que el art. 8.2 de la LPFP, con su alusión a las entidades financieras, da cobertura a ambos tipos de entidades.

3. También con ocasión del recurso interpuesto por UNESPA, el Tribunal Supremo ha declarado la validez de un conjunto de artículos del RFPF cuyo común denominador consiste en la alusión explícita e implícita a la posibilidad de que los planes de pensiones cubran riesgos. Se trata del art. 8.3 en sus dos primeros párrafos, del art. 17 y del art. 19.1 en su párrafo 1º. La validez de estos preceptos reglamentarios se declara fundamentalmente por entender que los arts. 17 a 19 del RFPF desarrollaron lo preceptuado en los arts.

5.1.b) y 8.1 de la LPFP de acuerdo con la autorización legal concedida al Gobierno y que unos y otros no vulneran la Directiva 79/267/CEE.

4. Con ocasión del recurso interpuesto por CC.OO., el Tribunal Supremo declara la expresa validez de los apartados 3 y 4 del art. 20 del RFPF relativos a la definición de derechos consolidados.

5. También con ocasión del recurso de CC.OO., el alto Tribunal declara la expresa validez del apartado 5 del art. 30 del RFPF cuando dispone que la Comisión de Control de un Fondo de Pensiones “adoptará sus acuerdos, como mínimo, por mayoría simple conforme a lo dispuesto en el apartado 1”.

6. Asimismo, nuestro Tribunal Supremo declara expresamente la validez del art. 40.1 del RFPF al rechazar la impugnación del mismo por UNESPA y lo hace por entender que aquel precepto reglamentario se ampara en el art. 20.1 de la LPFP y que ninguno de los dos vulnera lo establecido en el art. 1.2.c) de la Directiva 79/267/CEE como así lo ha corroborado la modificación introducida en el art. 20.1.a) de la LPFP por el nº 12 de la Disposición Adicional 11ª de la Ley 30/1995.

7. Por último, nuestro Tribunal Supremo ha declarado la expresa validez de diversos preceptos del capítulo IX del RFPF, dedicado al “régimen fiscal de las fórmulas alternativas para la cobertura de prestaciones análogas a las de los Planes de Pensiones”. En concreto, se trata del ordinal 3º del art. 71 y del apartado 1 del art. 73.

C) Los pronunciamientos sobre la nulidad de determinados preceptos del RFPF

1. El fallo de la Sentencia de 3 de marzo de 1999 declara la nulidad de determinados artículos del RFPF relativos a los principios organizativos de los planes de pensiones del sistema de empleo y del sistema asociado. En efecto, como consecuencia del recurso interpuesto por CC.OO., el Tribunal Supremo declara nulo de pleno derecho el párrafo 2º del apartado 1 del art. 5 del RFPF (que dispone que “*cualquier Plan del Sistema de Empleo podrá prever en su formulación el acceso de empleados con una antigüedad inferior a los referidos dos años*”) por entender que es contrario al texto claro del art. 5.1.a) de la LPFP.

2. También declara nulo el apartado 4 del mismo art. 5 del RFPF cuando contempla la presencia de subplanes por entender que se creó una figura nueva al margen de la negociación colectiva, no autorizada por la LPFP y que representa una creación novedosa que supera el marco de la legalidad establecido en el art. 5.1.a) de la LPFP. La congruencia con este último pronunciamiento conduce al Alto Tribunal a considerar que es nulo de pleno

derecho el último inciso del apartado 2 del art. 6 del RFPF cuando señala que “no resulta admisible la existencia de subplanes” en los planes de pensiones del sistema asociado. Las mismas razones de congruencia conducen a declarar la nulidad de determinados preceptos reglamentarios que reflejan la representación de los subplanes, tales como el párrafo 2º de la letra a) del apartado 3 y el párrafo 2 del epígrafe i) de la letra d) del apartado 3, ambos del art. 22 del RFPF. Debe aclararse que esta declaración de nulidad se circunscribe al período que va desde la promulgación del RFPF en 1988 hasta la entrada en vigor de la Ley 30/1995 por cuanto, según aclara el propio Tribunal Supremo en el Fundamento de Derecho Séptimo de la Sentencia de 3 de marzo de 1999, la falta de cobertura legal del apartado 4º del art. 5 del RFPF ha sido subsanada por el nº 1 de la Disposición Adicional 11ª de la Ley 30/1995 que declara la admisibilidad de subplanes dentro de un mismo plan de pensiones del sistema de empleo.

3. Por último, señalar que el fallo de la Sentencia de 3 de marzo de 1999 estima en parte el recurso contencioso administrativo interpuesto por una persona física y declara contrario a derecho y por lo tanto nulo el apartado 2 del art. 74 del RFPF, si bien destaca que el mismo fue derogado por el apartado 2 de la Disposición Derogatoria Única del Real Decreto 536/1997, de 14 de abril, que trajo su causa en la modificación radical de la “*protección de los compromisos por pensiones con los trabajadores*”, establecida en la Disposición Adicional 1ª de la LFPF como consecuencia de la modificación introducida por la Ley 30/1995.

Alberto Javier Tapia Hermida

8. NORMAS CONTABLES SOBRE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

Con fecha 24 de diciembre de 1998, fue publicado en el BOE el *Real Decreto 2814/1998, de 23 de diciembre, por el que se aprueban las normas sobre los aspectos contables de la introducción del euro*, que constituye el desarrollo reglamentario del artículo 27 de la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro (que ha sido objeto de análisis en una noticia publicada en un número anterior de esta Revista).

Estas normas serán de aplicación obligatoria para todas las empresas, cualquiera que sea su forma jurídica, individual o societaria, así como a las entidades sin fines lucrativos y sujetos que estén obligados a formular cuentas anuales. Ello no obstante, estas normas no serán aplicables a las entidades financieras para las que existan normas específicas.

Tras una prolija introducción y exposición de las normas sobre los aspectos contables de la introducción del euro, se encuentra el articulado, dividido en tres capítulos de desigual extensión.

El Capítulo I, titulado “Moneda en que se expresan las cuentas anuales”, se refiere a la posible coexistencia de la peseta y el euro durante el período transitorio, siendo obligatoria la expresión en euros para las cuentas anuales de aquellos ejercicios cerrados con posterioridad al 31 de diciembre de 2001. Debe garantizarse en todo caso la comparabilidad de datos, entre pesetas y euros.

El Capítulo II, “Moneda en que se expresan los libros de contabilidad”, se refiere a la obligatoriedad de anotar las operaciones contables en euros a partir del 1 de enero de 2002, pudiendo optar por anotar en euros antes de esa fecha. Durante el período transitorio, cabe incluso presentar las cuentas anuales en euros y anotar las operaciones contables en pesetas, si bien deberán adoptarse ciertas cautelas en el diligenciamiento de los libros.

El Capítulo III se titula “Valoración de determinados elementos patrimoniales como consecuencia de la introducción del euro”. Así, se refiere a las normas aplicables para las diferencias de cambio en monedas de Estados participantes, a los contratos u operaciones de tipo de cambio de monedas de Estados participantes, a la conversión en cuentas anuales consolidadas, a las inversiones y gastos derivados de la introducción del euro, a los ejercicios que no coinciden con el año natural, a las normas sobre redondeo, a la información que se debe incluir en la memoria y a las cuentas a emplear para registrar los efectos derivados de la introducción del euro.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

9. LOS NUEVOS MODELOS DE FOLLETOS DE EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES: LA CIRCULAR 2/1999, DE LA CNMV

1. La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV) sujeta, en su art. 26.d), las emisiones de valores —y, por remisión del art. 61, también las ofertas públicas de venta de valores— al cumplimiento previo por parte del emisor u oferente de una serie de requisitos principalmente documentales entre los que destaca el de la presentación ante la CNMV y el registro por la misma de un folleto informativo en los términos previstos por los arts. 28 y 92 de la misma LMV. El régimen del folleto informativo se desarrolló por la Sección 5ª del capítulo II del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de ventas de valores (ver nuestra noticia en esta RDBB 45, 1992, págs. 301 y ss.) y por la Orden de 12 de julio de 1993 (ver nuestra noticia en esta RDBB, 46, 1993, pág. 867 y ss.).

2. La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV, no incidió en el régimen de los requisitos exigibles a las emisiones establecido en el

título III de aquella Ley (art. 3º). Sin embargo, el régimen reglamentario establecido en el Real Decreto 291/1992 fue objeto de una profunda modificación por parte del capítulo I del Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores (ver nuestra noticia en esta RDBB, 73, 1999, pág. 244 y ss.).

3. Para desarrollar las modificaciones introducidas en el Real Decreto 291/1992 por el Real Decreto 2590/1998 se ha dictado la Circular 2/1999, de 22 de abril, de la CNMV, por la que se aprueban determinados modelos de folletos de utilización en emisiones u ofertas públicas de valores (BOE nº 103 del viernes, 30 de abril de 1999). En ella, la CNMV, al amparo de la habilitación contenida en el art. 18 del Real Decreto 291/1992, pretende establecer un *“sistema de folletos flexible que facilite a los emisores la colocación de valores en el mercado primario en condiciones comparables a las de otros Estados de nuestro entorno”*; finalidad de Derecho comparado relacionada, en última instancia, con la financiación empresarial a través de los mercados financieros que late también en la exposición de motivos de la Ley 37/1998 al referirse a las modificaciones que en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas introdujo la Disposición Adicional Decimoquinta de aquella Ley.

4. En el contenido de la Circular pueden distinguirse dos grandes apartados: por un lado, una serie de disposiciones de carácter general y, por otro, la aprobación de diversos modelos de folletos de emisión.

5. Entre las primeras, conviene empezar indicando que la Circular entró en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE, que se produjo el 30 de abril de 1999 (Disp. Final) y que los folletos de emisión presentados con anterioridad se siguen regulando por la Orden de 12 de julio de 1993 (Disp. Trans. Única). Esta última Orden sigue siendo parcialmente aplicable para determinar el contenido de determinados capítulos de los nuevos modelos de folleto, según se observa en el anexo 7 de la Circular. Esta última, tras definir, a sus exclusivos efectos, las nociones de valores de renta fija simple, emisores de derecho público, Orden (de 12 de julio de 1993) y programa de emisión (art. 1), declara la validez del folleto de emisión u oferta pública como folleto de admisión a negociación de los valores en un mercado secundario oficial cuando el emisor u oferente se comprometa a solicitar aquella admisión y la misma se produzca en el plazo máximo de seis meses (art. 3). Asimismo, la Circular establece los distintos plazos de vigencia de los folletos de emisión según sus modelos (art. 5), el deber del emisor u oferente de presentar información complementaria de la recogida en los folletos reducidos de programa de emisión con ocasión de la colocación en el mercado de cada emisión u oferta concreta (art. 6), determinadas reglas sobre redacción de los folletos (art. 7) y el deber de presentar ante la CNMV el tríptico al que se refiere el art. 22 del Real Decreto 291/1992 al tiempo del folleto o la información complementaria cuando se emplee publicidad comercial (art. 8).

6. Según decíamos, el segundo y principal conjunto de normas de la Circular 2/1999 es el constituido por la aprobación de determinados modelos de folleto de emisión por parte de la CNMV al amparo del art. 18 del Real Decreto 291/1992. Según lo previsto en el art. 16 de este último, la Circular aprueba, en su art. 2, una serie de modelos que pueden agruparse en torno a tres clases de folletos:

a) En primer lugar, folletos completos [art. 16.1.a) del Real Decreto 291/1992] que pueden ser de renta variable (modelo RV), de renta fija (modelo RF1), de renta fija simple (modelo RF2) y de renta fija simple a utilizar por emisores de derecho público (modelo RF5).

b) En segundo lugar, folletos continuados [art. 16.1.b) del Real Decreto 291/1992] para emisores u oferentes que únicamente pretendan emitir valores de renta fija simple o *warrants* sobre valores diferentes de las acciones propias del emisor (modelo RF3 y anexo 5), para emisores de derecho público que pretendan emitir valores de renta fija (modelo RF4 y anexo 6) y para emisores u oferentes que pretendan emitir valores de renta fija o variable o ambas clases (modelo RFV).

c) En tercer lugar, folletos reducidos [art. 16.1.c) del Real Decreto 291/1992] de emisión de valores de renta variable (modelo Red1), de emisión u oferta de valores de renta fija (modelo Red2), de emisión u oferta de valores de renta fija simple (modelo Red3 y anexo 2), de programa de emisión de valores de renta fija simple (modelo Red4 y anexo 3) y el aplicable tanto a una oferta concreta como a un programa de emisión de *warrants* sobre valores que no sean las acciones propias del emisor (modelo Red5 y anexo 4).

Con ocasión de la definición de cada uno de los modelos, el art. 2 de la Circular explica su contenido y señala, en su caso, quiénes deberán utilizarlo. Asimismo, la complejidad del nuevo sistema lleva a introducir un Anexo 7 a la Circular en el que se ofrece un cuadro aclaratorio sobre cada modelo, tipo de folleto, emisión u oferta de valores a la que resulta aplicable, contenido del mismo (ajustado a la propia Circular o a la Orden de 12 de julio de 1993) y, en el caso de folletos reducidos de emisión, los modelos de folleto que deben estar registrados previamente.

Por último, procede recordar que el art. 4 de la Circular establece el contenido del capítulo 0 de cada modelo de folleto y su exigibilidad únicamente en aquellos casos en los que la CNMV lo considere necesario atendiendo a las circunstancias que se señalan en el mismo artículo.

Alberto Javier Tapia Hermida

10. CÓDIGO DE CONDUCTA PARA LA CONTRATACIÓN DE DERIVADOS OTC EN FRANCIA

El 30 de septiembre de 1998 el *Conseil des Marchés Financiers* (“CMF”), la autoridad profesional encargada de establecer las reglas generales de funcionamiento de los mercados de valores del país vecino, decidió recomendar la aplicación de un nuevo código de conducta (el “Código OTC”) para la contratación de instrumentos derivados no negociados en mercados organizados (los llamados derivados *over-the-counter* o derivados OTC) entre las empresas de servicios de inversión y las compañías clientes de éstas.

El Código OTC ha sido elaborado por la *Association Française de Trésoriers d’Enterprise* (AFTE) y la *Association du Forex Trésoriers de Banque* (AFTB) y sigue en esencia las líneas maestras del Reglamento General del *Conseil de Marchés Financiers* y, en particular, de su sección tercera, que regula las normas de buena conducta en los mercados de valores, desarrollando los principios establecidos al efecto en la Directiva 93/22/CE, de 10 de mayo, sobre Servicios de Inversión y en la Ley de Modernización de las Actividades Financieras de 1996, que traspuso aquélla al Derecho francés.

A continuación, nos referimos a vuelapluma a los aspectos jurídicos más sobresalientes en relación con el contenido del Código OTC, que sienta las pautas que han de regir la contratación de derivados OTC sobre tipos de interés y tipos de cambio, compraventa de divisas al contado, repos y préstamos de valores OTC, deteniéndose en particular en el proceso de negociación de estas operaciones, en la cotización de precios para las mismas y en su documentación.

El Código OTC es de obligado cumplimiento en aquellas operaciones en que cualquiera de las partes sea residente en Francia. A estos efectos, se entiende que todas las empresas de servicios de inversión que desarrollen actividades en territorio francés están sujetas al Código OTC, aun cuando la otra parte resida en Francia (tal sería el caso, por ejemplo, de la sucursal francesa de una empresa de servicios de inversión americana que concierta una permuta de tipos de interés con una compañía belga).

De conformidad con los principios generales que presiden el Código OTC, cada parte debe cumplir sus respectivos compromisos contractuales “*de buena fe, respetando su literalidad, con honestidad, integridad moral, cooperación, exactitud y profesionalidad*”. Abundando en estos principios genéricos, el Código OTC reitera las previsiones del artículo 58 de la Ley de Modernización de las Actividades Financieras sobre la obligación de valorar la oportunidad de cada operación, desarrollando el contenido de los siguientes deberes: (a) el

deber de información, en relación con el cual se dispone que aun cuando los clientes hayan llevado a cabo su propio análisis de riesgo y su propia valoración sobre la oportunidad de una transacción, las empresas de servicios de inversión deben proporcionar a aquéllos información detallada en relación con tales extremos, si bien la intensidad de dicho deber variará, no obstante, en función del grado de sofisticación de cada cliente; (b) el deber de prudencia, que pesa sobre ambas partes y que obliga a la empresa de servicios de inversión a tener en cuenta los intereses de su cliente y a éste a verificar la idoneidad de su organización y procedimientos internos y (c) el deber de confidencialidad, también de carácter recíproco, que prohíbe al cliente revelar a terceros la identidad de la empresa de servicios de inversión con que esté negociando una determinada operación o las características de esta última si de ello resulta que la empresa de servicios de inversión pueda verse privada de una ventaja competitiva, y que impone a aquélla la obligación de preservar, interna y externamente, la confidencialidad de las relaciones con su cliente.

Inciendo asimismo en las relaciones entre las empresas de servicios de inversión y sus clientes, el Código OTC prohíbe a las primeras ofrecer regalos sustanciales u otras ventajas sustanciales a los segundos.

En relación con la contratación de operaciones incluidas en el ámbito de aplicación del Código OTC, éste exige el cumplimiento, entre otros, de los siguientes requisitos:

- (i) Observancia estricta de las normas en materia de capacidad y representación (esto es, verificación de los poderes de los representantes de cada cliente para celebrar la operación de que se trate en nombre y representación del mismo).
- (ii) Dentro de los tres meses siguientes a la fecha de entrada en vigor (*Trade Date* en la terminología propia del sector) de la primera operación entre ambas, las partes deben formalizar el correspondiente contrato normativo, exigiéndose asimismo que cualquier desviación o apartamiento sustancial del clausulado de aquél sea discutida y consensuada con carácter previo a la concertación de la operación de que se trate [en este sentido, el Código OTC recomienda el uso en operaciones de derivados del contrato normativo elaborado por la *Association Française des Banques (AFB)* o el *ISDA Master Agreement*, decantándose en materia de repos y préstamos de valores por los modelos AFTB Repo y ACTI, respectivamente, con olvido de los anglosajones PSA/ISMA y OSLA].
- (iii) Caso de que no exista un modelo de contrato normativo aplicable a una determinada transacción, las partes habrán de negociar y formali-

zar un documento contractual específico antes del *Trade Date* fijado para la misma.

- (iv) Cualquier precio cotizado por la empresa de servicios de inversión para una operación debe ser preciso y ofertado “a ciegas”, es decir, sin que la empresa de inversión conozca la posición del cliente en la operación para la que se le solicita precio (esto es, sin saber de antemano si dicho cliente actuará como pagador fijo o pagador variable, prestamista o prestatario o comprador o vendedor, según se trate). Además, la empresa de servicios de inversión debe informar a su cliente sobre el grado de liquidez del producto.
- (v) Siempre que sea posible, las partes se cruzarán las respectivas confirmaciones dentro de las veinticuatro horas siguientes al *Trade Date* y, en cualquier caso, dentro de los cuatro días siguientes a dicha fecha.
- (vi) Sumisión expresa a determinadas normas en materia de compraventa de divisas al contado y opciones y futuros sobre divisas.
- (vii) Sumisión expresa a las normas reguladoras de la liquidación de las operaciones incluidas en el ámbito de aplicación del Código OTC.

Finalmente, llamamos la atención sobre el hecho de que la ACTB y la ACTE han creado un tribunal arbitral para la resolución, previa sumisión de las partes al mismo, de las posibles disputas o controversias nacidas de cualquier operación sujeta al Código OTC. No obstante, las decisiones de este tribunal arbitral no son vinculantes para las partes, actuando más bien como órgano de conciliación.

José Manuel Cuenca

11. CONDICIONES BANCARIAS UNIFORMES RELATIVAS A LA APERTURA DE CRÉDITO EN CUENTA CORRIENTE Y A SU AFIANZAMIENTO GENERAL

El Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (Sala Sexta), ha dictado, con fecha 21 de enero de 1999 (asuntos acumulados C-215/96 y C-216/96) una importante sentencia, sobre condiciones bancarias uniformes, que por las argumentaciones que utiliza así como por la doctrina que sienta resulta de interés general para todo el mercado de crédito en el ámbito de la Unión Europea.

En la indicada sentencia, de la que fue ponente el Magistrado don G. Hirsch, el Alto Tribunal resuelve sobre cuatro peticiones que, al amparo del artículo 177 del Tratado CE (ahora artículo 234 CE, tras la modificación de los Tratados fundacionales, llevada a cabo por el Tratado de Amsterdam, de 2 de octubre de 1997), le dirigió el Tribunal de Génova (Italia) destinadas a obtener, en los litigios pendientes ante dicho Tribunal entre Carlo Bagnasco y otros Banca Popolare de Novara soc. coop. Arl (BNP) y entre los mismos demandantes Cassa di Risparmio di Génova e Imperia SpA (Carige), una decisión prejudicial sobre la interpretación de los artículos 85 y 86 del Tratado CE respecto de determinadas condiciones bancarias uniformes (“norme bancarie uniforme”, NBU) impuestas por la Associazione Bancaria Italiana (ABI) a sus miembros para la celebración de contratos relativos a la apertura de crédito en cuenta corriente y al afianzamiento general.

Los hechos, resumidamente, fueron los siguientes. Los demandantes don Carlo Bagnasco, como deudor principal, y sus fiadores, como codeudores solidarios, interpusieron recurso contra dos órdenes judiciales de pago de fecha 1 de junio de 1992, provisionalmente ejecutivas, por las que el Presidente del Tribunal de Génova los había conminado, a instancias del BNP y Carige, a pagar importantes sumas dinerarias por saldos deudores en cuenta corriente, contratos y efectos descontados, e intereses.

Al Tribunal de Génova, que partía de la posibilidad de los ciudadanos de invocar los artículos 85 y 86 del Tratado CE ante las jurisdicciones nacionales, le parecía que las NBU impuestas por la ABI a los bancos asociados y aplicadas *ex recepto* por la totalidad de los bancos italianos en sus relaciones con la clientela, podían suponer una “decisión de asociación de empresas”, planteando algunas de sus cláusulas problemas de compatibilidad con los artículos 85 y 86 del Tratado CE.

Especialmente cuestionable, a juicio de aquel Tribunal nacional, resultaba la posible modificación de los tipos de interés por el Banco, en cualquier momento, sin más comunicación a la clientela que el anuncio expuesto en los locales de sus oficinas o en la forma que considerase más oportuna. Según el tribunal referido “sólo la determinación inicial del tipo adeudado” correspondería a “una negociación directa entre las partes”. Igualmente cuestionable le parecía la derogación del régimen general sobre afianzamiento previsto en el Código civil, su excepcional régimen impuesto, mejor que pactado, le generaba dudas de compatibilidad con los preceptos indicados del Tratado CE; ha de repararse que en las NBU se llegaba incluso a un “afianzamiento del afianzamiento”. También dudas a aquel Tribunal le ofrecían los medios de prueba de la deuda, así como la obligación de pago, por los fiadores, al mero requerimiento escrito incluso en caso de oposición del deudor, del capital, intereses, gastos, impuestos y demás gastos accesorios).

Las cuatro cuestiones prejudiciales que el Tribunal de Génova planteó al Tribunal de Justicia fueron las siguientes:

1) Si las NBU impuestas por la ABI a sus asociados en relación con los contratos de apertura de crédito en cuenta corriente, en la medida en que son dictadas y aplicadas de manera uniforme y vinculante por los bancos miembros de la ABI, son compatibles, en la parte que someten la apertura del crédito a un régimen de fijación del tipo de interés no previamente determinado ni determinable por el cliente, con la norma prevista en el artículo 85 del Tratado, ya que tiene por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado común.

2) ¿Qué efectos puede producir el eventual reconocimiento de la incompatibilidad a que se refiere la primera cuestión sobre las correspondientes cláusulas de los contratos de apertura de crédito en cuenta corriente celebrados por los bancos asociados individualmente con los clientes, puesto que cabe considerar que el conjunto de los bancos asociados a la ABI ocupa una posición dominante colectiva en el mercado nacional del crédito, en el sentido y por efecto del artículo 86, con arreglo al cual la aplicación concreta de la normativa examinada (en lo que se refiere a la fijación del tipo de interés adeudado) se configura como explotación abusiva?

3) Si las NBU impuestas por la ABI a sus asociados en relación con el contrato de afianzamiento general que garantiza la apertura de crédito —en la medida en que son dictadas y aplicadas de manera uniforme y vinculante por los bancos asociados— son compatibles con el artículo 85 del Tratado, en relación con las cláusulas concretas referidas a los fundamentos jurídicos de la presente resolución y en su globalidad, ya que pueden afectar al comercio entre los Estados miembros, y que tienen por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado común.

4) ¿Qué efectos puede producir el eventual reconocimiento de la incompatibilidad a que se refiere la tercera cuestión sobre las correspondientes cláusulas de los contratos de afianzamiento general y sobre los mismos contratos, estipulados por cada banco, puesto que cabe considerar que el conjunto de los bancos asociados a la ABI ocupa una posición dominante colectiva en el mercado nacional del crédito, en el sentido y efecto del artículo 86, con arreglo al cual la aplicación concreta de la normativa examinada se configura como explotación abusiva?

La respuesta que, mediante su sentencia, el Tribunal de Justicia da a las cuatro cuestiones prejudiciales indicadas, no puede sino, en términos generales, calificarse de no irrefutable, y desde luego muy inferior al interés y agudeza al planteamiento efectuado por el Tribunal de Génova de las cuestiones prejudiciales.

Destaca, el Alto Tribunal, las modificaciones operadas en la legislación italiana sobre la materia, en el período intermedio entre la interposición de las demandas y la sentencia dictada por el Tribunal de Justicia. Insiste también el Tribunal de Justicia en las posiciones no coincidentes de la Banca d'Italia y la Comisión.

El Tribunal de Justicia se cuida de recordar que según su jurisprudencia, “para determinar si un acuerdo debe considerarse prohibido en razón a las alteraciones de la competencia que tenga por efecto, procederá examinar el juego de la competencia en el marco efectivo en el que se desarrollaría de no existir el acuerdo discutido”, y con base a la misma afirma, en relación con la primera cuestión planteada que, “aunque el apartado 1 del artículo 85 del Tratado no limita dicha apreciación únicamente a los efectos actuales, puesto que también deben tenerse en cuenta los efectos potenciales del acuerdo en la competencia dentro del mercado común, lo cierto es que un acuerdo no está comprendido en la prohibición del artículo 85 cuando sólo afecta al mercado de forma insignificante”.

Ya en la respuesta a la primera de las cuestiones planteadas el Alto Tribunal ofrece el razonamiento fundamental de toda la sentencia (y por lo tanto, que subyace, a cada una de las cuestiones planteadas), y que es el siguiente: “La apertura de crédito en cuenta corriente constituye una operación bancaria que, por su naturaleza, está vinculada a la facultad del banco de modificar el tipo de interés convenido en función de elementos de referencia tales como, en particular, las condiciones de refinanciación del crédito por parte de los bancos. Si bien dicha facultad implica para el cliente del banco el riesgo de un aumento de los intereses a lo largo del contrato, también ofrece la posibilidad de una reducción de ellos. Cuando (...) la variación de los tipos de interés depende de elementos objetivos, tales como las variaciones producidas en el mercado monetario, un acuerdo que excluye la facultad de aplicar un tipo de interés fijo no puede ejercer una influencia restrictiva sensible en el juego de la competencia”.

Resuelve el Tribunal de Justicia la primera de las cuestiones planteadas de la siguiente manera: “las NBU, por cuanto permiten a los bancos, en los contratos relativos a la apertura de crédito en cuenta corriente, modificar en cualquier momento el tipo de interés según las variaciones producidas en el mercado monetario, y ello, a través de una comunicación expuesta en sus locales o en la forma que consideren más adecuada, no tiene por objeto o por efecto restringir la competencia en el sentido del apartado 1 del artículo 85 del Tratado”.

En relación con la tercera de las cuestiones planteadas aquel Tribunal de Justicia señala que “en la medida en que las NBU fijan ‘normas relativas al afianzamiento que garantizan las operaciones bancarias’, al establecer excepciones a la normativa del Código Civil pretenden garantizar los créditos de los

bancos en la forma más eficaz”, y sobre el análisis de los efectos reales o posibles en el comercio entre los Estados miembros, entiende que “ningún (...) dato que obre en las actuaciones permite considerar con un grado de probabilidad suficiente que la reticencia de los clientes que deseen celebrar un contrato de apertura de crédito en cuenta corriente a la hora de elegir su banco, debido a la existencia de NBU relativas al afianzamiento general, pueda producir un efecto sensible sobre el comercio intracomunitario”, en el sentido del artículo 85 apartado 1 del Tratado.

Para dar solución a las cuestiones segunda y cuarta planteadas, el Tribunal de Justicia se ve en la necesidad de efectuar el siguiente recordatorio: “según el artículo 86 del Tratado, será incompatible con el mercado común y quedará prohibida, en la medida en que pueda afectar al comercio entre los Estados miembros, la explotación abusiva, por parte de una o más empresas, de una posición dominante en el mercado común o una parte sustancial del mismo”. Pero de acuerdo con el razonamiento nuclear de la sentencia, antes expuesto, concluye: “basta con comprobar que (...) la modificación del tipo de interés de un crédito en cuenta corriente depende de elementos objetivos (...) dicho comportamiento no puede constituir, en todo caso, una explotación abusiva de una posición dominante en el sentido del artículo 86 del Tratado”, a más de no resultar afectado de manera sensible el comercio entre Estados miembros.

Antonio Tapia Hermida

12. EL NUEVO RÉGIMEN DE INCLUSIÓN DE LOS SOCIOS Y LOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES MERCANTILES DE CAPITALES EN EL SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL

La inclusión de los socios y de los administradores de sociedades mercantiles capitalistas en el sistema de la Seguridad Social, así como las determinación e incluso el diseño de un régimen jurídico específico, constituye un fenómeno reciente, de azarosa existencia, con sucesivas alteraciones de su regulación específica, tan aceleradas, que han llevado hasta el solapamiento, superposición de efectos o graves inconsecuencias de las sucesivas regulaciones (ante tales dificultades se hubo de dictar la resolución de la Subdirección General de Recursos Económicos de la Tesorería General de la Seguridad Social, de 17 de febrero de 1999). La regulación jurídico positiva ha ido acompañada de una cambiante jurisprudencia, en ocasiones contradictoria, de las Salas Tercera y Cuarta del Tribunal Supremo.

El juicio global de aquella regulación y jurisprudencia no puede ser favorable, es más puede afirmarse que han generado una grave inseguridad jurídica,

desatendiéndose así uno de los fines del Derecho, ya severamente cuestionado, en una época de gran producción jurídico positiva (algunas normas de brevísima vigencia) y vertiginosos cambios. En la medida en que la sucesión legal y jurisprudencial no ha sido ordenada, ni sistemática, y las regulaciones incoherentes, también puede afirmarse que se ha desatendido el otro de los grandes fines del Derecho, la justicia.

El juicio negativo que merece la sucesión indicada de normas viene dado, además de por la falta de mínima vigencia de cada sucesiva legislación, por su muy diferente contenido, que manifiesta la ausencia de ideas claras al respecto, y hace buena la sospecha de que motivaciones contingentes han inducido al establecimiento de tales regulaciones (impedir abusos en materia de desempleo, afanes meramente recaudatorios, etc.), defectos, abusos o inconvenientes que deberían de haberse resuelto por otras vías. A la cambiante y en ocasiones contradictoria o al menos discrepante jurisprudencia, debe imputársele, además de aquel defecto, un no siempre irreprochable análisis jurídico. En descargo de las imputaciones antes efectuadas puede aludirse a la velocidad con que se suceden las implantaciones de nuevas tecnologías, así como la urgencia de atender a consecuencias económicas derivadas de fenómenos que se producen en otras partes del mundo, por mor de la globalización económica.

Específicamente en relación con los socios y administradores de sociedades capitalistas, lo acontecido respecto de su inclusión en el sistema de la Seguridad Social pone de manifiesto que algo está cambiando en torno a la concepción jurídica misma de aspectos relevantes del fenómeno societario (el abuso de la personalidad jurídica y la consideración de trabajador por cuenta ajena del administrador social, constituyen, sin duda, extremos importantes). Además debe reconocerse que la última regulación es mejor, más coherente, que la anterior. El problema está en que aquellos cambios conceptuales no se están asumiendo bien, y el resultado no es conjunto ordenado de normas de acuerdo con un principio lógico jurídico, sino un *totum revolutum*, incoherente y disfuncional.

El régimen vigente ha sido establecido por el artículo 34 de la Ley 50/1998 de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, mejor conocida como de acompañamiento a la anual de Presupuestos Generales del Estado, por el que se modifican las letras a) y k) del apartado 2 del artículo 97, la Disposición adicional vigésima séptima del texto refundido de la Ley General de la Seguridad Social aprobado por Real decreto legislativo 1/1994 de 20 de junio (LGSS) y el artículo 21 de la Ley 4/1997 de 24 de marzo de Sociedades Laborales. Se deroga así el régimen establecido en la Disposición adicional cuadragésima segunda de la Ley 66/1997 de 30 de diciembre, también de acompañamiento, que a su vez pretendió solventar la polémica que originaron las resoluciones de la Dirección General de Régimen Jurídico y Entidades Co-

laboradoras de la Seguridad Social de 23 de junio de 1992 y 14 de diciembre de 1993 y especialmente la Circular de la Tesorería General de la Seguridad Social núm. 2.034 de 29 de diciembre de 1992 (de todas ellas se ha dado puntual noticia en esta Revista).

Las modificaciones introducidas en el artículo 97 LGSS determinan una alteración del campo de aplicación del Régimen General de la Seguridad Social, en el que pueden quedar incluidos los administradores sociales. La nueva redacción de los apartados a) y k) del apartado 2 de aquel artículo 97 es la siguiente:

“a) Los trabajadores por cuenta ajena y los socios trabajadores de sociedades mercantiles capitalistas, aun cuando sean miembros de su órgano de administración, si el desempeño de este cargo no conlleva la realización de las funciones de dirección y gerencia de la sociedad, ni poseen su control en los términos establecidos en el apartado 1 de la disposición adicional vigésimo séptima de la presente Ley.”

“k) Como asimilados a trabajadores por cuenta ajena, con exclusión de la protección por desempleo y del Fondo de Garantía Salarial, los consejeros y administradores de sociedades mercantiles capitalistas, siempre que no posean el control de éstas en los términos establecidos en el apartado uno de la disposición adicional vigésimo séptima de la presente Ley, cuando el desempeño de su cargo conlleve la realización de funciones de dirección y de gerencia de la sociedad, siendo retribuidos por ello o por su condición de trabajadores por cuenta ajena.”

En la base de esta modificación está la siguiente jurisprudencia de la Sala Cuarta:

A) De una parte la línea claramente asumida a partir de la STS de 21 de enero de 1991, a cuyo tenor “al órgano de administración de la sociedad le corresponden funciones de administración en sentido estricto (internas) y de representación (externas), comprendiendo las primeras, en principio y a reserva de previsiones estatutarias (...) la gestión de los intereses sociales y la dirección de la sociedad, sin que nuestra legislación recoja con carácter general la separación existente en otros ordenamientos entre dirección y gestión”, continuando más adelante que “cuando se ejercen funciones de esta clase”, es decir se es administrador ejecutivo, “la inclusión o exclusión del ámbito laboral no puede establecerse en atención al contenido de la actividad, sino que debe realizarse a partir de la naturaleza del vínculo y de la posición de la persona que la desarrolla en la organización de la sociedad, de forma que si aquél consiste en una relación orgánica por integración del agente en el órgano de administración social cuyas facultades son las que actúan directamente o mediante delegación interna, dicha relación no será laboral”.

B) De otra parte la línea sentada a partir de la sentencia de 25 de enero de 1997, a cuyo tenor “el administrador social, que trabaja para la sociedad en cuanto órgano de la misma, es un trabajador por cuenta ajena, con independencia de que el régimen de su relación de servicios sea mercantil, entonces habrá que llegar a la conclusión de que es obligado el encuadramiento de estos profesionales en el (dicho) Régimen General”, puesto que “el campo de aplicación de la legislación laboral y de la legislación de Seguridad Social (en lo que concierne a la protección de los trabajadores por cuenta ajena) no son exactamente idénticos o coextensos. De acuerdo con este planteamiento normativo de protección social de los trabajadores por cuenta ajena comprende a todos los que lo son en sentido estricto de la expresión, incluyendo a aquellos que, como los administradores sociales ejecutivos, no prestan su trabajo en régimen de dependencia y no se rigen por la normativa laboral”.

Varias cuestiones de difícil solución plantea la regulación recogida en los apartados a) y k) del número 2 del artículo 97 LGSS. Una primera cuestión alude a la dudosa constitucionalidad y adecuación a la normativa y jurisprudencia comunitaria de esa especie de subrégimen (valga la expresión) especial recogido en la letra k), transcrita, que suprime las prestaciones por desempleo y el paraguas protector del Fondo de Garantía para quienes son calificados, por la jurisprudencia, como trabajadores por cuenta ajena. No es óbice que la STS, Sala Cuarta, de 14 de mayo de 1997 con una discutible fundamentación haya establecido que “los caracteres que configuran la condición de estos administradores (con referencia a los ejecutivos), tanto en el aspecto interno de su relación con la entidad para la que actúan, como desde el punto de vista de la estructura social en que se incardinan, así como los perfiles que delimitan el nexo jurídico que les une con tal compañía, hacen incompatible su relación profesional con los fines y objetivos, e incluso con la propia razón de ser, de la prestación por desempleo”.

No se olvide que el artículo 1.6 del Código Civil “revela claramente la naturaleza y el modo de operar de la jurisprudencia del Tribunal Supremo, que constituye una declaración complementaria sobre el significado de las distintas normas jurídicas que vincula a los restantes órganos del sistema judicial, en cuanto procede del órgano jurisdiccional superior en todos los órdenes, salvo lo dispuesto en materia de garantías constitucionales (...). Una vez alcanzado el estadio de la jurisprudencia, la doctrina del Tribunal Supremo se integra en el ordenamiento jurídico como un complemento de las normas o de los enunciados normativos a los que corresponde, formando cuerpo con ellos y beneficiándose de su misma fuerza normativa. Esta concepción del modo de ser y de actuar de la norma interpretada, es compartida también por el TJCE” (STS, Sala Cuarta, de 9 de febrero de 1999).

Partiendo de una reiteradísima jurisprudencia de la Sala Cuarta del Tribunal Supremo (ya recogida y seguida por la de la Sala Tercera del mismo alto Tribunal), según la cual “como regla general, (...) sólo en los casos de realización de trabajos en régimen de dependencia no calificables como alta dirección sino como relación de trabajo común cabe admitir el desarrollo simultáneo de los cargos de administración de la sociedad y de una relación de carácter laboral” (STS, Sala Cuarta, de 18 de junio de 1991, admitiendo la misma jurisprudencia la “posibilidad de simultanear la cualidad de socio y órgano societario con la de trabajador” (STS, Sala Cuarta, de 23 de octubre de 1998, se pueden plantear numerosas cuestiones, tales como las siguientes: ¿qué sucede si se es además de administrador social alto cargo (situación más que frecuente en la realidad social), el cargo de administrador no es remunerado y únicamente se perciben retribuciones?; ¿acaso no puede defenderse que las retribuciones percibidas no lo son por su condición de trabajador por cuenta ajena, sino como arrendamiento de servicios?; ¿qué ocurre si se es socio (sin control), administrador ejecutivo y alto cargo, y sólo se perciben dividendos por su condición de socio?; ¿o si se sustituye en la situación anterior la condición de alto cargo por la de arrendamiento de servicios con retribución periódica (abogado, médico, arquitecto, etc., con iguala) o sin periodicidad?

En el supuesto del apartado a) antes transcrito, ¿por qué razón se le incluye en el régimen General común, valga la expresión, por la de trabajador o por la de administrador, si es retribuido por esta última condición (dietas de asistencia etc.)?, ¿y si es alto cargo, en que condición actúa la dirección y gerencia, como administrador o como alto cargo?; ¿qué sucede cuando no estamos ante la forma de consejo de administración con consejeros delegados, sino ante administradores solidarios?; ¿habrá de ejercitarse al ejercicio efectivo de las actividades gerenciales o bastará su simple posibilidad de ejercicio (como ya sostuvo alguna resolución de la Dirección General de Ordenación de la Seguridad Social)?

La nueva redacción dada a la disposición adicional vigésima séptima LGSS, por el artículo 34 de la Ley 50/1998, citada, establece que:

“1. Estarán obligatoriamente incluidos en el Régimen Especial de la Seguridad Social de los trabajadores por cuenta propia o autónomos quienes ejerzan las funciones de dirección y gerencia que conlleva el desempeño del cargo de consejero o administrador, o presten otros servicios para una sociedad mercantil capitalista, a título lucrativo y de forma habitual, personal y directa, siempre que posean el control efectivo, directo, o indirecto, de aquella. Se entenderá, en todo caso, que se produce tal circunstancia, cuando las acciones o participaciones del trabajador supongan, al menos, la mitad del capital social. Se presumirá, salvo prueba en contrario, que el trabajador posee el control efectivo de la sociedad cuando concurren algunas de las siguientes circunstancias:

1.^º Que al menos, la mitad del capital de la sociedad para la que preste sus servicios esté distribuido entre socios, con los que conviva y a quienes se encuentre unido por vínculo conyugal o de parentesco por consanguinidad, afinidad o adopción, hasta el segundo grado.

2.^º Que su participación en el capital social sea igual o superior a la tercera parte del mismo.

3.^º Que su participación en el capital social sea igual o superior a la cuarta parte del mismo, si tiene atribuidas funciones de dirección y gerencia de la sociedad.

En los supuestos en que no concurren las circunstancias anteriores, la Administración podrá demostrar, por cualquier medio de prueba, que el trabajador dispone del control efectivo de la sociedad.”

La regulación aludida tiene una clarísima inspiración en la doctrina jurisprudencial seguida a partir de la STS, Sala Cuarta, de 29 de enero de 1997. Efectivamente en aquella resolución jurisdiccional se establece que “en el caso de los administradores sociales con participación mayoritaria propiamente dicha (la mitad o más de las acciones) faltaría la nota de la ajeneidad, y nos encontraríamos ante un supuesto de trabajo por cuenta propia”.

Continuando la sentencia referida en el párrafo anterior: “La asignación de un valor dominante a los efectos de calificación jurídica a la propiedad de las acciones de la empresa viene aconsejada por dos consideraciones. Una es la necesidad, desde el punto de vista de la seguridad jurídica, de declarar una línea divisoria nítida entre los campos de aplicación respectivos de los regímenes de trabajadores por cuenta ajena y los regímenes de trabajadores por cuenta propia. La otra es que, en las sociedades por acciones, tal línea divisoria está determinada inevitablemente por la participación en la propiedad de las mismas. Si el administrador societario no alcanza el 50% de las acciones prevalece no tiene preponderancia en su trabajo el riesgo de ajeneidad. En cambio si posee la mitad o más de las participaciones sociales, no se puede decir, ateniéndonos al criterio de efectividad, que el administrador social ejecutiva sea verdaderamente un trabajador por cuenta ajena. El fruto o resultado de su trabajo, o al menos la parte principal del mismo, acaba ingresando, por vía de beneficio o por vía de incremento del activo de la empresa, en su propio patrimonio.”

La principal objeción que cabe efectuar a la legislación, antes transcrita, se centra en que lleva a cabo, sistemáticamente, el “levantamiento del velo” (“lifting the veil”, “disregard” o “durchgriff”) societario, (de “la aplicación de la llamada doctrina del ‘levantamiento del velo’, (...) ha de hacerse uso restrictivo”, como indica al STS, sala Primera, de 23 de diciembre de 1997, sin que se

den las circunstancias que la jurisprudencia tan trabajosamente ha ido configurando para tal posible desconocimiento de la personalidad jurídica de la sociedad, y que constituye una facultad exclusivamente judicial (como se indica en la STS, Sala Primera, de 15 de octubre de 1997). El empresario (microempresario, en su caso) es la sociedad y no el socio, sea mayoritario o no, sin que se dé en las sociedades mercantiles capitalistas ninguna comunicación, que no confusión, patrimonial entre socio y sociedad.

En la regulación legal no queda claro si el administrador ejecutivo ha de ser también trabajador por cuenta ajena al servicio de la sociedad; una interpretación sistemática, desde luego, es favorable a tal exigencia. Además en el supuesto numerado como 1º, ¿quién tiene el control efectivo? Y en todos los supuestos establecidos en aquella norma ¿acaso no habrá de estarse a las posibles mayorías reforzadas dispuestas en los Estatutos sociales, para poder determinar quién puede tener y ejerce el control?, ¿qué pasa si las funciones de dirección y gerencia se ejercen por un minoritario, manteniendo el mayoritario sólo su vigilancia?, ¿qué sentido tiene señalar a la altura de los tiempos que nos ha tocado vivir, *in genere*, porcentajes como el 33% o el 25%, para aludir al control efectivo?

Necesario es hacer referencia, no obstante la necesaria brevedad de una noticia, a la exigencia de que el desempeño del cargo de administrador o consejero (que ejerzan funciones de dirección y gerencia) sea “a título lucrativo y de forma habitual, personal y directa” (no vamos a referirnos a la hipótesis del administrador persona jurídica, pero desde luego es de tomarse en consideración). La interpretación que de tal exigencia ha efectuado la Administración pública mediante la Circular núm. 5-019 de 10 de junio de 1999, de la Tesorería General de la Seguridad Social (recogiendo el criterio sentado por la Dirección General de Ordenación de la Seguridad Social mediante resolución de 4 de mayo de 1999), es, cuando menos, cuestionable, pues acudiendo a la noción vulgar de lucrativo (que de seguirse llevaría a la generalización de un Régimen Especial, con menoscabo del sistema mismo que toma como referente al Régimen General), hace consciente olvido de la dimensión jurídica de aquella expresión “a título lucrativo, de forma habitual, personal y directa”, noción precisa acuñada a lo largo de un dilatado proceso legislativo (que comienza con la protección de los trabajadores autónomos de la agricultura, para extenderse después al mar, a la industria y a los servicios).

En el punto 2 de aquella disposición adicional se establece que “no estarán comprendidos en el Sistema de la Seguridad Social los socios, sean o no administradores de sociedades mercantiles capitalistas cuyo objeto social no esté constituido por el ejercicio de actividades empresariales o profesionales, sino por la mera administración del patrimonio de los socios”. Igualmente se mantie-

nen las peculiaridades propias del Régimen Especial de la Seguridad Social de los Trabajadores del Mar, en el punto 3 de la misma disposición adicional.

En el punto Tres del artículo 34 de la Ley 50/1998 citado se da una nueva redacción al artículo 21 de la Ley 4/1997, de 24 de marzo, de Sociedades Laborales, siguiendo casi literalmente la regulación general hasta aquí indicada por lo que pueden trasladarse las observaciones ya realizadas, pero además conviene reparar en que se olvida una reiterada jurisprudencia que admite sin reparo alguno la conjunción de las condiciones de socio trabajador, administrador social y alto cargo o trabajador común, sin que se interfieran en su consideración separada (SSTS de 11 de noviembre de 1997, 23 de octubre de 1998, etc.)

Antonio Tapia Hermida

13. LA ADAPTACIÓN LEGISLATIVA FRANCESA PARA LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

La Ley 98-546, de 2 de julio de 1998, relativa a diversas disposiciones de orden económico y financiero fue el instrumento empleado por el legislador francés para desarrollar las modificaciones legislativas precisas para la adaptación del ordenamiento jurídico a la introducción del euro. Es similar, pues, a nuestra Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro (a la cual hemos dedicado nuestra atención en números anteriores de esta Revista).

Sin embargo, de modo inmediato y tras la votación de la Ley en la Asamblea Nacional el día 3 de junio de 1998, la Corte Constitucional francesa declaró, en su Decisión número 98-402 DC, de 25 de julio, la inconstitucionalidad de determinadas disposiciones de la citada Ley.

Particular atención merece el Título 3º de la Ley, que es el específicamente referido a las disposiciones relativas a la adaptación de la legislación francesa y a la modernización de las actividades financieras a la vista de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. Es además el título específico más importante en cuanto a número de artículos, puesto que comprende 34 de los 114 artículos de los que consta la Ley. Ha de resaltarse, sin embargo, que ciertas modificaciones son puramente formales y en algunos casos se ha aprovechado este mecanismo legal para llevar a cabo reformas no estrictamente necesarias desde el punto de vista de la Unión Económica y Monetaria.

En todo caso, conviene señalar que la Ley 98-546 introduce cambios en diferentes cuerpos legales, como, por ejemplo, el Código General de Impuestos,

la Ley 66-537 de sociedades mercantiles, la Ley 83-1 de desarrollo de inversiones y protección del ahorro, la Ley 88-46 sobre la actividad y el control de las entidades de crédito, la Ley 88-201 de entidades de inversión colectiva, o la Ley 96-597 de modernización de las actividades financieras, entre otras.

Así pues, la citada Ley recoge las disposiciones para facilitar la transición al euro desde el punto de vista societario. Para la conversión del capital social en euros (la denominada “redenominación” por el legislador español), se ofrecen dos métodos: la conversión global del capital en euros (dividiéndolo a continuación en “cuotas”) o la conversión del valor nominal de las acciones en euros.

Por otro lado, la Ley incluye previsiones para el funcionamiento de los mercados de capitales en el período transitorio, de modo tal que el euro pueda ser utilizado como unidad de cuenta y como medio de pago. Asimismo, la Ley también fija su atención en las entidades de inversión colectiva y en la protección del inversor.

La Ley ha dado lugar también a la revisión del régimen de adquisición de acciones propias por parte de las sociedades mercantiles, incrementando la transparencia en las operaciones de adquisición y flexibilizando su procedimiento. Esta tendencia ha llevado también a la modificación del régimen legal de las OPAs, así como a la revisión del régimen fiscal de todas estas operaciones.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

14. LA INFORMACIÓN DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES DISPONIBLE EN INTERNET

1. La importancia esencial que la información tiene en el mercado de valores se refleja directamente en las funciones que la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV) atribuye a la Entidad encargada de supervisar dicho mercado: la CNMV. Así, desde un punto de vista general, las referencias a la información son constantes en el párrafo 2º del art. 13 de la LMV cuando establece que la CNMV “*velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines*”. Estas funciones generales se concretan, en lo que a la transparencia del mercado de valores se refiere, en la encomienda que hace a la CNMV el art. 92 de la misma LMV de la

llevar a cabo una serie de registros oficiales a los que el público tendrá libre acceso. La enumeración de estos registros oficiales a cargo de la CNMV debe completarse con la de los registros relacionados con las Instituciones de Inversión Colectiva a los que alude el art. 8 de la Ley 46/1984, reguladora de las mismas y que desarrolla el art. 9.3 de su Reglamento, aprobado por Real Decreto 1393/1990.

2. Pues bien, para que la función de difusión de información prevista en el art. 13 de la LMV sea efectiva y para conseguir que el libre acceso del público a sus registros resulte igualmente eficaz, la CNMV —mediante su departamento de documentación y registros oficiales encuadrado en la división de Secretaría General— tiene establecido un completo sistema de información, a través de Internet (URL: <http://www.cnmv.es>) sobre una amplísima gama de informaciones relativas al mercado de valores.

3. En primer lugar, debe destacarse, por su importancia jurídica, la posible consulta de sus registros oficiales en relación con los siguientes hechos:

a) En lo relativo al mercado primario, pueden consultarse todas las emisiones y OPVs de valores registradas accediendo directamente al contenido de las comunicaciones previas y de los folletos informativos.

b) En cuanto a los mercados secundarios, pueden consultarse las admisiones de valores verificadas por la CNMV, con la documentación correspondiente; las circunstancias de las sociedades cotizadas en lo relativo a su información financiera periódica, a sus cuentas anuales, a las participaciones significativas en su capital, a las OPAs que les afectan, a los hechos relevantes que comuniquen, etc.

c) En cuanto a los intermediarios e inversores institucionales, la consulta puede extenderse a las empresas de servicios de inversión registradas en la CNMV alcanzando todas aquellas circunstancias que deben ser hechas públicas por las mismas y también a las Instituciones de Inversión Colectiva con un alcance análogo.

4. Sin alcanzar los efectos de publicidad legal vinculados a los registros oficiales señalados, tiene enorme importancia desde el punto de vista informativo jurídico el acceso que a través de la página web de la CNMV se puede tener a la legislación completa sobre los mercados de valores, tanto española como comunitaria, así como a la Jurisprudencia específica de este sector y a los protocolos y acuerdos que suscriba la CNMV con otros organismos, nacionales o internacionales. También tiene interés el acceso a otro tipo de documentos de gran importancia informativa como pueden ser las cartas circulares del Presidente de la CNMV, las cartas de los directores de las distintas divisiones, las

resoluciones de consultas, los documentos que patrocina la propia CNMV sobre diversos aspectos del mercado de valores (el efecto 2000, el euro), etc.

5. Junto a la información señalada, la página web de la CNMV difunde otra de gran interés práctico como puede ser la que versa sobre la propia CNMV y sus servicios, las advertencias al público, las relativas a la Agencia Nacional de Codificación de Valores, las relativas a los documentos de organizaciones internacionales y autoridades supervisoras de otros países, etc.

6. En conclusión, debe destacarse que el esfuerzo encomiable que hace la CNMV para facilitar el acceso a sus registros y a la demás información citada a través de Internet contribuye a la consecución real de su objetivo general de difusión de información sobre el mercado de valores (art. 13 de la LMV) y de la encomienda específica de facilitar el libre acceso del público a aquellos registros (art. 92 de la LMV).

Alberto Javier Tapia Hermida

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

LIBONATI, B., “La partecipazione di società di capitali ad una società di persone”, en *Rivista delle Società*, fascículo 6 (1998), p. 1540.

— NORMATIVA DE LA CEE EN MATERIA BANCARIA

BJÖRKLAND, M., “The Scope of the General Good Notion in the Second EC Banking Directive According to Recent Case-Law” en *European Business Law Review*, nº 7-8 (1998), p. 227.

BOULARBAH, H., “Convention du 27 septembre 1968 concernant la compétence judiciaire et l’exécution des décisions en matière civile et commerciale” en *Journal des Tribunaux*, nº 5903 (1998), p. 772.

ENDLER, J., *Europäische Zentralbank und Preisstabilität*, Stuttgart (1998), 576 pp.

HOMMELHOFF, P., “Europäisches Bilanzrecht im Aufbruch” en *Rabels Zeitschrift für Ausländisches und Internationales Privatrecht* nº 3 (1998), p. 381.

LANGE, C., “Monetäre Aspekte der europäischen Integration”, Berlin (1998), 284 pp.

REICH, N., “Übergangsregelung für den Euro” en *Zeitschrift für Rechtspolitik* nº 10 (1998), p. 388.

ROQUETTE, A.J., “Die Auswirkungen der Einführung des Euro in der Schweiz und in den USA” en *RIW*, nº 12 (1998), p. 926.

SPROCKHOFF, T., “Besonderheiten im Kapitalgesellschaftsrecht bei der Umstellung auf den Euro” en *NZG* nº 22 (1998), p. 889.

STEUER, ST., “Das Gesetz zur Umsetzung der EG-Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsrichtlinie und seine Umsetzung in der Praxis” en *WM* nº 50 (1998), p. 2.449.

WEINBÖRNER, S., Die Stellung der Europäischen Zentralbank (EZB) und der nationalen Zentralbanken in der Wirtschafts und Währungsunion nach dem Vertrag von Maastricht, Frankfurt (1998), 468 pp.

WIESNER, P.M., “Überblick über den Stand des Europäischen Unternehmensrechts” en Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht nº 20 (1998), p. 619.

— **ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

PAVONE LA ROSA, A., “Gruppi finanziari e disciplina generale dei gruppi di società” en Rivista delle Società, fascículo 6 (1998), p. 1.565.

ZERWAS/HANTEN, “Zulassung zum Geschäftsbetrieb für Kredit und Finanzdienstleistungsinstitute” en BB, nº 49 (1998), p. 2.481.

BANCOS

PORTALE, G., “II ‘tax asset’ nel bilancio di esercizio delle banche” en Banca, Borsa e Titoli di Credito, nº 6, parte 1ª (1998), p. 685.

CAJAS DE AHORRO

PIPITONE, M., “Osservazioni a Trib. Treviso 27 novembre 1995, in tema di clausola di garanzia degli statuti delle banche popolari” en Banca, Borsa e Titoli di Credito, nº 6, parte segunda (1998), p. 737.

BAUMS/STECK, “Bausparkassen als Konzerntöchter —Konzern— und bankenaufsichtsrechtliche Fragen einer Vertriebsausgliederung” en WM, nº 46 (1998), p. 2.261.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

DELL’ATTI, S., “La vigilanza creditizia in Italia dopo Maastricht: adozione del modello tedesco o rivisitazione dell’attuale rapporto autoritativo di vertice?” en Banca, Borsa e Titoli di Credito, nº 6, parte 1ª (1998), p. 763.

MARUZZI, L., “Vigilanza bancaria e potere di ordinanza” en Banca, Borsa e Titoli di Credito nº 6, parte 1ª, (1998), p. 735.

— **RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)**

BRUNET, A., “La responsabilité civile du banquier dispensateur de crédit” en Banca, Borsa e Titoli di Credito, nº 6, parte 1ª (1998), p. 775.

— **SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)**

FINDEISEN, M., “Deliktspezifische Strukturprävention gegen Geldwäsche im Finanzsektor” en WM, nº 49 (1998), p. 2.410.

HOFFMANN, TH., Rechtliche Schranken interner Informationsflüsse in Kreditinstituten. Vom internen Bankgeheimnis zu den Chinese Walls im Insiderrecht, Baden-Baden (1998), 256 pp.

SANTIAGO, R., “Sobre o segredo bancário —uma perspectiva jurídico-criminal e processual penal” en Revista da Banca, nº 42 (1997), p. 23.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

REBELO/MENDES, “Progresso tecnológico no sector bancário português: 1990-95” en Revista da Banca, nº 42 (1997), p. 5.

SORGENFREI, U., “Deutsche Investitionen in irische Finanzgesellschaften und EU-Kapitalverkehrsfreiheit” en EWS, nº 11 (1998), p. 408.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

BONELL, M.J., “The Unidroit Principles: What Next?” en Uniform Law Review, nº 2/3 (1998), p. 275.

DROBNIG, U., “The Unidroit Principles in the Conflict of Laws” en Uniform Law Review, nº 2/3 (1998), p. 385.

FARNSWORTH, E.A., “The American Provenance of the UNIDROIT Principles” en Uniform Law Review, nº 2/3 (1998), p. 397.

FURMSTON, M., “An English View of the UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts” en Uniform Law Review, nº 2/3 (1998), p. 419.

FRÜH, A., “Die Aufklärungspflichten von Kreditinstituten bei der Kreditvergabe” en WM, nº 44 (1998), p. 2.176.

GAVALDA, CH., “La cryptographie et le commerce électronique international de demain” en Uniform Law Review, nº 2/3 (1998), p. 425.

HINESTROSA, F., “Des principes généraux du droit aux principes généraux des contrats” en Uniform Law Review, nº 2/3 (1998), p. 501.

HORN, N., “Anlageberatung im Privatkundengeschäft der Banken” en WM, nº 1 (1999), p. 1.

ORMAZÁBAL SÁNCHEZ, G., “La prueba mediante documento electrónico digitalmente firmado” en *Actualidad Civil*, nº 8 (22 al 28 de febrero de 1999), p. 219.

SCHMIDT-RÄNTSCH, J., “Vertragsrechtsfragen der Euro-Einführung” en *ZIP*, nº 49 (1998), p. 2.041.

SCHMIDT-RÄNTSCH, J., “Die Verwendung von Leitzinsen nach der Einführung des Euro” en *ZBB*, 6 (1998), p. 389.

TREBER, J., “Europäischer Verbraucherschutz im Bürgschaftsrecht. Das Urteil des EuGH vom. 17.3.1998 und seine innerstaatliche Umsetzung” en *WM*, nº 38 (1998), p. 1.908.

VON ALTENBOCKUM, U.-B., “Die Europäische Währungsunion und die Kontinuität von Bankverträgen” en *DZWiR*, nº 11 (1998), p. 476.

— **APERTURA DE CRÉDITO**

LA PORTA, U., “La causa del trasferimento del credito, gli effetti preliminari e la disposizione del diritto futuro” en *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, nº 6, parte segunda (1998), p. 708.

— **GARANTÍAS EN LA ACTIVIDAD BANCARIA**

EDELMANN, H., “Blockierung der Inanspruchnahme einer direkten Auslandsgarantie” en *DB*, nº 49 (1998), p. 2.453.

TARDIVO, C.-M., “Finanziamenti fondiari e mutui a medio o lungo termine con garanzia ipotecaria effettuati da banche: identità di fattispecie concrete e disparità di trattamento di fronte all’art. 67 l. fall.?. Quale futuro?” en *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, nº 6, parte segunda (1998), p. 638.

— **DEPÓSITOS BANCARIOS**

Depósitos bancarios

SCHÖN, W., “Zur Anwendung von Paragraph 159 AO auf die Verwahrung ausländischer Wertpapiere durch inländische Kreditinstitute” en *WM*, nº 49 (1998), p. 2.401.

— **CONTRATO DE LEASING**

GHIA, L., “I contratti di finanziamento dell’impresa: leasing e factoring”, Milán (1997), VII-256 pp.

— **FACTORING**

CALZOLAIO, E., “Il factoring in Europa”, Milán (1997), VII-154 pp.

GARCÍA SOLÉ, F., “La reciente normativa sobre factoring” en *La Ley*, nº 4746 (3 de marzo de 1999), p. 1.

DERECHO BURSÁTIL

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES Y EN LA CEE**

IERMANO, G., “Osservazioni a Tr. Napoli 24 maggio 1996, in tema di trasferimento di titoli al portatore in violazione della legge antiriciclaggio” en *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, nº 6, parte segunda (1998), p. 731.

KLEINMANN, N.J., *Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach Paragraph 15 WpHG*, Sternenfels (1998), 280 pp.

KORT, M., “Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (Paragraf 45ff. BörsG) und der Unternehmensberichtshaftung (Paragraf 77 BörsG)” en *Die AktienGesellschaft*, nº 1 (1999), p. 9.

LEIS/NOWAK, *Ad-hoc-Publizität nach Paragraf 15 WpHG*, Stuttgart (1998), 240 pp.

MARGELISCH/WINZELER, *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht*, Zurich (1998), 254 pp.

MÖLLERS, Th.M.J., *Die Wohlverhaltensrichtlinie des BAWe im Lichte der neuen Fassung des WpHG - Eine kritische Bestandsaufnahme en ZGR*, nº 4 (1998), p. 773.

POZNIAK, G., “Die Wiener Börse in ihrem geänderten rechtlichen Umfeld” en *ZBB*, nº 6 (1998), p. 357.

SCHRÖDER, M., “Die Wertpapierhandelsaufsicht nach dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz”, Frankfurt (1998), 276 pp.

— **RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS**

ENRIQUES, L., “Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell’esperienza anglosassone” en *Giurisprudenza Commerciale*, nº 25.5 (1998), p. 680.

PICARDI, L., “Il remisier tra silenzio del legislatore e prassi del mercato finanziario” en Banca, Borsa e Titoli di Credito, nº 6, parte 1ª (1998), p. 708.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

DITTRICH, K.P., Die Privatplazierung im deutschen Kapitalmarktrecht, Frankfurt (1998), 234 pp.

— **OPAs**

DÜRING, M., Der grenzüberschreitende Unternehmenskauf, Baden-Baden (1998), 162 pp.

— **SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN**

STRAUSS, K., “Neue Regelungen für Derivate in Wertpapierfonds Die Änderung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes” en WM, nº 45 (1998), p. 2.221.

TÍTULOS VALORES

— **EN GENERAL**

UCHA, I., “Redenomação de valores mobiliários” en Revista da Banca, nº 42 (1997), p. 77.

WASCHBUSCH, G., “Asset Backed Securities: eine moderne Form der Unternehmungsfinanzierung” en ZBB, nº 6 (1998), p. 408.

— **VALORES MOBILIARIOS**

Acciones

BUSCH, T., “Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss bei Wandel und Optionsanleihen” en Die AktienGesellschaft, nº 2 (1999), p. 58.

ESCHER-WEINGART/KÜBLER, “Erwerb eigener Aktien” en ZHR, nº 5 (1998), p. 537.

JÄGER, A., “Aktienoptionspläne in Recht und Praxis eine Zwischenbilanz” en DStR, nº 1 (1999), p. 28.

PAEFGEN, W.G., “Eingekapitalderivate bei Aktienrückkäufen und Managementbeteiligungsmodellen” en *Die AktienGesellschaft*, nº 2 (1999), p. 67.

VOGL-MÜHLHAUS, C., *Mehrfachstimmrechtsaktien. Historische Entstehung, gegenwärtige Verbreitung und ökonomische Bedeutung*, Frankfurt (1998), 432 pp.

Obligaciones

CAMPOBASSO, M., “Responsabilità della banca per il pagamento di assegno bancario ‘divergente’ ed imputazione degli stati soggettivi nelle società di capitali: un caso tedesco” en *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, nº 6, parte segunda (1998), p. 655.

FAUCEGLIA, G., “Osservazioni a Cass. 9 ottobre 1997, n. 9128, in tema di concorso tra emissione di assegno senza provvista e truffa” en *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, nº 9, parte segunda (1998), p. 628.

SEGRETO/CARRATO, *L’assegno*, Milán (1997), XX-712 pp.

— TÍTULOS CAMBIARIOS

Cheque

SCHNAUDER, F., “Rechtsfolgen nach Abhandenkommen eines Schecks” en *WM*, nº 38 (1998), p. 1.901.

DINERO, CRÉDITO BANCARIO Y CICLOS ECONÓMICOS

Unión Editorial, Madrid, 1998, 661 páginas

JESÚS HUERTA DE SOTO

Con este libro, el Profesor Huerta de Soto, de la Universidad Complutense de Madrid, Doctor en Derecho y en Economía, se adentra en el análisis económico de las instituciones jurídicas, uno de los ámbitos de la Ciencia Económica más interesantes y prometedores. Sin embargo, no lo hace basándose en los presupuestos tradicionales de la economía neoclásica, como se ha hecho en la gran mayoría de los estudios publicados hasta la fecha sobre esta materia, sino que utiliza una metodología mucho más acorde con la complejidad y las características particulares del objeto estudiado.

Continuando con la tradición metodológica de los economistas de la Escuela Austríaca, Huerta de Soto centra su análisis en los tres niveles que han caracterizado esta línea de pensamiento: el análisis subjetivista, el estudio dinámico de los procesos de interacción social y el estudio evolutivo de las instituciones sociales.

Resulta evidente que esta opción es la más adecuada, una vez se ha comprobado que las instituciones jurídicas que regulan el mercado se encuentran tan próximas a ese complejísimo entramado de interrelaciones humanas que forma la vida en sociedad, que deviene imposible cualquier intento de comprensión de dichos fenómenos partiendo de concepciones maximizadoras que se desarrollen en el seno de artificiales contextos de equilibrio apartados totalmente de la realidad y que, por tanto, la deforman y distorsionan.

Utilizando los tres instrumentos de análisis mencionados de una forma difícilmente superable, el autor examina en profundidad los fundamentos jurídicos y económicos del actual sistema monetario y crediticio, presentando como resultado un monumental y completo trabajo de investigación multidisciplinar, que se apoya tanto en un profundo conocimiento de la Historia y de la

Ciencia Jurídica, como en el de la Ciencia Económica. Además, a lo largo de toda la obra, y a pesar de la complejidad de los temas tratados, se mantiene una claridad expositiva sorprendente que hace muy agradable su lectura.

De esta manera, nos encontramos con que partiendo del análisis económico de la institución jurídica del contrato de depósito irregular y de los Principios del Derecho que lo fundamentan, el autor consigue iluminar campos tan complejos y confusos de la Economía como son la teoría del dinero, del crédito bancario y de los ciclos económicos. Superando en todo momento las restricciones de un estudio exclusivamente microeconómico, es decir, entendiendo la ciencia económica como un todo integrado, en el que se funden los aspectos micro y macroeconómicos.

De los nueve Capítulos que forman este libro de análisis económico, los tres primeros tienen un contenido básicamente histórico-jurídico, resultando del todo imprescindibles si se quiere llegar a comprender el porqué de las conclusiones económicas a las que llega el autor, al ir avanzando la obra.

En *el primer Capítulo*, de gran interés para los estudiosos del Derecho Mercantil, se examina la naturaleza jurídica del contrato de depósito irregular y sus diferencias con el contrato de préstamo de cosa fungible. Aquí se hace especial hincapié en las características esenciales del primero, que son la no disponibilidad por parte del depositario de la cantidad depositada, al existir una obligación de restitución del *tantundem* al depositante en cualquier momento que lo solicite; así como en las características esenciales del segundo, que se refieren a la fijación de un plazo para la restitución al prestamista de la cantidad entregada, periodo durante el cual se puede disponer libremente de lo prestado.

En *el segundo Capítulo*, se presenta un estudio histórico sobre cómo se han ido corrompiendo lentamente los Principios del Derecho que inspiran el contrato de depósito irregular de dinero. Corrupción provocada desde antiguo por la intervención del Poder Político, al tratar de regular los contratos de depósito bancario al margen de dichos Principios, con el único fin de buscar nuevos recursos financieros.

El *tercer Capítulo* analiza los diferentes intentos doctrinales encaminados a dar una cobertura legal a ese nuevo y especial tipo de contrato, llamado de “depósito” bancario, intentando justificar el préstamo a terceros de las cantidades depositadas a la vista y desapareciendo el deber de guarda y custodia de las cantidades depositadas. Surgen así curiosas figuras *sui generis*, que no por ello dejan de incurrir en todo tipo de contradicciones lógicas, y que acarrearán a la larga graves consecuencias económicas que resultan, de forma inexorable, de violar los principios fundamentales del derecho.

El siguiente bloque dentro de la estructura del libro lo integran los Capítulos cuatro, cinco, seis y siete, donde se recoge, ya en concreto, el núcleo del

análisis económico del contrato de depósito bancario, así como su evolución histórica, que parte de los graves errores de fundamentación jurídica analizados en los Capítulos primero, segundo y tercero. Errores que desembocaron en la utilización de un coeficiente de reserva fraccionario, como culminación de los privilegios concedidos a los banqueros por parte de los Gobiernos, debido a claras y evidentes razones de mutuo interés. Tal coeficiente fraccionario induce un proceso de expansión crediticia bancaria (según se expone en el *Capítulo cuarto*), que terminará por acarrear unos peligrosísimos efectos sobre todo el sistema económico. Aspecto este último que se detalla en el *Capítulo quinto*.

Destaca también, dentro de este núcleo de la obra, un estudio de la teoría del ciclo económico desde el punto de vista de la Escuela Austríaca de Economía, así como un profundo análisis crítico de otras explicaciones alternativas a este complejo fenómeno, como son las de la Escuela Monetarista y la Keynesiana, según se recoge en los *Capítulos sexto y séptimo*.

En el *Capítulo octavo*, titulado “*Teoría de la Banca Central y de la Banca Libre*”, se estudia la aparición de la figura del banco central, como “prestamista de última instancia”. Institución ésta creada por los Gobiernos en un infructuoso intento de solucionar el problema surgido al violarse los principios básicos reguladores del contrato de depósito en la reelaboración del depósito bancario, buscando un apoyo para los bancos en las etapas de crisis y quiebras. Se analiza, además, el proceso que convirtió dicha institución en el centro de un monopolio dentro de los sistemas financieros nacionales, al ser la única capaz de decidir en cuanto al tipo y cantidad de dinero y de crédito que se va a introducir en el sistema económico. Se convierte así el mercado financiero en un sistema de planificación central altamente intervenido. Este hecho se pone en relación con la actual polémica surgida en torno a la banca central y la banca libre, unida a la necesidad de volver a operar con coeficientes de caja del 100 por 100.

En el *noveno y último Capítulo* se propone un modelo ideal, o al menos coherente, de sistema financiero basado en el respeto a los Principios tradicionales del derecho y, por tanto, fundamentado en un coeficiente de caja del 100 por 100. El autor analiza los diferentes argumentos que desde distintos puntos de vista se han dado contra esta propuesta, criticándolos y explicando, finalmente, la forma de llevar a cabo el proyecto propuesto como modelo ideal, minimizándose las tensiones que podrían surgir de su implantación real en el mercado.

Culmina este último Capítulo con unas consideraciones respecto de las ventajas del sistema financiero que se plantea como alternativa en este libro, así como respecto de la aplicación de los principios que se defienden a lo largo de la obra a otros problemas prácticos que puedan surgir en ámbitos tan importantes como pueden ser la construcción de la nueva Unión Monetaria Europea en

torno a una moneda única y al Banco Central Europeo, o el nacimiento en las antiguas economías socialistas de sistemas financieros modernos.

Pone punto final a la obra un interesante resumen de las conclusiones principales contenidas en la misma, de las que se pueden extraer como corolario que muchos de los defectos que son achacados al mal funcionamiento del libre mercado, y en este caso concreto del mercado financiero, derivan, no de la implantación de un sistema verdaderamente libre basado en los Principios Fundamentales del Derecho, sino de la corrupción de estos mismos principios por parte del Poder Político, adulterando y viciando toda su estructura, con los graves peligros que esto acarrea, tal y como ya fue puesto de manifiesto en los trabajos del Premio Nobel de economía F.A. Hayek.

El libro se cierra con una completísima bibliografía, así como con un índice de materias y de nombres, que facilitarán enormemente el trabajo de todos los investigadores que decidan seguirlos.

Finalmente, y para concluir la presente reseña, me veo en la necesidad de constatar, tras haber realizado un profundo análisis sobre este impresionante trabajo, que, o mucho me equivoco, o este magnífico libro terminará por convertirse en una obra clásica, imprescindible en las bibliotecas de todos los juristas y economistas interesados en estas materias, no sólo por su claridad expositiva y por la enjundia de su contenido, sino por haber abierto, además, la puerta a nuevos y muy interesantes campos de investigación en esta apasionante y todavía desconocida zona del saber donde se funden lo económico y lo jurídico.

César Martínez Meseguer

LA PRIVATIZZAZIONE DELLE IMPRESE PUBBLICHE

Milán, 1996, 164 páginas

F. BONELLI

La obra que comentamos, y que llega a nosotros con algún retraso desde su publicación, representa un encomiable esfuerzo de clarificación doctrinal, desde la concisión y con el apoyo (de gran interés práctico) de las normas legislativas comunitarias e italianas, de aplicación en la materia.

Debe subrayarse, como punto de partida, que BONELLI ha elaborado una obra clara (cortesía del jurista, como afirmaba el Maestro GARRIGUES) y legible, tanto por su elegante estilo como por la propia brevedad de la misma.

Comienza BONELLI su obra enumerando los lugares comunes en materia de empresas públicas. A saber: que deben actuar en régimen de competencia para aumentar la eficiencia y competitividad del sistema, al objeto de reducir la presencia del Estado en la economía, si bien no dando rienda suelta a las fuerzas del mercado. Se trata del fenómeno de una nueva relación entre el Estado y la economía, consistente, en palabras de CAVAZZUTI que el autor cita, en “la paradójica combinación de desregulación y re-regulación”. Es el paso del “Estado-padre” al “Estado-regulador”.

El autor lleva a cabo un análisis de los procedimientos de privatización empleados en Italia, con el conjunto normativo desarrollado y que BONELLI denomina “código de las privatizaciones”, compuesto de las disposiciones de diverso rango normativo a las que se recurre como base legal para la fijación de objetivos y el cumplimiento de requisitos en la venta de empresas públicas, y sobre cuyos resultados BONELLI realiza una evaluación.

Por una parte, examina el autor las privatizaciones que se han desarrollado en sectores industriales sometidos a régimen de competencia. Por otro lado, BONELLI se detiene particularmente en las privatizaciones de empresas públicas prestadoras de servicios públicos, procesos en los que se debe evitar la

transferencia de situaciones de monopolio a las entidades privadas, y de modo especial se refiere a los ejemplos del sector de las telecomunicaciones y del puerto de Génova, así como a los esfuerzos por garantizar “núcleos duros”.

Además, incorpora BONELLI como apéndices en su obra un nutrido conjunto de disposiciones, que permiten acceder de manera directa al régimen legal de privatizaciones en el ordenamiento italiano. Así, las leyes 359, de 8 de agosto de 1992, 474, de 30 de julio de 1994, y 481, de 14 de noviembre de 1995. Por otro lado, la *Deliberazione* CIPE de 30 de diciembre de 1992, las Directivas de 15 de octubre de 1993, del Presidente del Consejo de Ministros, y de 18 de noviembre de 1994, del Ministro del Tesoro, así como el *Provvedimento* de la *Banca d'Italia*, de 30 de diciembre de 1994 (dentro de los textos denominados “*Direttive*”); y los Estatutos del IMA (*Istituto Mobiliare Italiano, S.p.A.*), de 7 de julio de 1995, de ENI-S.p.A. (derivado de la transformación del *Ente Nazionale Idrocarburi, Ente di Diritto Pubblico*), de 16 de octubre de 1995, y del INA (*Istituto Nazionale delle Assicurazioni, S.p.A.*), de 11 de enero de 1996, así como el Reglamento de la Asamblea de este último, de la misma fecha.

El asunto ha sido objeto de una atención discreta por parte de la doctrina española, la cual no ha parecido agotar las posibles líneas de estudio. Quizás la aproximación más frecuente proviene del Derecho Administrativo, muy preocupado por el siempre candente tema de la “huida de la Administración del Derecho Administrativo”. No está de más recordar, a título puramente ejemplificativo y no exhaustivo, las recientes aportaciones monográficas de GONZÁLEZ-VARAS (*El Derecho Administrativo privado*, Madrid [1996]), de DE LA SERNA BILBAO (*La Privatización en España*, Madrid [1995]), TRONCOSO REIGADA (*Privatización, empresa pública y Constitución*, Madrid [1997]), o la más estrictamente mercantilista, por más que breve, de JIMÉNEZ DE PARGA (“Apuntes jurídicos sobre el proceso de privatizaciones empresariales” en AA.VV., *Tres lecciones magistrales*, Madrid [1998]).

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE —THE STATE OF THE ART AND EMERGING RESEARCH—

Oxford, 1998, 1.238 páginas

HOPT/KANDA/ROE/WYMEERSCH/PRIGGE (dirs.)

I. No parece aventurado afirmar que el problema del gobierno de las grandes empresas ha devenido en los últimos años una de las cuestiones más debatidas en todos los ámbitos y, desde luego, en lo tocante a la regulación de la sociedad anónima, son conocidas las distintas iniciativas de diverso orden que se han adoptado en distintos países a la hora de hacer frente a un problema que la realidad de las sociedades y de los mercados presentaba como un hecho que no podía seguir siendo desconocido. Sin ignorar la pionera significación y la influencia que distintos “Informes” o “Códigos” elaborados sobre todo en el mundo anglosajón han tenido hasta llegar a la actual situación, desde la perspectiva española bastará con citar el denominado *Informe Olivencia* (“El gobierno de las sociedades”) y las propuestas y recomendaciones que allí se formulan para advertir la trascendencia del proceso actual orientado a replantear el sistema de dirección y gestión de las grandes sociedades mercantiles. En esa tarea, publicaciones como la que está en el origen de estas páginas constituyen magníficas oportunidades para mantener la discusión y reflexión en materia de gobierno corporativo en un cauce riguroso y, quizás por ello, notablemente esclarecedor.

La simple consideración de quienes aparecen como directores de la obra ya indica que estamos ante una aportación que —al igual que sucede con otros recientes trabajos de cualificados miembros de ese mismo equipo investigador: v. *Institutional Investors and Corporate Governance*, BAUMS/BUXBAUN/HOPT (dirs.), de Gruyter, Berlín (1994), 645 págs.— debe ser revisada con la máxima atención. Se trata de una obra colectiva —constituida por treinta y cinco trabajos— que, a pesar de ello, presenta una sistemática unitaria y ordenada para la mejor exposición de los temas tratados. Sin perjuicio de detallar más

adelante la forma en que se ha producido esa admirable integración de tantas y variadas contribuciones en una obra realmente compacta —consecuencia de una efectiva labor de dirección— digamos ya que lo que se ofrece al lector es una presentación del *Corporate Governance* sin duda sugestiva: se parte de una aproximación histórica a la figura y a determinadas situaciones empresariales en las que comienza a vislumbrarse la transcendencia que para los legisladores decimonónicos iba adquiriendo la administración societaria; se continúa con un pormenorizado análisis de los puntos o extremos fundamentales sobre los que se asienta y, finalmente, se produce una exposición comparativa de los distintos sistemas con el ánimo de apuntar, a través de ello, lo que pueden constituir las orientaciones más recomendables hacia el futuro.

La ordenación de los trabajos y la conexión entre ellos resulta aún más elogiable si tenemos en cuenta que el libro que comentamos tiene su origen en la celebración de distintas conferencias que tuvieron lugar entre los días 15 y 17 de mayo de 1997 en el *Instituto Max Planck para el Derecho privado y el Derecho internacional privado* de Hamburgo. De ahí que sea su Director, el Profesor Klaus J. HOPT quien —en unión del Profesor PRIGGE, de ese mismo centro— redacten el prólogo de la obra. Allí se explica que estamos ante un ejemplo de colaboración interdisciplinar y multinacional. Historiadores, economistas y juristas diseccionan desde sus respectivas disciplinas una misma realidad y a sus contribuciones se suman las aportaciones, no menos interesantes, de personas que, bien desde puestos de responsabilidad administrativa, o bien desde una cualificada experiencia empresarial o profesional, vienen a añadir una reflexión sobre la “práctica” del gobierno de las grandes sociedades y su control. El estudio se centra en la experiencia de aquellos Estados que acogen los más importantes mercados financieros internacionales y en donde se asientan las grandes corporaciones. De ahí que sean mayoría los trabajos referidos a Estados Unidos, Japón y a Europa (si bien con particular atención hacia la situación en Gran Bretaña y Alemania).

II. Como ya quedó apuntado, la primera parte de la obra atiende a *Roots and Perspectives of Corporate Governance* y la integran ponencias heterogéneas incluidas dentro de los tres primeros capítulos. DUNLAVY expone las diferencias que en la organización de las sociedades de capital ya se advertía a finales del pasado siglo entre la legislación europea y americana. La tendencia a las fusiones que ya entonces caracterizaba a las empresas americanas provocó en aquel momento la aparición del problema del control corporativo. En la organización de esas empresas adquiría singular relevancia la organización de los derechos de voto de los accionistas, punto éste en el que ya desde las primeras ordenaciones del pasado siglo la legislación europea presentaba una nítida inspiración democrática, que contrastaba con la plutocracia acogida por las normas estadounidenses. El desarrollo de las primeras empresas multinacionales y los instrumentos que se utilizan para tal fin en el tránsito entre el anterior y

el presente siglo son abordados por HERTNER. La difusión de las sociedades filiales y de las sociedades *holding* caracterizaron la evolución de esas multinacionales pioneras —se atiende en particular a la industria electrotécnica que florece al hilo de la Segunda Revolución Industrial que impulsa, como causa principal, la aparición y difusión de la energía eléctrica— en las que aparecen los primeros problemas relativos al gobierno corporativo.

El tercer capítulo con el que concluye esta primera parte está constituido por un amplio examen —encomendado a la Profesora ROMANO— del sistema norteamericano de regulación de los mercados de valores y de la incidencia que tal disciplina y su reforma pueden tener sobre la actuación de los inversores cuyas decisiones orientan los mercados de capitales. Lo que describe como el *competitive federalism* americano con respecto a esa regulación tendría, sin duda, importantes repercusiones sobre la regulación internacional de las emisiones de valores. La citada autora se manifiesta abiertamente crítica con el modelo normativo actual (constituido, en sus pilares fundamentales, por la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934), que, como es sabido, se remonta a los años treinta y que, siempre a juicio de ROMANO, no ha acreditado un resultado justificativo de los fines que motivaron su adopción. Se hace eco de la orientación doctrinal que en los Estados Unidos proclama la conveniencia de abrir la regulación de los mercados de valores a las fuerzas del mercado. En contra de la orientación legislativa que actualmente sigue predominando en el Congreso norteamericano a favor del monopolio federal de la regulación sobre los mercados de valores, ROMANO considera que la posibilidad de que un solo emisor se acogiera a la regulación estatal (entendida como la emanada de cualquiera de los Estados de la Unión) en detrimento de la regulación federal vigente, daría paso a una *regulatory competition* que beneficiaría a los inversores y como consecuencia de ello, contribuiría a una mejora de los sistemas de gobierno de las sociedades.

III. La parte II del libro es la más amplia y engloba los capítulos 4 a 10, ambos inclusive, bajo el título *Building Blocks of Corporate Governance Systems*. Al lector se le sitúa ante un pormenorizado análisis de la influencia que sobre la administración societaria tienen protagonistas de origen y naturaleza variados. Se examina la propia estructura del órgano de administración, la influencia que sobre la gestión tienen los intereses de los trabajadores, la propia configuración de mercados de control corporativo o de capital riesgo, así como la función de los intermediarios financieros o de las entidades de crédito que financian la actuación de las sociedades.

Son variadas y muy interesantes las aportaciones que algunos juristas alemanes realizan sobre cuestiones tradicionales del Derecho de sociedades y bursátil referidos a la experiencia alemana. Así, baste con referir la exposición del propio Profesor HOPT en donde se revisa la experiencia y la posibilidad de

reforma del sistema dualista de administración corporativa, que completa el trabajo de SEMLER limitado al Consejo de Vigilancia. Otro tanto cabe decir de lo que WENGER y KASERER presentan como una visión crítica del papel de los bancos alemanes en el gobierno de las empresas de ese país, o de la aportación, siempre sugestiva, que el Profesor BAUMS hace de la representación de los accionistas en la junta general, si bien con el interés añadido de que refiere su trabajo a los distintos Estados miembros de la UE. A esas contribuciones se suman otras que profundizan en temas tradicionales como el deber de diligencia y el elemento fiduciario inherentes a la posición del administrador —trabajo de ALLEN— la relación que cabe establecer entre la composición del Consejo de Administración de una empresa y el buen o mal funcionamiento de la misma (BHAGAT y BLACK), o la influencia que sobre la gestión puede alcanzar la representación de los trabajadores y su participación en el capital, a lo que se refieren distintas contribuciones encuadradas en el capítulo 5.

No menor es el interés que tienen los tres trabajos que bajo el título general de *Disclosure and Auditing* completan el capítulo 9. Allí se aborda uno de los puntos fundamentales del debate que actualmente afecta no simplemente a la gestión de las grandes sociedades, sino al propio estatuto de las sociedades cotizadas y que no es otro que el de la información societaria. Es una afirmación plenamente contrastada la que vincula el grado de información puesto a disposición de los accionistas con los aspectos fundamentales del control del *corporate management*, entre otras razones, por cuanto obliga a los gestores a actuar con un mayor realismo, según concluye FOX. Ahora bien, el mismo autor advierte del riesgo que conlleva extrapolar una misma exigencia en materia de información societaria a Estados cuya disciplina normativa para las grandes sociedades presenta sustanciales diferencias. Evaluar el grado óptimo o siquiera conveniente que debe alcanzar la información societaria requiere en todo momento examinar con profundidad los principios legales que en cada ordenamiento presiden la administración societaria.

No podemos dejar de mencionar los trabajos que se refieren a la siempre debatida cuestión de la presencia de los auditores en las sociedades cotizadas, de cuál debe ser el alcance de su actuación y de cómo ésta puede contribuir a una mejora de los mecanismos de control de los administradores. Existe una tendencia a exigir una aproximación internacional en la elaboración y presentación de la contabilidad societaria en atención a criterios aceptados internacionalmente, pero sin que ello implique exigir de los auditores una actuación que vaya más allá del examen del contenido y adecuación formalmente correctos de la información facilitada por los administradores. Se reitera la discordancia que existe en Alemania entre la delimitación legal de la función y responsabilidad del auditor y la expectativa que genera la intervención del mismo. A ese respecto, la situación alemana no hace sino repetir experiencias vividas en otros Estados europeos —incluido el caso español— que revelan una excesiva atribución

de responsabilidad a los auditores cuya exigencia carece de todo respaldo normativo.

IV. La parte III que cierra la obra hace honor a su título y sitúa al lector ante una auténtica revisión comparada de algunos de los aspectos fundamentales del sistema de *corporate governance*. El capítulo 11 está consagrado al sistema japonés —a partir de los estudios de HOSHI, MIWA y KANDA— que presenta unas notas particulares en cuanto a su desarrollo histórico, en lo relativo a la complejidad del modelo de participaciones accionariales —lo que realza la importancia de la posición de los accionistas— y, finalmente, en relación con la posición de control matizado que en algunas empresas niponas ocupan los trabajadores.

Los autores cuyas contribuciones integran el capítulo 12 proyectan su revisión comparada sobre cuestiones como, por ejemplo, el papel de los inversores institucionales en la supervisión de la administración societaria (MACEY), si bien desde la perspectiva europea merece especial referencia la extensa y muy documentada aportación final de WYMEERSCH acerca de la legislación y práctica que en materia de *Corporate Governance* deparan algunos Estados integrados en la UE, que son puestos en relación con la evolución que los distintos mercados afectados han de registrar en razón del proceso de integración que refleja, entre otras normas comunitarias, la orientación legislativa contenida en la Directiva sobre Servicios de Inversión. Esta investigación ofrece una amplia información sobre la situación en distintos países para reiterar algo harto conocido, cual es que el sistema del gobierno de las sociedades y el funcionamiento de los mercados susceptibles de afectar a su control deparan situaciones de partida radicalmente dispares en materia de propiedad accionarial y concentración de poder económico, lo que dificulta la formulación de propuestas comunes.

V. A modo de conclusión cabe decir que estamos ante una de las más importantes aportaciones que la literatura jurídica europea nos ofrece en los últimos años en relación con el problema actual que supone la correcta organización de la administración societaria en el momento económico actual. Es un libro formidable para advertir la complejidad del problema y para adquirir una conciencia adecuada de que también en esa materia se asiste a un proceso de internacionalización. La comunicación de los mercados y Economías nacionales, la actividad y presencia plurinacionales de empresas de una dimensión tal que hasta fecha reciente era difícil de imaginar, la concentración de un enorme poder económico en las manos de unos pocos *managers*, la irrupción de los inversores institucionales como una categoría de accionistas cuyo apoyo deviene determinante en la lucha por el poder corporativo, la introducción de cauces cada día más amplios y exigentes en materia de información hacia los accionistas e inversores, o finalmente, el papel de los órganos de control, son sólo

algunos aspectos reveladores de lo profundo e intrincado que puede llegar a ser el debate acerca del gobierno de las grandes empresas. La obra que comentamos es un instrumento muy útil, a la hora de conocer ese fenómeno en una perspectiva comparada, que se presenta con todo rigor en la medida en que se advierte que las circunstancias particulares y originales de los distintos mercados y ordenamientos no permiten una simple transposición de unos a otros Estados de las soluciones adoptadas o que se presentan como más recomendables.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

Catedrático de Derecho mercantil

LOS OTROS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES

EMILIO DÍAZ RUIZ

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
de la Universidad Complutense de Madrid*

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS FINANCIEROS.
 - 1. Antecedentes históricos y normativos.**
 - 2. Los productos financieros derivados.**
 - 3. El Reglamento del Mercado.**
 - 4. Tipos de instrumentos subyacentes y contratos.**
 - 5. Los Miembros del mercado.**
 - 6. La negociación y las garantías.**
- III. FUTUROS Y OPCIONES SOBRE MERCANCÍAS.
- IV. MERCADO AIAF DE RENTA FIJA.
- V. VALORACIÓN FINAL.

I. INTRODUCCIÓN

La entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores supuso, respecto del tradicional mercado bursátil español, una reorganización estructural muy im-

portante, sustituyendo el modo de operar en las bolsas de valores, así como su estructura y organización, que tenían sus raíces, en última instancia, en el Código de Comercio (de 1885, aunque los principios contenidos en el mismo pueden rastrearse en normas anteriores) y en los sucesivos reglamentos de bolsas, el último, aún parcialmente vigente, aunque es difícil determinar exactamente en qué partes, dada la deficiente técnica derogatoria utilizada, tanto por la propia Ley del Mercado de Valores como por las normas de desarrollo de la misma, de 1967.

No obstante toda la innovación que supuso respecto de los mercados de valores tradicionales, la Ley del Mercado de Valores no fue suficientemente audaz a la hora de regular nuevos mercados o nuevas formas de contratación, algunas ya muy conocidas en el momento de elaboración de la Ley ⁽¹⁾. Sin embargo, aunque no entró a regular estos nuevos mercados, sí dejó abierta la puerta para su creación, por virtud de lo dispuesto en sus artículos 31.c) y 59, a los que luego hay que añadir el tercer párrafo del artículo 77 que vino a introducirse por la Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990. Por el juego de estos tres preceptos, se podían crear en España mercados secundarios de valores, unos oficiales y otros no oficiales (circunstancia ésta muy peculiar, porque incluso los no oficiales tenían que estar aprobados por el Ministerio de Economía y Hacienda, no entendiéndose muy bien cómo no eran oficiales mercados que estaban sujetos a aprobación y control por las autoridades).

En virtud de la autorización contenida en los anteriores preceptos, se fueron aprobando diversas normas reglamentarias regulando la creación y funcionamiento de mercados secundarios, que se denominaron “de valores”, aunque,

⁽¹⁾ Efectivamente, los mercados de futuros sobre mercaderías se conocían en todo el mundo desde la segunda mitad del siglo XIX; incluso en nuestro Código de Comercio se contemplaban como objeto de negociación bursátil no sólo los valores sino las mercaderías, los fletes y transportes, los metales preciosos, etc. (artículo 67), y las operaciones no sólo de contado sino también a plazo (artículo 75). Pero en cuanto a la formulación moderna de los mercados de productos derivados, ya desde 1975 el Chicago Board of Trade comenzó a negociar futuros sobre instrumentos relativos a tipos de interés, organizándose pocos años después en muchos mercados norteamericanos la negociación sobre este tipo de productos financieros derivados (así, el Chicago Merchantile Exchange y el New York Futures Exchange comienzan a negociarlos en 1981). En Europa, en 1978 se establece un mercado de opciones financieras en Amsterdam, el llamado European Options Exchange y en Londres, en el mismo año, se crea un departamento de la bolsa al que se denomina London Trading Options Market; en 1982 se crea el LIFFE inglés, que acaba absorbiendo a este último, y en 1986 se crea el MATIF francés. A partir de entonces se van creando numerosos mercados en toda Europa, de tal manera que hoy prácticamente existen en todos los países de la Europa continental (excepto en algunos países del este).

como luego se indicará, en algunos de ellos no se negocian valores, unos oficiales y otros no oficiales, pero, todos, mercados organizados ⁽²⁾.

Así pues, había una serie de mercados secundarios organizados, muy importantes desde el punto de vista económico, cuya normativa no se encontraba, salvo en sus principios generales, en la Ley del Mercado de Valores, sino en normas de desarrollo de la misma, de carácter reglamentario, pero que incorporaron al conjunto de los mercados secundarios de valores españoles a estos otros más novedosos, supliendo así la carencia inicial de la Ley. Esta situación ha quedado modificada tras la entrada en vigor de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (B.O.E. de 17 de noviembre) de reforma de la Ley del Mercado de Valores (la “Ley 37/98”), que incorpora a nuestro ordenamiento interno la Directiva 93/22/CEE de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (la “Directiva de Servicios de Inversión”), cuyo plazo de transposición ya había transcurrido con creces, pero que también incluye numerosas modificaciones en la ordenación de los mercados de valores españoles, adicionales a las exigidas por la Directiva de Servicios de Inversión. Así, dado el retraso de trasposición, se ha incorporado también la Directiva 97/9/CE, sobre sistemas de indemnización de los inversores, y se ha tomado en cuenta la doctrina del Tribunal Constitucional en materia de reparto competencial entre el Estado y las Comunidades Autónomas (S.T.C. de 16 de julio de 1997), además de llevarse a cabo una profunda revisión de la Ley del Mercado de Valores en muchos temas. La tramitación de esta Ley 37/98 no ha sido fácil; hubo un primer proyecto que se publicó en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, el 26 de diciembre de 1995, y no prosperó al disolverse las Cortes por convocatoria de elecciones generales en 1996 ⁽³⁾. Ha sido un segundo Proyecto de Ley, publicado inicialmente en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, de 12 de

(2) Específicamente, el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, regula los mercados oficiales de futuros y opciones financieros, siendo luego modificado por el Real Decreto 695/1995, de 28 de abril, para regular los mercados oficiales de futuros y opciones sobre cíclicos y finalmente por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores; finalmente, por medio de la Orden de 1 de agosto de 1991, luego modificada por Órdenes Ministeriales, todas ellas del Ministerio de Economía y Hacienda, de 11 de mayo de 1993, 27 de julio de 1995 y 19 de noviembre de 1996, se autorizó y reguló, aunque muy someramente, un mercado organizado no oficial de valores de renta fija. Ahora, la Ley 37/98, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores, reconoce expresamente en su Exposición de Motivos que lo que se negocia en los mercados secundarios oficiales sobrepasa la categoría de los valores negociables.

(3) En relación al Proyecto de Ley de 1995 y los mercados de opciones y futuros financieros, puede verse mi trabajo “Los mercados de opciones y futuros financieros y la incorporación de la Directiva 93/22/CEE”, en Cuadernos de la RDBB, nº 4, coordinadores A. J. Tapia y J. Sánchez-Calero, págs. 55 y ss.

febrero de 1997, con la misma finalidad y contenido, al menos en lo que a los mercados secundarios de valores que estamos estudiando se refiere, similar al anterior, el que, tras una tramitación parlamentaria difícil, se ha convertido finalmente en Ley. En la Ley 37/98 se reconoce a los mercados sobre productos derivados el carácter de mercados secundarios de valores en plano de igualdad con todos los demás que se contemplan en la Ley, dedicándose a la regulación de los mismos el nuevo artículo 59 de la Ley del Mercado de Valores que aquélla introduce. Por otra parte, aun cuando se mantiene la terminología de mercados secundarios oficiales (a diferencia de la Directiva de Servicios de Inversión, que habla de mercados reglamentados o regulados) ⁽⁴⁾, se mantiene la diferenciación existente en la actualidad entre mercados organizados oficiales y no oficiales (artículo 31, números 1 y 4). Incluso, en el nuevo número 2 del artículo 31 de la Ley se consideran como mercados secundarios oficiales de valores no sólo a los que se reconocía inicialmente como tales en la redacción original de la misma, sino también a los mercados de futuros y opciones, tanto con activo subyacente financiero como no financiero, y cualquier otro mercado que se autorice en el marco de las previsiones de la propia Ley y de su normativa de desarrollo, reuniendo el requisito de funcionar regularmente, especialmente en lo que se refiere a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad (conforme al nuevo número 1 de este mismo artículo 31).

El contenido de los artículos 31.c), 59 y 77 de la Ley del Mercado de Valores era, podríamos decir, “de bases”, pues sólo establecía unos principios generales a los que debían acomodarse los mercados secundarios oficiales de valores distintos de los que la ley contempla de forma expresa (en su redacción original, sólo las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública Anotada) y los mercados secundarios no oficiales de valores. La nueva redacción de los artículos 31, para los mercados de valores en general, y 59, para los mercados de futuros y opciones, tendría, en parte, este carácter, pero introduciendo, sobre todo este último artículo, una serie de principios y reglas de aplicación inmediata y relevante.

En definitiva, la nueva redacción de la Ley supone un cierto “triumfo” de los nuevos mercados que su redacción original no quiso o no estuvo en situación de considerar expresamente.

⁽⁴⁾ Vid. Jaime ABELLA SANTAMARÍA, “La Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores,” RDBB, nº 53, págs. 68 y 69, donde abogaba por el cambio de denominación; sin embargo, la Ley ha preferido, como explica la Exposición de Motivos, mantener la denominación ya existente en la redacción original de Ley del Mercado de Valores.

A fin de mejor analizar lo que han supuesto estos otros “mercados de valores”, conviene estudiarlos por separado, teniendo en cuenta que los mercados de opciones y futuros sobre instrumentos financieros y sobre mercaderías tienen una regulación en parte común y que, sin embargo, el mercado secundario de valores de renta fija tiene una regulación autónoma. En todos estos mercados, sin embargo, tiene importancia capital el denominado “Reglamento del Mercado” (concepto éste, por cierto, que se introduce en la Ley 37/98 respecto del Mercado de Deuda Pública, prueba del éxito, al menos práctico, que estos Reglamentos del Mercado han tenido en cuanto a su concepción y aplicación en aquellos otros mercados).

II. MERCADOS DE OPCIONES Y FUTUROS FINANCIEROS

1. Antecedentes históricos y normativos

Antes de nada, debe significarse que estos mercados, aunque tuvieron su engarce con la Ley del Mercado de Valores a través del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre (“Real Decreto 1814/1991”), ya existían con anterioridad al mismo, creados al amparo de una Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 21 de marzo de 1989, sobre Operaciones a Plazo, a Futuros y Opciones sobre Deuda del Estado Anotada, que se dictó al amparo de la normativa reguladora, en sus orígenes, del mercado sobre Deuda del Estado Anotada (fundamentalmente, el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y la Orden Ministerial de 19 de mayo del mismo año). Luego operaron, durante un corto período de tiempo, al amparo del artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores, es decir, como mercados secundarios organizados pero no oficiales.

En un principio, existieron dos mercados totalmente independientes entre sí, uno radicado en Barcelona, regido por una sociedad que se denominaba Mercado Español de Futuros Financieros, S.A. (por lo que se la venía conociendo como “MEFFSA”), y otro en Madrid, que se regía por una sociedad denominada OM Ibérica, S.A. (que luego se denominó como Mercado de Opciones Financieras Español, S.A. o “MOFEX”), por tener en su accionariado a la entidad que gestionaba el mercado de productos financieros derivados en Suecia, denominada Options Market u OM. Tras diversas vicisitudes, en la actualidad existen dos mercados ⁽⁵⁾, mercados regidos por dos Sociedades Rectoras distintas, una radicada en Barcelona (MEFF Sociedad Rectora de Productos Finan-

⁽⁵⁾ Aprobados ambos por sendas Órdenes Ministeriales, ambas de fecha 8 de julio de 1992, que también aprueban los Reglamentos del Mercado correspondientes a las dos Sociedades Rectoras, los dos idénticos salvo las menciones específicas de las mismas; los Reglamentos del Mercado han sido modificados sólo una vez, por medio de Orden Ministerial de 31 de mayo de 1999.

cieros Derivados de Renta Fija, S.A., en adelante “MEFF RF”) y otra en Madrid (MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, S.A., en adelante “MEFF RV”), negociándose, compensándose y liquidándose en el primero opciones y futuros sobre productos financieros derivados cuyo subyacente son tipos de interés, instrumentos de renta fija y divisas, y en el segundo opciones y futuros cuando el instrumento subyacente es de renta variable.

2. Los productos financieros derivados

En este punto, y antes de entrar a comentar la organización y funcionamiento de estos mercados, conviene detenerse un momento a examinar el carácter de los productos financieros derivados y de su significación jurídica.

El concepto de “producto financiero derivado” es de naturaleza fundamentalmente económica, al menos en su origen. Se trata de contratos de muy diversa índole, por otra parte, que en sus inicios consistían bien en la constitución de opciones de compra o de venta, o bien en compraventas a plazo. En la rápida evolución que este tipo de contratos ha tenido desde su generalización a principios de la década de los 80 de este siglo han perdido, en muchos casos (aunque en algunos tipos de contratos aún se mantiene esta estructura de opción de compra o de venta o de auténtica compraventa a plazo) la relación con los contratos de compraventa para pasar a configurarse autónomamente como contratos *sui generis*, distintos e independientes de cualquier otro contrato nominado existente, no sólo en Derecho español, sino en la generalidad de los derechos continentales y aun anglosajones ⁽⁶⁾ (aunque en estos últimos sistemas jurídicos la causa y el *nomen iuris* tienen escasa relevancia). No obstante, en todos los productos financieros derivados existe un punto de referencia ajeno al propio contrato, en el sentido de que la determinación o, al menos, la cuantificación de las obligaciones de las partes, se hace por referencia o relación a la cotización de un valor o la fijación de tipos de interés o de cambio que se llevan a cabo de forma pública o publicitada en otros mercados de valores o de alguna forma sujetos a organización (aunque no se trate de mercados regulados u oficiales) y de acceso público en cuanto al conocimiento de las valoraciones que resulten. A estos elementos de referencia para la determinación de la existencia de la obligación o del *quantum* de la misma, o de ambas circunstancias, es a los que se

⁽⁶⁾ En este sentido, puede verse Juan Luis IGLESIAS PRADA, “El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”, págs. 238 y ss., en “Los mercados españoles: opciones y futuros financieros”, dirigida por E. Díaz y P. Larraga, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995; y José MASSAGUER, “La opción financiera: caracterización jurídica”, págs. 266 y ss., en *Los mercados españoles: ...*, op. cit. También, Javier Ibáñez Jiménez, *Opciones normalizadas*, E. Dyninson, Madrid, 1999, especialmente págs. 396 y ss.

denomina instrumentos subyacentes. Como se ha indicado, en la mayoría de los casos estos instrumentos subyacentes son, en sí mismos, valores o cestas de valores (en forma de índices), tipos de interés o tipos de cambio, en estos últimos supuestos unas veces determinados por la cotización de valores de renta fija y en otras por las fijaciones de valor que de los mismos se hacen o se publican por organismos en unas ocasiones públicos y en otras privados, pero de actuación, como se indica, pública, aunque las cotizaciones se determinen libremente en el mercado.

En muchos casos, estos productos financieros derivados (o Instrumentos Financieros, conforme a la Ley 37/98 y a la Directiva de Servicios de Inversión) comenzaron a contratarse de forma bilateral, fuera de cualquier mercado organizado (lo que se viene a denominar contratación OTC, acrónimo de la expresión inglesa *over the counter*, o “sobre el mostrador”). En otros casos, sin embargo, los productos financieros derivados que se negocian en los mercados organizados son creación de los mismos. La principal diferencia entre la contratación bilateral y la contratación en los mercados organizados viene determinada por la normalización necesaria para poder negociar en estos últimos, pues al no tratarse de valores, en el que los derechos y obligaciones básicos ya vienen determinados en el momento de la emisión de los mismos, es preciso dar un contenido igual para todos los contratos que se celebren; por contra, en la contratación bilateral las partes pueden acordar, al amparo del principio de libertad de pactos, las condiciones que estimen oportunas. Es por ello que se pueden rastrear operaciones de derivados, tanto sobre mercancías como, incluso, financieros, desde muy antiguo. Por hacer, simplemente, una referencia al conocimiento jurisprudencial español que sobre los mismos existe, debe señalarse que ya en 1941 encontramos una Sentencia de nuestro Tribunal Supremo sobre un contrato que hoy calificaríamos como producto derivado ⁽⁷⁾, en parte financiero y en parte no.

(7) Es la Sentencia de 31 de diciembre de 1941, Sala Primera (AR. 1504), en la que se describe un contrato celebrado entre una sociedad inglesa y un empresario español para el suministro de algodón pagadero en libras esterlinas, en el que existía un pacto de atribución de ganancias y pérdidas según la evolución del precio del algodón en el mercado y otro pacto sobre fecha de conversión de unas cantidades entregadas en pesetas a libras esterlinas, cantidad depositada que operaba también como garantía. Habiendo evolucionado tanto los precios del algodón como los tipos de cambio de la peseta con respecto a la libra de forma perjudicial para el empresario español, deja éste de pagar una cantidad a la compañía inglesa, que le reclama, destinada a cubrir las pérdidas, sobre todo, de las diferencias de cambio. El empresario español, planteada la demanda, opone como excepción, entre otras, que los contratos celebrados por él con la empresa demandante carecían de eficacia por inmoralidad, al constituir un juego de azar. La demanda se estimó en la instancia y en la apelación, y el empresario español recurrió en casación reiterando los argumentos que había efectuado en la

En nuestro Derecho, todos estos contratos son válidos al amparo de lo dispuesto en el artículo 1255 del Código Civil, pudiendo las partes pactar lo que estimen oportuno en los mismos. Sin embargo, en la inmensa mayoría de los supuestos, no estaremos ante contratos de compraventa, sino de contratos atípicos regidos por los pactos entre las partes y por las normas generales sobre

primera instancia, y en la apelación, y el empresario español recurrió en casación reiterando los argumentos que había efectuado en la primera instancia, siendo desestimado el recurso. Es de destacar que en uno de los considerandos de esta Sentencia, aunque no queda totalmente claro si la Sala lo hace estrictamente propio o simplemente lo acepta como puntos sin discusión entre las partes, se manifiesta que *«son operaciones comerciales de práctica admitida y frecuente las de compraventa a plazos, denominadas de futuro, en las que el vendedor ha de entregar la mercadería y el comprador el precio fijado al concertar la operación en el tiempo convenido para consumarla, pudiéndose sustituir lícitamente ambas obligaciones, si así se ha estipulado, por la percepción o abono de la diferencia que a su vencimiento exista entre el precio de venta y adquisición y el que en el tiempo de aquél tengan las mercaderías vendidas, de manera que éstas no se entregan materialmente, ni los precios en que fueron vendidas se pagan, sino que las compras se liquidan mediante ventas y las diferencias entre sus respectivos precios constituyen la ganancia abonable a uno de los contratantes y la consiguiente pérdida que el otro ha de sufrir»*. En definitiva, se reconocen los contratos de futuro sobre mercaderías y, muy especialmente, la denominada liquidación por diferencias, elemento básico en muchos de los contratos sobre productos financieros derivados. Existen, mucho más recientes, y éstas ya relativas a auténticos contratos OTC sobre productos financieros derivados y no sobre mercaderías, dos Sentencias del Tribunal Supremo, también de la Sala Primera, aunque ambas sobre el mismo asunto de fondo, pues la primera de ellas fue anulada por el Tribunal Constitucional mediante la estimación de un recurso de amparo, planteándose de nuevo la discusión ante la misma Sala, si bien los ponentes en una y otra Sentencia fueron distintos. La primera de las Sentencias, de 19 de noviembre de 1990 (AR. 8956), decide un asunto en el que se discutía la validez de un contrato celebrado en el año 1982 entre un astillero y una sociedad que le había procurado un contrato de construcción de un buque, pagadero en dólares USA, habiendo pactado ambas partes que, en caso de que la paridad de la peseta con el dólar USA ascendiera por encima de un determinado número de pesetas, ambas partes se repartirían al 50% el exceso sobre dicha cotización. Durante un tiempo, el astillero fue pagando a su contraparte el exceso, en la medida en que el dólar fue subiendo de paridad respecto de la peseta, pero en un determinado momento dejó de pagar, y se inició un procedimiento arbitral en el cual el astillero alegó, en sustancia, que se trataba de un acuerdo sin causa o con causa ilícita, pues su contraparte estaba cobrando una cantidad de dinero sin que hubiera contraprestación o, alternativamente, estaríamos ante un juego de azar que, como tal, era ilícito y no podía dar lugar al pago de cantidad alguna. Debe también tenerse en cuenta que la contraparte del astillero se había comprometido a que, si la paridad de la peseta respecto del dólar subía, o sea, si el dólar bajaba respecto de la peseta, la hipotética pérdida también se la repartirían al 50% entre el astillero y su contraparte, si bien esto no llegó a suceder nunca durante la vida del contrato. El laudo arbitral estimó la postura del astillero, alegando la nulidad del acuerdo bien fuera por tratarse de un juego de azar, bien por tratarse de un contrato de seguro o incluso por no tener causa. El Tribunal Supremo, sin embargo, anuló el laudo arbitral indicando que nada hay de contrato de seguro ni de juego de azar, y existiendo una causa suficiente cual es el recíproco compromiso de pagar cuando las cotizaciones de la peseta con el dólar bajaran, y asimilando el contrato a los de mercados de valores, en los siguientes términos: *«(...) sin que se precise ilustrar que ese esquema contractual dentro de los parámetros de la economía moderna se inserta en la categoría novedosa de los llamados contratos sobre mercado de futuros (en los que cada parte se obliga firmemente y de antemano al momento constitutivo en asumir unos compromisos económicos cuya exacta cuantificación*

obligaciones y contratos del Código de Comercio y subsidiariamente del Código Civil. Sin embargo, para los que se negocian en mercados organizados, deben tenerse en cuenta previamente las condiciones generales de cada tipo de contratos que en cada mercado estén establecidas, así como las normas operativas, sobre todo a efectos de determinar el momento en que las partes quedan vinculadas y el modo en el que se determinarán, liquidarán y han de cumplirse sus respectivas obligaciones.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que han sido reconocidos como categoría jurídica, dentro del concepto más amplio de “Instrumentos Financieros”, junto, entre otros, a los valores negociables, entre otras normas, por la Directiva de Servicios de Inversión y por la Ley 37/98.

3. El Reglamento del Mercado

Elemento esencial en estos mercados es el llamado Reglamento del Mercado, pues constituye, conforme dispone el Real Decreto 1814/1991, y ahora también el artículo 59.7 de la Ley del Mercado de Valores, norma de ordenación y disciplina del mercado, es decir, de obligatorio cumplimiento para todos.

El Reglamento del Mercado ha sido, en todo caso, una pieza esencial en la organización y funcionamiento de los mercados de opciones y futuros financieros. En un primer momento, estos mercados se autorizaron al amparo del artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores combinando lo dispuesto en la Resolución de 21 de marzo de 1989 con el párrafo tercero del referido artículo 77. Ya entonces se preveía la existencia de un Reglamento del Mercado con funciones

dependerá de las oscilaciones que acontezcan hasta que o cuando se produzca el momento o días ad quem ejecutivo de sus consecuencias y en razón a las propias oscilaciones del mercado libre sobre el que recaiga la materia contratada tal como acontece, entre otras, en operaciones bursátiles a plazo (...)». En definitiva, declara la validez del contrato. Como se dijo, esta Sentencia dio lugar a un recurso de amparo que ordenó reponer las actuaciones al momento inmediatamente posterior a la interposición del recurso de casación; en la segunda (de fecha 22 de julio de 1995), que también anula el laudo y confirma la validez del contrato, se afirma que el contrato «tiene una causa cierta, lícita y conocida: compartir ambas interesadas los resultados, prósperos o adversos, derivados de los cambios de paridad entre el dólar y la peseta (...), es decir, una finalidad lícita y racional, cuando ninguna de las dos implicadas en el contrato estaba propicia a correr por sí sola el riesgo de una devaluación del dólar, pero tampoco se quería renunciar a los beneficios de una posible revalorización (...). Es de notar que todo el llamado mercado de futuros y el negocio bursátil reposan sobre una estructura similar (...). Otra cosa es que el contrato sea de naturaleza atípica. La asimilación del contrato con la figura de seguro es impropcedente (...). A modo de resumen, es decir que el contrato de 8 de noviembre de 1982 responde, dentro de su atipicidad, a la libertad contractual que preconiza el artículo 1255 del Código Civil y que, por consiguiente, es eficaz entre las partes, artículo 1257, contrato que cabe incluirlo dentro de la categoría de los llamados “sobre mercados futuros”, y de aquí, es de concluir que no carece de causa o que fuese incapaz de producir efectos obligacionales, pues lo contrario sería desconocer la regla pacta sunt servanda e ignorar el contenido de las disposiciones generales comprendidas en los artículos 1254 a 1258 del Código Civil (...)».

de ordenación del mismo y con un carácter de norma de obligatorio cumplimiento. Aprobado el Real Decreto 1814/1991, las Órdenes Ministeriales que autorizaron el funcionamiento de MEFF RF y MEFF RV en su configuración actual expresamente aprueban también los Reglamentos del Mercado elaborados por ambas compañías (idénticos, como ya se ha indicado).

El Reglamento del Mercado se contempla tanto en el artículo 3 del Real Decreto 1814/1991, (modificado por el Real Decreto 2590/1998), como en el artículo 59.7 de la Ley, que establece el contenido mínimo que debe tener, regulando formalmente al menos quiénes son y qué carácter tienen los distintos miembros del mercado, los derechos y obligaciones de los clientes, los aspectos de negociación y liquidación, incluyendo en definitiva la compensación, el régimen de garantías, las comisiones a devengar en favor de la Sociedad Rectora, las medidas disciplinarias y las condiciones generales, que figurarán como anexo, de todos los contratos que se negocien en el mismo.

Continúa el mismo artículo 3, en su número 5, estableciendo que *«las disposiciones contenidas en el Reglamento del Mercado tendrán, una vez recibida la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, el carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, estando obligados a su estricto cumplimiento la sociedad rectora, los miembros del mercado y los inversores participantes en el mismo»*. El mismo principio se reitera en el artículo 59.7 de la Ley. (“Estos mercados [...] se regirán por un Reglamento específico, que tendrá el carácter de norma de ordenación y disciplina del Mercado de Valores...”). En todo caso, debe hacerse notar que el Reglamento del Mercado es elaborado materialmente por la Sociedad Rectora, es decir, MEFF RF o MEFF RV, según el mercado de que se trate, pero que el mismo debe ser informado, debe entenderse que favorablemente, aunque el artículo 2 del Real Decreto 1814/1991 no es expresamente claro en este sentido, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que debe hacer una propuesta, entendiéndose también que favorable, al Ministro de Economía y Hacienda que es quien, finalmente, lo aprueba. No es Reglamento del Mercado, por tanto, hasta que no se aprueba por medio de la orden ministerial correspondiente. Cualquier modificación del Reglamento del Mercado requiere nuevo informe favorable de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y aprobación del Ministro de Economía y Hacienda, salvo modificaciones que se deriven del cumplimiento de normas legales o reglamentarias, o resoluciones judiciales o administrativas, o aquellas otras que la Comisión Nacional del Mercado de Valores considere necesario, habiendo sido consultada previamente, por su escasa relevancia, pero que, en todo caso, deben notificarse a esta Comisión Nacional en un plazo no superior a dos días hábiles desde la adopción del acuerdo de modificación.

Cabe discutir cuál es la naturaleza jurídica de este Reglamento del Mercado. Como vemos, el Real Decreto 1814/1991 lo considera norma de ordenación y disciplina, es decir, una norma básica del mercado obligatoria para todos los

que operan en el mismo. Sin embargo, no se publicaba en el Boletín Oficial del Estado el contenido exacto, sino sólo la Orden Ministerial de aprobación, en la que expresamente se hace referencia a esta aprobación pero no se refleja el articulado del mismo. El Reglamento del Mercado, en la configuración que le da el Real Decreto 1814/1991, no es una norma puramente contractual, no se trata de condiciones generales. Tampoco se trata de una norma plenamente reglamentaria, en la medida en que no se habría seguido el procedimiento de elaboración de reglamentos establecido en la normativa correspondiente. Estamos ante un supuesto de una cierta descentralización administrativa de competencias en las que, otorgadas en favor del Gobierno por la Ley del Mercado de Valores, éste delega en el Ministro de Economía y Hacienda, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en cuanto a la mera redacción material, pues su obligatoriedad no nace sino hasta que la Orden Ministerial lo aprueba, en las Sociedades Rectoras ⁽⁸⁾. En cualquier caso, es cierto que no es fácil determinar cuál es la naturaleza del Reglamento del Mercado. Sin embargo, la doctrina viene a concluir que estamos ante normas reglamentarias aunque de un tipo especial ⁽⁹⁾. Esta conclusión se refuerza por lo dispuesto ahora en la nueva redacción del artículo 59.7 de la Ley del Mercado de Valores, introducida por la Ley 37/98, ya que, además de reiterar el carácter de norma de ordenación y disciplina del mercado de estos Reglamentos, se ordena la publicación de su contenido íntegro en el Boletín Oficial del Estado.

Los mercados MEFF, que, como se indicó, son idénticos en cuanto a su organización y funcionamiento, así como en las normas esenciales relativas a la disciplina de los mismos, es decir, el Reglamento del Mercado, difieren en cuanto a los contratos que se negocian en uno y otro, de tal manera que las normas de desarrollo del Reglamento, en forma de circulares, que no son sino decisiones de las respectivas Rectoras para la mejor organización de la contratación, liquidación y compensación, son también distintas, aunque en algunos casos coinciden.

4. Tipos de instrumentos subyacentes y contratos

En MEFF RF se negocian productos financieros derivados de renta fija; es decir, se negocian contratos cuyo subyacente es un valor o un elemento cuya cuantificación económica se logra a través de cálculos efectuados sobre la base de tipos de interés, sea de forma directa o indirecta. En MEFF RV, por el contrario, los subyacentes son valores de renta variable, es decir, acciones, o elemen-

⁽⁸⁾ Véase J. R. DEL CAÑO PALOP, "Normativa reguladora de los mercados de productos financieros derivados", en *Los mercados españoles: ...*, op. cit., págs. 147 y ss.; también, mi trabajo "Reglamento del Mercado de Futuros y Opciones Financieras", Boletín de Estudios Económicos, Universidad Comercial de Deusto, nº 147/1992, especialmente las páginas 314 a 316.

⁽⁹⁾ J.R. DEL CAÑO PALOP, op. cit., pág. 152.

tos cuya cuantificación económica está fundamentada, directa o indirectamente, en la valoración de mercado de acciones o índices sobre acciones.

Sin embargo, en ambos mercados se negocian los mismos tipos de contratos: opciones y futuros. Es verdad que no todas las opciones son iguales ni todos los futuros son la misma cosa. Ni económicamente ni en cuanto a su configuración jurídica. Así, hay opciones que auténticamente responden a lo que jurídicamente es una opción, es decir, la adquisición de un derecho, en este caso, a comprar o vender un valor de renta fija o de renta variable. Otras, sin embargo, no dan derecho a comprar o vender nada, ni siquiera a ejercitar el derecho, pues éste se ejercita automáticamente. Por tanto, se denominan opciones porque, desde un punto de vista económico (y, a veces, ni esto, sino por simple facilidad conceptual), la configuración que tienen es ésta, pero jurídicamente no pueden calificarse como tales. Así sucede, por ejemplo, con todas las opciones que han de liquidarse necesariamente por diferencias. En estos casos, nadie quiere, ni puede, ejercitar un derecho a comprar o un derecho a vender, aunque se denominen opciones de compra o de venta, ni, en muchos casos, cabe la decisión de si se ejercita la opción o no, sino que, en caso de que el tenedor de la opción gane, por diferencias entre el valor dado a la misma en caso de ejercicio y el valor real del mercado del subyacente de que se trate, ésta se ejercita de forma automática, y no se puede, de hecho, ejercitar en caso contrario. Lo mismo ocurre con los futuros; se intentan formular como compraventas a plazo, pero unos lo son auténticamente, y su resultado es efectivamente el comprar y vender valores, pero en otros casos, de nuevo en todos aquellos en los que la liquidación es estrictamente por diferencias, no hay voluntad tampoco de comprar ni de vender⁽¹⁰⁾. Así pues,

(10) En este sentido, es muy clara, aunque referida a mercancías, la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea en el caso *Alpine Investments B.V.*, de 10 de mayo de 1995, en la que expresamente se dice: «*Las partes de un contrato de futuro sobre mercancías se comprometen a comprar o a vender una cierta cantidad de mercancía de una calidad determinada a un precio y a una fecha fijados en el momento de la celebración del contrato. Sin embargo, no tienen la intención de entregar o de hacerse cargo efectivamente de la entrega de las mercancías, sino que sólo contratan esperando poder beneficiarse de las fluctuaciones de precios entre el momento de la celebración del contrato y el mes de la entrega, lo que puede hacerse efectuando en el mercado de futuros, antes del inicio del mes de entrega, la operación inversa a la primera transacción*». Sin embargo, incluso en estos supuestos, si no se cierra la posición con un contrato de signo contrario, efectivamente puede llegar a efectuarse la compraventa. No obstante, en los mercados de futuros financieros, en muchas ocasiones, esta posibilidad no existe nunca, porque, además de que las partes no quieren de verdad comprar ni vender, en algunos casos es imposible: pensemos en los futuros sobre índices bursátiles, en los que no podría materializarse de verdad la compra (salvo por sustitución, mediante la entrega de valores que fueran equivalentes a la composición del índice, pero nunca podría comprarse el índice como tal porque, en realidad, no es más que un cálculo económico y no un bien o derecho cuya propiedad pueda trasladarse).

aunque se hable de opciones y futuros, en realidad hay una pluralidad de opciones y una pluralidad de futuros, que no tienen todos ellos el mismo régimen jurídico, si bien las líneas generales de todos los contratos de opción y de todos los contratos de futuro sí son parecidas.

En MEFF RF se negocian opciones y futuros sobre bonos nacionales de deuda pública, tanto españoles como en combinación con otros extranjeros del ámbito del Euro (los llamados contratos DENS) que pueden liquidarse por entregas, es decir, pueden dar lugar a auténticas compraventas. Pero también se negocian opciones y futuros sobre tipos de interés basados en el tipo de interés interbancario del mercado de Madrid (MIBOR), que necesariamente se liquidan por diferencias, ya que el MIBOR como tal no es entregable (aunque existe una cierta ficción de que lo que se negocian son depósitos a plazo que devengan tipo de interés en base al del referido mercado interbancario, pero en realidad ni en forma de depósito ni de certificado de depósitos se pueden comprar o vender los mismos) si bien estos contratos están en vías de desaparición (de hecho, no existen series nuevas), siendo sustituidos por otros sobre el EURIBOR en combinación con el mercado equivalente francés (MATIF). También se negocian unos contratos sobre productos financieros estructurados que se denominan DIF, que son contratos más complejos que, también necesariamente, se liquidan por diferencias, pues su subyacente es, en sustancia, la diferencia de tipos de interés de la deuda pública de distintos países. Históricamente se negociaron contratos cuyo subyacente eran los tipos de cambio que, por el momento, se han abandonado.

En MEFF RV se negocian opciones y futuros sobre un índice bursátil (el IBEX-35), que se liquidan necesariamente por diferencias, y opciones sobre acciones individuales, las más líquidas que componen el referido índice, que sí se liquidan por entregas, es decir, dan lugar a auténticas compraventas en caso de ejercicio.

Todas las opciones, como se dijo, sean o no liquidables por entregas, es decir, den lugar a auténticos contratos de compraventa, pueden ser, en la configuración del mercado, opciones de compra o de venta, es decir, pueden dar el derecho a comprar o a vender el subyacente de la opción de que se trate. En definitiva, en aquellas que se liquidan por diferencias no dan el referido derecho a comprar ni a vender, sino simplemente el tenedor de la opción, cuando es una opción de compra, tiene derecho a que le paguen la diferencia entre el valor fijado como de ejercicio de la opción y el valor de mercado en los supuestos en que este valor de ejercicio es inferior al de mercado, ocurriendo lo contrario en las llamadas opciones de venta. Cuando se trata de auténticas opciones de compra y de venta, su ejercicio dará lugar a una compraventa bursátil o en otro mercado secundario oficial (por ejemplo, el de deuda pública anotada). A su

vez, según la fecha de ejercicio, las opciones pueden ser europeas (cuando tienen una única fecha de ejercicio) o americanas (cuando se pueden ejercitar cualquier día dentro de un determinado período).

Los contratos de futuros son, a su vez, de dos tipos, las auténticas compraventas a plazo, que suponen la celebración de un contrato de compraventa en la fecha de contratación del futuro y su liquidación, es decir, la entrega de los valores contra el pago del precio, en una fecha futura, y aquellos otros que se liquidan por diferencias, en los cuales el comprador o el vendedor tendrán obligación de pagar según cuál sea el valor de mercado en la fecha de liquidación del contrato y el valor pactado como de liquidación de la compraventa de futuro, que no lo es tal, pues nada se compra ni se vende en los mismos, como se ha dicho. El comprador resultará pagador, en caso de que el precio de mercado sea inferior al precio del contrato; el vendedor será quien tenga que pagar cuando el precio de mercado sea superior al precio del futuro. Sin embargo, en los futuros existen obligaciones adicionales, específicamente la denominada “liquidación diaria de pérdidas y ganancias”, que supone que cada día se compara el precio de mercado con el precio de futuro y el precio de mercado del día inmediatamente anterior para determinar una liquidación que correrá a cargo del comprador o del vendedor según el precio del día sea superior o inferior al del día anterior, siempre, además, por referencia al precio del contrato de futuro. Las comparaciones, en muchos casos, no se hacen sobre el precio de contado sino sobre los propios precios de futuro que se hayan cotizado en el mercado cada día.

Tanto para las opciones como para los futuros existen obligaciones adicionales, cuales son las de constitución y mantenimiento de unas garantías que se calculan por la Sociedad Rectora tomando en consideración el conjunto de las posiciones de cada uno de los inversores en el mercado, compensándolas todas ellas y teniendo en cuenta el máximo riesgo de pérdida que, de la previsible oscilación de la valoración de unas y otras, pueda atribuírseles. La falta de constitución de estas garantías puede implicar el cierre de todas las posiciones del inversor incumplidor, mediante operaciones contrarias, y la ejecución de las garantías ya constituidas por cada inversor.

5. Los Miembros del mercado

Como en todos los mercados secundarios oficiales españoles, la contratación no puede hacerse directamente por los inversores, si no son miembros del mercado. Los miembros del mercado sí pueden actuar tanto en nombre propio como en nombre de sus clientes, en el primer caso convirtiéndose en inversores ellos mismos y en el segundo actuando simplemente como comisionistas sujetos a la regulación contenida en el Real Decreto 1814/1991 (aunque la determina-

ción de quiénes pueden ser miembros viene inicialmente establecida en el artículo 59.3 en relación con el 37 de la Ley del Mercado de Valores, en su nueva redacción) y en el Reglamento del Mercado, además de en todas las demás normas que inciden sobre quienes actúan como intermediarios en los mercados de valores, especialmente la propia Ley del Mercado de Valores, en lo que se refiere a códigos de conducta y normas de actuación, y las normas de desarrollo de la misma en esta materia, muy significativamente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de Actuación de los Mercados de Valores y Registros Obligatorios, y normas que a su vez desarrollan este Real Decreto.

Los miembros en MEFF RF y MEFF RV no son necesariamente coincidentes, y el ser miembro de uno de los mercados no significa serlo del otro, aunque en muchos casos los miembros lo son de ambos, pero la cualidad de miembro es de cada uno de los mercados separadamente. Pueden ser de varios tipos: los miembros negociadores, que sólo negocian, es decir, transmiten órdenes al mercado, pero tanto por cuenta propia como por cuenta de clientes (es decir, su posición no es equivalente a la de las agencias de valores, que no pueden actuar como inversores de forma directa); los miembros liquidadores, que negocian, pero también compensan y liquidan, es decir, además de transmitir órdenes al mercado, hacen cobros y pagos; los miembros liquidadores custodios hacen todo lo que un miembro liquidador puede hacer, pero además gestionan garantías por cuenta de la Sociedad Rectora, pudiendo limitar su actuación a esta última gestión de garantías exclusivamente, en cuyo caso se denominan miembros liquidadores custodios no negociadores; por último, los miembros negociadores o los liquidadores y liquidadores custodios pueden actuar en un carácter adicional que es el de creadores de mercado, es decir, pueden asumir una obligación especial de, por cuenta propia, cotizar, es decir, transmitir órdenes de compra y de venta al mercado, respecto de ciertos contratos, bien sea de forma continuada, bien sea en unos determinados momentos, aunque lo normal es que sea de forma continuada en el tiempo mientras mantengan dicha caracterización. No hay más miembros en los mercados; junto a éstos están los clientes, que son los inversores finales que no asumen la condición de miembro del mercado. Clientes pueden ser todo tipo de personas físicas o jurídicas, residentes en España o en el extranjero, salvo que por su estatuto personal tengan limitada su capacidad de invertir en productos financieros derivados. A la vista de lo dispuesto en los artículos 31.5 y 37 de la Ley del Mercado de Valores, podrían incorporarse nuevas categorías de miembros a estos mercados.

6. La negociación y las garantías

Los contratos se negocian normalmente en forma electrónica ⁽¹¹⁾; algunos se negocian telefónicamente ⁽¹²⁾, pero de inmediato se incluyen las cotizaciones efectuadas en la realización de los contratos en registros informáticos, pues sólo cuando se han registrado informáticamente por la Sociedad Rectora es cuando se entienden celebrados. En este sentido, la operativa de los mercados de productos financieros derivados en España es distinta de la de los mercados de valores tradicionales. Las partes que inician la negociación de los contratos y que posibilitan la celebración de los mismos al llegar a un acuerdo de voluntades, no se convierten, sin embargo, en contrapartes contractuales. La Sociedad Rectora se interpone siempre entre ellos ⁽¹³⁾. De esta manera, la Sociedad Rectora se convierte en contraparte de todos y cada uno de los inversores, sean clientes finales o miembros del mercado que actúen por su cuenta. Así, se evita el riesgo de contrapartida, es decir, de que la contraparte, que en principio se desconoce quién es, pueda ser insolvente, y se limita la responsabilidad de los miembros cuando actúan por cuenta de sus clientes. De aquí la necesidad del sistema de garantías que se ha esbozado más arriba, es decir, de la obligación de constituir una garantía en la primera fecha que se celebra un contrato en el mercado y de adecuar esta garantía diariamente según la evolución de los riesgos de esa posición y de todas las demás que se hayan podido adquirir por la celebración de otros contratos, en el desarrollo normal de la cotización del mercado. Pero, además, eso obliga a que la Sociedad Rectora exija garantías especiales, normalmente en forma de prenda de valores, a los miembros del mercado, y que éstos asuman una cierta responsabilidad respecto de sus clientes, en el sentido de controlar que constituyen la garantía inicial y los ajustes diarios, respondiendo frente a la Sociedad Rectora de los ajustes de la sesión anterior, aunque no después de la misma. También la Sociedad Rectora tiene la

(11) La validez y efectos de la contratación electrónica, además de por fax y télex, han sido reconocidos por nuestro Tribunal Supremo en Sentencias de 31 de mayo de 1993 (AR. 4061) y 30 de julio de 1996 (AR. 6079). Véase con carácter general, Antonio Rodríguez Adrados, *El Documento Negocial formático*, Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, Madrid, 1998, págs. 435 y ss. y Fernando AZOFRA VEGAS, *La Contratación Electrónica Bancaria*, RDBB, nº 68, oct-dic 1997, págs. 1066 y ss.

(12) Forma de contratación válida, entre presentes, según Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de enero de 1948 (AR. 11).

(13) En nuestro Derecho, esto es obligatorio por virtud de lo dispuesto en el número 2 del artículo 7 del Real Decreto 1814/1991. Ahora, conforme a lo dispuesto en el artículo 59.2 de la Ley del Mercado de Valores, podría simplemente asegurar la contrapartida por medio de otra entidad, previa autorización del Ministro de Economía y Hacienda. Para la caracterización de lo que es un contrato de opción y un contrato de futuro, puede verse lo dispuesto en el número 2 del artículo 1 de este mismo Real Decreto.

facultad de exigir garantías extraordinarias cuando se producen movimientos bruscos en las cotizaciones del mercado, y existen normas en el Reglamento del Mercado para evitar la concentración de riesgos, limitando las posiciones que pueden tener un miembro y sus clientes a un cierto porcentaje de los recursos propios del miembro en cuestión.

Los distintos contratos se extinguen, normalmente, al llegar su fecha de vencimiento mediante la liquidación que proceda, o la no liquidación en el caso de las opciones cuando el precio de mercado resulta ser superior o inferior al de la opción, según la opción sea de compra o de venta, pues en este caso no cabe ejercicio. Pero se puede también extinguir por una vía especial, que es la celebración de un contrato idéntico pero en el que el inversor adopte la posición contraria, es decir, en el futuro en el que se era comprador se celebra un contrato en el que se es vendedor o en la opción en la que se era concedente se pasa a ser tomador, siempre tratándose del mismo futuro o de la misma opción. De esta manera, los derechos y obligaciones que se tendrían frente a la Sociedad Rectora, que no olvidemos que es la contraparte en todos los contratos, serían idénticos, por lo que se extinguen en una especie de compensación anticipada prevista expresamente en el Reglamento del Mercado. Esto permite limitar las pérdidas o realizar las ganancias, pues si se compró una opción de compra en la que se pagó una determinada prima y la evolución de la cotización de esa opción es favorable para el tenedor, podrá vender una opción igual, y si la prima que recibe es superior a la que pagó, habrá efectuado una ganancia, o, en caso contrario, puede limitar la pérdida al recibir en cualquier caso una prima aunque sea inferior a la que pagó. En los futuros ocurre igual, pues aunque no hay liquidación en el momento de celebrar un futuro de signo contrario, como ha habido una liquidación diaria de pérdidas y ganancias, si la suma de las liquidaciones diarias da una pérdida habrá liquidado la posición con beneficio, sin esperar al vencimiento, o habrá limitado la pérdida a lo que ya haya pagado, sin esperar a la liquidación final, que le produciría una pérdida mayor.

Como todo el mercado pivota alrededor del régimen de garantías, pues en caso de incumplimientos generalizados la Sociedad Rectora podría ejecutar todas ellas, además de tener unos fondos propios relativamente elevados ⁽¹⁴⁾, existen algunas normas especiales de protección respecto de la validez y ejecución de estas garantías. En este sentido, en la Disposición Adicional Séptima, número 1, de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de Adaptación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, ya se establecía que las Sociedades Rectoras de los mercados secundarios oficiales de opciones y futuros tenían un derecho absoluto de separación respecto de los valores y efectivo en que se materia-

(14) El Real Decreto 1814/1991 exige unos recursos propios mínimos en todo momento de 1.500 millones de pesetas (artículo 10).

licen las garantías constituidas en relación a las operaciones del mercado, en caso de que aquéllos se vieran sometidos a un procedimiento concursal, siendo la propia constitución o afectación de los valores y efectivos como garantía sólo impugnabile, respecto de lo establecido en el párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción específica ejercitada por los síndicos de la quiebra, que tendrán que demostrar la existencia de fraude en la constitución o afectación de dichos valores y efectivo. Esta norma ha sido sustituida por lo dispuesto en el artículo 59.9 de la Ley del Mercado de Valores en su nueva redacción, pero conteniendo previsiones idénticas.

Además, en el nuevo artículo 59.8 se recoge, en idénticos términos, una previsión ya reflejada en el artículo 17.3 del Real Decreto 1814/1991, aunque aquí con insuficiente rango normativo, por virtud de la cual se otorga una preferencia absoluta a las sociedades rectoras sobre las garantías constituidas a su favor respecto de operaciones en el mercado, con lo que se aseguran frente a pretensiones de mejor derecho de posibles terceros acreedores.

Finalmente, la Disposición Adicional Sexta de la Ley 37/98 ha venido a establecer un sistema novedoso en cuanto a la constitución de prendas sobre valores negociados representados por anotaciones y la ejecución de garantías cuando se constituyen a favor de algún mercado secundario o sus sistemas de compensación y liquidación o en garantía del cumplimiento de las obligaciones contraídas por operaciones celebradas en los mismos. Pueden ahora constituirse las prendas por documento privado o mera manifestación del titular, aun efectuada por medios telemáticos, surtiendo efectos frente a terceros desde la inscripción en el registro de la entidad encargada. Respecto de la ejecución, podrá efectuarse, si se trata de prendas, por el procedimiento especial de los artículos 322 a 324 del Código de Comercio, pero exhibiendo sólo la documentación que exija el Reglamento del Mercado (aunque debe entenderse que siguiendo los requisitos exigidos constitucionalmente para supuestos similares). Las ejecuciones de las garantías que no tengan previsto legalmente un procedimiento especial se harán por subasta notarial, sólo interrumpible por mandato judicial en el que se exige al juez que imponga caución suficiente al solicitante de la interrupción; se aclara expresamente que, en caso de estar las garantías materializadas en depósitos en efectivo, se ejecutarán por compensación.

III. FUTUROS Y OPCIONES SOBRE MERCANCÍAS

Ya se ha indicado más arriba que fueron los mercados de futuros sobre mercaderías los primeros mercados de futuros que existieron en el mundo (en su versión moderna, ya desde la segunda mitad del siglo XIX); sin embargo, en España han sido los últimos en constituirse, haciéndolo al amparo del Real Decreto 695/1995, de 28 de abril, que introdujo un Capítulo V dentro del Real

Decreto 1814/1991, dando lugar a la autorización, por medio de Orden de 14 de julio de 1995, del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos cuya rectora es FC&M, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos, S.A. (“FC&M”), con el carácter de mercado secundario oficial. Si respecto de los mercados de futuros y opciones financieros la habilitación de la Ley del Mercado de Valores podría parecer relativamente dudosa, pues lo que en los mismos se negocia no son, como se dijo, valores, en muchos casos ni siquiera como instrumento subyacente de los contratos allí negociados, en el caso de los futuros y opciones sobre cítricos esto es aún más evidente. Sin embargo, no cabe duda de que se trata de mercados de carácter financiero, aun relacionados con mercaderías, y que no existe en nuestro Derecho otra norma donde tengan mejor encaje que, precisamente, la Ley del Mercado de Valores. En la nueva redacción que se da al artículo 31 de la Ley del Mercado de Valores se reconoce, de forma paladina, tanto a aquellos mercados de futuros y opciones con activo subyacente financiero como no financiero como mercados secundarios oficiales de valores, por lo que el mercado regido por FC&M sería, de aprobarse el Proyecto de Ley, un mercado que legalmente (hasta ahora lo era reglamentariamente, igual que los mercados regidos por MEFF RF y MEFF RV) se reconoce como secundario y oficial de valores. En cualquier caso, el grueso de su normativa se encuentra en el artículo 59 de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1814/1991, modificado como se dijo ⁽¹⁵⁾; además, también existe en estos mercados un Reglamento con el mismo carácter de norma de ordenación y disciplina del mercado ⁽¹⁶⁾. En general, el régimen del mercado de futuros y opciones sobre cítricos es muy similar al régimen de los mercados de futuros y opciones financieros, con las modificaciones imprescindibles derivadas de la naturaleza del subyacente, que no se trata aquí de un valor o de una fórmula para el cálculo de una valoración económica tomando como base valores o índices de valores o fórmulas que implican valores que se cotizan en mercados organizados, sino mercaderías, en las que, además, la valoración económica en el mercado subyacente es más difícil.

Los tipos de contratos que se negocian en este mercado también son opciones y futuros, con un contenido similar a los de MEFF, interponiéndose siempre de igual forma la Sociedad Rectora ⁽¹⁷⁾.

(15) Puede verse un análisis sobre la gestación de estos mercados y de su regulación en el trabajo de Vicente CUÑAT EDO, “Mercados de derivados no financieros, su régimen jurídico”, en *Productos financieros derivados y mercados organizados*, obra dirigida por E. Díaz y P. Larraga, Civitas, 1997, págs. 113 y ss.

(16) Artículo 22 del Real Decreto 1814/1991, modificado.

(17) Véase el artículo 20.2 del Real Decreto 1814/1991.

La Sociedad Rectora tiene asimismo obligaciones y funciones similares a las de los mercados de futuros y opciones financieros, si bien los recursos propios mínimos que se le exigen son inferiores, bastando mil millones de pesetas.

También los miembros son iguales, y con las mismas capacidad y obligaciones que en los mercados de futuros y opciones financieros, siendo el régimen de garantías muy parecido. Los tipos de contratos también son opciones y futuros, que se liquidan, hoy por hoy, por entregas aunque cabe su liquidación por diferencias cuando hay imposibilidad de la entrega. En este sentido, deben considerarse auténticas opciones de compra y de venta y auténticos contratos a plazo. De momento, los subyacentes son futuros sobre naranja Valencia-Late y sobre naranja Navel-Navelina y mandarinas, sin que se negocien, por ahora, opciones sobre ningún subyacente. Se pretende iniciar la negociación de derivados sobre electricidad.

Por último, también le era de aplicación lo dispuesto en la Disposición Adicional Séptima de la Ley 3/1994 y hoy en el artículo 59.9 de la Ley del Mercado de Valores, citados al tratar de los mercados de futuros y opciones financieros, por cuanto la misma se refiere a las Sociedades Rectoras de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones, sin indicar que su subyacente deba ser o no financiero, por lo que deben entenderse incluidos ambos. Sin embargo, y a pesar de que la Ley del Mercado de Valores considera a los mercados de futuros y opciones sobre mercaderías como mercados secundarios oficiales, debe tenerse en cuenta que no está claro si la Directiva 93/22/CEE de Servicios de Inversión incluye o no a los mercados organizados sobre mercaderías dentro de la definición de servicios de inversión ⁽¹⁸⁾.

IV. MERCADO AIAF DE RENTA FIJA

El mercado AIAF de renta fija (“Mercado AIAF”) era, hasta hoy, el único mercado secundario organizado no oficial, creado al amparo del último párrafo del artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores. Sin embargo, tras la entrada

⁽¹⁸⁾ El Anexo B de la Directiva no incluye los derivados sobre mercancías, pero luego sólo excluye, dentro de la definición de servicios de inversión, a la negociación sobre materias primas, pero no a los derivados más o menos financieros sobre éstas; el propio Tribunal de Justicia no parece tener claro si quedan incluidos o no dentro del ámbito de la referida Directiva los servicios financieros que se relacionen con los mercados organizados de futuros y opciones sobre mercaderías, como puede verse en la Sentencia, ya citada, del caso *Alpine Investments B.V.*, en la que expresamente se dice que «(...) *debe observarse que, aun suponiendo que fuera aplicable a las transacciones en los mercados de futuro sobre mercancías, la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (...)*», de donde parece querer decir que, en el mejor de los casos, no está claro que estén incluidos dentro del ámbito de aplicación de dicha Directiva.

en vigor de la Ley 37/98 debe entenderse que este mercado se ha convertido en un mercado secundario oficial.

El Mercado AIAF se creó por medio de Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de agosto de 1991, como mercado promovido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, estableciéndose que su funcionamiento se ajustaría a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento del Mercado AIAF de Renta Fija y en el Reglamento del Segmento de Bonos Matador, ambos preparados por el propio Mercado AIAF.

En el número tercero de la Orden Ministerial citada se contenían las reglas de funcionamiento de este mercado, con carácter general, estableciéndose que el control y supervisión del mismo correspondía a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cual debía tramitar las modificaciones a los estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y de los Reglamentos arriba indicados, para su aprobación por el Ministerio de Economía y Hacienda, que retuvo las competencias en esta materia. Asimismo, debía conocer, pero no aprobar, los cambios que se produjeran en la comisión directiva de la referida Asociación de Intermediarios, así como aprobar modificaciones sustantivas en el funcionamiento del mercado y establecer las informaciones periódicas que sobre el funcionamiento y desarrollo del mercado debían remitirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores; y se confería al Mercado AIAF el carácter de mercado español organizado de funcionamiento regular, a efectos de materialización del activo de las sociedades y fondos de inversión.

El Reglamento del Mercado se modificó con posterioridad a través de Orden Ministerial de 11 de mayo de 1993 y, finalmente, sufrió una transformación en su régimen por medio de Orden Ministerial de 27 de julio de 1995, en la que se aprueban nuevas modificaciones del Reglamento del Mercado, al constituirse una entidad, “AIAF, Mercado de Renta Fija, S.A.” que pasa a ser la entidad rectora del mercado, quedando éste denominado en adelante “AIAF, Mercado de Renta Fija” (“AIAF”); se modifica el régimen que había establecido la Orden de agosto de 1991, en el sentido de encomendar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que sigue encargada del control y la supervisión del referido mercado, las facultades de tramitar cualquier adición o modificación de los estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, de la propiedad sociedad rectora del mercado y del Reglamento del mismo (entre tanto, debe entenderse desaparecido el Reglamento del Segmento de Bonos Matador, para fusionarse toda la normativa en un único Reglamento del Mercado), si bien la aprobación de cualquier modificación sigue quedando en manos del Ministro de Economía y Hacienda. También tiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores que conocer no sólo los cambios en la comisión directiva de la referida Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, sino también en el Consejo de Administración de la sociedad rectora y en el propio accionariado de la misma, así como en quienes ocupen la Dirección

General y la Secretaría General de la propia rectora. Corresponde también a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la facultad de conocer quiénes son los miembros del mercado en cada momento, aprobar modificaciones sustantivas en el desarrollo y prestación de los servicios relacionados con la compensación y liquidación de valores llevadas a cabo por AIAF y recibir las informaciones periódicas regulares que estime pertinentes sobre el desarrollo y funcionamiento del mercado. Finalmente, la Orden de 9 de noviembre de 1996, también del Ministerio de Economía y Hacienda, aprueba modificaciones en los estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y en los estatutos de la propia sociedad rectora.

No son ya, respecto del mercado regido por AIAF, normas de ordenación y disciplina del mercado las contenidas en el Reglamento del mismo (al menos por el momento, pues la Ley del Mercado de Valores no hace referencia alguna a esta categorización y aún están pendientes los desarrollos reglamentarios de la misma, donde quizá se le atribuya este carácter). En este sentido, deben caracterizarse exclusivamente como condiciones generales de los contratos que las partes asumen de forma expresa al adquirir la condición de miembros del mercado; pero, como digo, deben considerarse meras normas contractuales, aunque sujetas a control de la Administración.

Junto al Reglamento del Mercado, existen normas interpretativas o de aplicación del mismo que dicta la propia AIAF, como sociedad rectora, en ejercicio de las funciones que el propio Reglamento del Mercado le atribuye. De éstas, es importante la Circular que aprueba el Manual de Procedimientos de la entidad encargada del sistema de compensación y liquidación de valores ⁽¹⁹⁾. Este Manual de Procedimientos es, en cuanto a su contenido, prácticamente otra norma reglamentaria, aunque no adopte la forma de tal ni sea siquiera elaborada por AIAF sino por la entidad que realiza las funciones de liquidación y compensación. Porque debe hacerse notar que en este mercado se adopta una división de funciones entre las de negociación, que lleva a cabo AIAF, en cuanto a registro de operaciones efectuadas, y las de compensación y liquidación, que se llevan a cabo, en la actualidad, por Espaclear, Sistemas de Compensación de Activos Financieros, S.A., A.V., agencia de valores cuyo capital pertenece íntegramente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A., entidad encargada, como sabemos, de las operaciones de liquidación y compensación relativas al Sistema de Interconexión Bursátil (y de aquellos otros mercados de valores que puedan acordar con él la realización de dicha función) ⁽²⁰⁾. El contenido del Reglamento del Mercado AIAF es, sin embargo, similar, aunque, por la menor

(19) Circular 7/1997, de 22 de octubre.

(20) Circular 1/1997, de 29 de abril.

normalización y regulación previa (no hay norma equivalente al Real Decreto 1814/1991) algo más específico y detallado que los Reglamentos del Mercado de MEFF RV, MEFF RF y FC&M.

Así, se regulan las clases de valores que pueden negociarse, incluyendo cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, obligaciones con y sin garantía, incluso las subordinadas, así como bonos en las mismas condiciones, y emisiones de bonos en pesetas emitidos por no residentes, los llamados “bonos matador”; también, respecto de fondos de titulización, los bonos de titulización que los mismos puedan emitir, pagarés de empresa y *warrants*, salvo los que recaigan sobre acciones o valores convertibles en acciones, o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción (por estar reservada su negociación a las bolsas de valores, conforme al artículo 46 de la Ley del Mercado de Valores).

También se regulan las distintas clases de miembros, diferenciándose entre los llamados “miembros en general” y los “miembros especializados”, pudiendo ser estos últimos en relación con los sistemas de mediadores-*brokers* especializados y en la modalidad de bonos matador. Los miembros especializados realizan algunas funciones similares a las de los creadores de mercado en los demás mercados que venimos considerando, obligándose los que negocian en la modalidad de sistemas de mediadores-*brokers* especializados a cotizar y negociar en dicho sistema y los de negociación de bonos matador a cotizar y negociar en dicho segmento o modalidad del mercado.

Los miembros generales son los que pueden negociar en todos los segmentos del mercado, pero sin obligación específica de efectuar cotizaciones. Pueden cotizar y cruzar operaciones con otros miembros, directamente o a través de mediadores-*brokers*, o con sus clientes, así como en el sistema normalizado. Los miembros especializados están obligados, como se dijo, a cotizar obligatoriamente para un mínimo de emisiones, pero no directamente sino a través de los mediadores-*brokers* especializados, cuando se trata de miembros que se han comprometido a actuar en esta modalidad de negociación. Sin embargo, los miembros especializados en la modalidad de bonos matador cotizarán directamente. Los específicos compromisos de cotización están establecidos en el propio Reglamento del Mercado y en las normas de desarrollo del mismo para cada tipo de valor y de miembro especializado.

Otro tipo de miembros especiales son los llamados mediadores-*brokers*, que pueden ser a su vez mediadores-*brokers* en general y mediadores-*brokers* especializados. Los mediadores-*brokers* sólo pueden actuar por cuenta de los miembros del mercado.

El procedimiento general o sistema normalizado de contratación consiste en la difusión de precios a través de pantallas electrónicas, si bien las ofertas de

compra o de venta se hacen telefónicamente ⁽²¹⁾, en principio de forma no vinculante, ya sea directamente a otro miembro ya sea a través de un *mediador-broker*. Recibida la oferta, la misma también se puede aceptar telefónicamente, si bien deberá confirmarse por escrito, ya sea por télex o fax, en el mismo día de la contratación; las conversaciones quedan grabadas. Debe entenderse que el contrato se ha celebrado desde que hay acuerdo telefónico, siendo la confirmación escrita mero elemento de prueba y de confirmación de que no existen errores.

Todos los miembros, en este sistema de contratación normalizada, tienen obligación de, hasta un cierto importe máximo acumulado, dar contrapartida, es decir, liquidez al mercado ofertando precios en relación a los valores de sus propios clientes que coticen en el mercado, hasta esos importe máximos que establece el Reglamento (en la actualidad, veinticinco millones de pesetas). Los precios de contrapartida son los que fijan libremente los propios miembros, que pueden difundirlos públicamente. También se pueden difundir precios en firme, en forma de oferta pública de compra o de venta de los mismos, a través del sistema normalizado de cotización, o por cualquier medio que estimen oportuno. Las cotizaciones que deben realizar los medios especializados en su forma de contratación es igual, pero en cuanto al contenido de las ofertas mismas es diferente, teniendo que ser, en todo caso, ofertas en firme, y, opcionalmente, pudiendo evitarse la contratación telefónica y sustituirse por la contratación electrónica directamente por medio de órdenes introducidas a través de la terminal de ordenador.

La compensación y liquidación de los valores representados mediante anotaciones en cuenta no se lleva a cabo por Espaclear, sino por el propio Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A., con sometimiento a lo dispuesto en los artículos 47 a 54 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero.

Se regula en el Reglamento del Mercado un sistema de quejas y reclamaciones así como un procedimiento arbitral muy detallado, obligatorio y que debe entenderse que es en equidad.

En cuanto a los tipos de contratos que se pueden celebrar son básicamente la compraventa simple al contado, la compraventa simple a plazo, es decir, un contrato de compraventa en que en una fecha se acuerdan los términos del contrato para que se liquiden en una fecha posterior (al menos, en su regulación actual, al quinto día hábil siguiente al de contratación), y la compraventa simultánea, es decir, una doble compraventa en sentido contrario, en la que quien aparece como comprador en una de ellas es vendedor en la otra y viceversa,

(21) Sobre contratación electrónica y telefónica, véase lo indicado al tratar el tema respecto de la negociación en MEFF RV y RF.

siendo fechas de liquidación distintas las de ambas compraventas aunque la de contratación sea la misma. Debe entenderse, en todo caso, que las compraventas que se realizan en AIAF son compraventas que se liquidan siempre por entregas, es decir, mediante transferencia de las anotaciones en cuenta o entrega física de los títulos, según estén representados los valores, contra pago del precio en efectivo.

Es por eso que son importantes las operaciones de compensación y liquidación. Las que se llevan a cabo por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se hacen conforme a su normativa general; las que se llevan a cabo por Espaclear se hacen conforme al procedimiento del sistema de compensación y liquidación a que se ha hecho referencia más arriba y que, en términos generales, se asemeja al procedimiento general que se sigue por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

V. VALORACIÓN FINAL

Si bien la Ley del Mercado de Valores no previó la existencia de mercados especializados en derivados financieros y no financieros o en un mercado más ágil que las propias bolsas de valores y destinado más bien a la negociación de valores especiales en los que quienes invierten son fundamentalmente profesionales o lo que se ha dado en llamar “inversores institucionales” o “mayoristas” más que inversores particulares, sin embargo contuvo en sí misma, en los repetidas veces mencionados artículos 31, apartado c), 59 y, tras la adición efectuada, el 77 de la propia Ley del Mercado de Valores, germen normativo suficiente para permitir, aunque fuera por vía de preceptos reglamentarios de desarrollo, la creación y funcionamiento, por otra parte con gran éxito en la generalidad de los casos, de todos estos mercados, de tal manera que, en la Ley 37/98, pasan a contemplarse de forma expresa entre los mercados secundarios oficiales que la misma regula. En este sentido, quizá, hubiese sido un ejercicio de congruencia el modificar el título de la propia Ley, pues, como hemos visto, no son necesariamente valores lo que se negocia en estos mercados, aunque su régimen jurídico de negociación sea equiparable, tanto en cuanto a la organización y funcionamiento de los mercados como al objeto de su negociación, al de los mercados de valores. En cualquier caso, el balance tras diez años de vigencia de la Ley del Mercado de Valores no puede ser negativo en este sentido, pues ha demostrado ser bastante para que se creen y funcionen eficazmente estos otros mercados secundarios en nuestro país, aunque la propia experiencia acumulada en este tiempo haya hecho necesaria la puesta al día y adecuación normativa de la misma a la realidad actual y a las lagunas o deficiencias comprobadas, lo que, aun con las dificultades que su elaboración ha conllevado, se ha logrado, sustancialmente, con la aprobación y entrada en vigor de la Ley 37/98.