

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**  
**FACULTAD DE DERECHO**  
**DEPARTAMENTO DE DERECHO MERCANTIL**



**TESIS DOCTORAL**

**El sistema del registro contable de valores admitidos a negociación**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

**Gonzalo Navarro Ruiz**

DIRECTORES

**Alberto Javier Tapia Hermida**  
**José Luis Colino Mediavilla**

Madrid, 2018

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

**FACULTAD DE DERECHO**

**DEPARTAMENTO DE DERECHO MERCANTIL**



**TESIS DOCTORAL**

**EL SISTEMA DEL REGISTRO CONTABLE  
DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN**

**Gonzalo Navarro Ruiz**

**Aspirante al Título de Doctor por la Universidad Complutense de Madrid**

**DIRECTORES DE TESIS**

**Dr. Alberto Javier Tapia Hermida**

**Dr. José Luis Colino Mediavilla**

**MADRID, 2017**

# AGRADECIMIENTOS

---

En estas líneas deseo expresar mi agradecimiento y mi reconocimiento a mis directores de tesis, D. Alberto Javier Tapia Hermida y D. José Luis Colino Meadiavilla por la gran labor de dirección que han realizado a lo largo de este proyecto y por todo lo que he aprendido de su mano.

No puedo dejar de manifestar mi gratitud a mi familia, a Menchu y Santiago, y de manera muy especial a mi mujer, Africa, por los momentos de soledad sufridos y su apoyo incondicional a lo largo de este largo y duro trayecto pero, sin duda alguna, este trabajo va dedicado al mayor logro que he conseguido en mi vida, mi recién nacida hija Carmen.

Igualmente, quiero manifestar mi agradecimiento al personal de la biblioteca de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid y de la Bolsa de Madrid por haberme facilitado en numerosas ocasiones el acceso a documentación de investigación.

Por último, dar las gracias a mis amigos y compañeros de trabajo que, de un modo u otro, han respaldado este esfuerzo.

# ÍNDICE

---

---

<b>RESUMEN</b> .....	<b>11</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>13</b>
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>15</b>
<b>CAPÍTULO 1</b> .....	<b>21</b>
<b>LA ANOTACIÓN EN CUENTA: ELEMENTO CONFIGURADOR DEL REGISTRO CONTABLE Y CARACTERÍSTICA INTRÍNSECA DE LOS VALORES NEGOCIABLES</b> .....	<b>21</b>
1.1. INTRODUCCIÓN .....	22
1.2. LA ANOTACIÓN EN CUENTA: ELEMENTO CONFIGURADOR DEL REGISTRO CONTABLE .....	22
1.2.1. <i>CONSIDERACIONES PREVIAS</i> .....	22
1.2.2. <i>EL ORIGEN: EL PROCESO DE DESINCORPORACIÓN DE LOS                 VALORES EN ESPAÑA Y EN OTROS ORDENAMIENTOS JURÍDICOS</i> .....	22
1.2.3. <i>DELIMITACIÓN CONCEPTUAL</i> .....	39
1.2.4. <i>CARACTERES Y PRINCIPIOS CONFIGURADORES</i> .....	42
1.2.4.1. <i>CARÁCTER NOMINATIVO</i> .....	42
1.2.4.2. <i>PRINCIPIO DE RESERVA DE DENOMINACIÓN</i> .....	45
1.2.4.3. <i>PRINCIPIO DE UNICIDAD</i> .....	46
1.2.4.4. <i>PRINCIPIO DE IRREVESIBILIDAD VERSUS REVERSIBILIDAD</i> .....	50
1.2.4.5. <i>PRINCIPIO DE FUNGIBILIDAD</i> .....	56
1.2.5. <i>ANOTACIÓN EN CUENTA VERSUS TÍTULOS FÍSICOS: ANÁLISIS                 COMPARATIVO Y EL PRINCIPIO DE EQUIVALENCIA</i> .....	58
1.3. LA ANOTACIÓN EN CUENTA: CARACTERÍSTICA INTRÍNSECA DE LOS VALORES NEGOCIABLES.....	59
1.3.1. <i>DELIMITACIÓN CONCEPTUAL DE VALOR NEGOCIABLE</i> .....	59

---

1.3.2. <i>EL CARÁCTER VOLUNTARIO VERSUS OBLIGATORIO DE LA ANOTACIÓN EN CUENTA EN LOS VALORES NEGOCIABLES</i> .....	62
1.3.2.1. VALORES NEGOCIADOS EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES .....	66
1.3.2.2. VALORES NEGOCIADOS EN SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN .....	69
<b>CAPÍTULO 2</b> .....	<b>74</b>
<b>EL REGISTRO CONTABLE DE VALORES NEGOCIADOS Y EL PROCEDIMIENTO ESPECIAL Y OPCIONAL DE INTERMEDIARIO FINANCIERO SOBRE VALORES NEGOCIADOS DESDE UNA PERSPECTIVA REGISTRAL</b> .....	<b>74</b>
2.1. INTRODUCCIÓN .....	75
2.2. EL REGISTRO CONTABLE DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES Y EN SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN .....	75
2.2.1. <i>NATURALEZA JURÍDICA Y RÉGIMEN DE PUBLICIDAD</i> .....	75
2.2.2. <i>UN REGISTRO EN UN DOBLE ESCALÓN</i> .....	81
2.2.2.2. VALORES A LOS QUE SE APLICA .....	83
2.2.2.3. LA ESTRUCTURA DE DOBLE ESCALÓN .....	90
2.2.2.4. VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL DOBLE ESCALÓN .....	94
2.3. EL PROCEDIMIENTO ESPECIAL Y OPCIONAL DE INTERMEDIARIO FINANCIERO SOBRE VALORES NEGOCIADOS DESDE UNA PERSPECTIVA REGISTRAL .....	96
2.3.1. <i>ORIGEN Y FINALIDAD</i> .....	96
2.3.2. <i>AMBITO SUBJETIVO Y OBJETIVO</i> .....	97
2.3.3. <i>LIQUIDACIÓN EN DOS MÁS FASES. EL CONCURSO DE LAS ENTIDADES QUE PARTICIPAN EN EL PROCEDIMIENTO ESPECIAL Y OPCIONAL DE INTERMEDIARIO FINANCIERO</i> .....	103

2.3.4. EL PRINCIPIO DE LEGITIMACIÓN REGISTRAL EN RELACIÓN CON LA PROPIEDAD DE LOS VALORES REGISTRADOS EN LA CUENTA ESPECIAL DE INTERMEDIARIO FINANCIERO .....	114
<b>CAPÍTULO 3.....</b>	<b>121</b>
<b>LAS INSCRIPCIONES EN EL REGISTRO CONTABLE Y SU FORMA DE ACREDITACIÓN.....</b>	<b>121</b>
3.1. INTRODUCCIÓN .....	122
3.2. EL PRINCIPIO RECTOR DE LAS INSCRIPCIONES EN EL REGISTRO CONTABLE.....	122
3.3. LA CONSTITUCIÓN O INMATRICULACIÓN.....	123
3.4. LA TRANSMISIÓN .....	129
3.4.1. CONSIDERACIONES PREVIAS .....	129
3.4.2. ESTUDIO DEL NEGOCIO CAUSAL Y EL MODO.....	132
3.4.3. SUPUESTOS DE TRANSMISIÓN.....	143
3.4.3.1. CONSIDERACIONES PREVIAS: EL PRINCIPIO DE TRACTO SUCESIVO .....	143
3.4.3.2. TRANSMISIONES DERIVADAS DE COMPRAVENTAS DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES O SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN.....	143
3.4.3.3. TRANSMISIÓN DE VALORES NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES NI EN SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN .....	144
3.4.3.4. TRANSMISIÓN DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES O EN SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN POR TÍTULO DISTINTO DE COMPRAVENTA.....	146
3.5. LA INSCRIPCIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS U OTROS GRAVÁMENES .....	147
3.5.1. CONSIDERACIONES PREVIAS: EL PRINCIPIO DE TRACTO SUCESIVO .....	147

---

3.5.2. DETERMINACIÓN DE LA CUENTA EN LA QUE PRACTICAR LA INSCRIPCIÓN.....	148
3.5.3. ACREDITACIÓN E INSCRIPCIÓN DEL DERECHO REAL O GRAVAMEN.....	151
3.5.4. CLASES DE DERECHOS REALES LIMITADOS SUSCEPTIBLES DE INSCRIPCIÓN.....	155
3.5.4.1. «NÚMERUS APERTUS» DE DERECHOS REALES.....	155
3.5.4.2. DERECHOS REALES LIMITADOS DE GARANTÍA.....	157
3.5.4.3. DERECHOS REALES LIMITADOS DE GOCE.....	161
3.6. INSCRIPCIÓN DE EMBARGOS.....	162
3.7. INSCRIPCIÓN DE OTRAS MEDIDAS DE GARANTÍA.....	163
3.8. OTRAS POSIBLES INSCRIPCIONES.....	164
3.8.1. PACTOS PARASOCIALES.....	164
3.8.2. AGRUPACIÓN DE ACCIONES A EFECTOS DEL NOMBRAMIENTO DE CONSEJEROS POR EL SISTEMA DE REPRESENTACIÓN PROPORCIONAL.....	167
3.8.3. RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES.....	171
3.9. LA CANCELACIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS Y OTROS GRAVÁMENES.....	174
3.10. LA AMORTIZACIÓN.....	175
3.10.1. AMORTIZACIONES POR ERROR.....	177
3.11. LA RECTIFICACIÓN DE INSCRIPCIONES: EL CASO DE LA OFERTA PÚBLICA DE SUSCRIPCIÓN DE ACCIONES DE BANKIA....	180
3.12. LOS CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN.....	187
3.12.1. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO. DIFERENCIACIÓN RESPECTO DE OTRAS FIGURAS.....	187
3.12.2. CONTENIDO.....	192
3.12.3. SOLICITUD.....	196
3.12.4. ENTIDADES ENCARGADAS DE LA EXPEDICIÓN.....	197
3.12.5. EFECTO PRÁCTICO: EL BLOQUEO.....	200

3.12.6. <i>DISCORDANCIA ENTRE LOS CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN Y EL REGISTRO CONTABLE</i> .....	204
3.12.7. <i>LOS CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN COMO TÍTULOS EJECUTIVOS</i> .....	206
<b>CAPÍTULO 4</b> .....	<b>209</b>
<b>LAS ENTIDADES ENCARGADAS DEL REGISTRO CONTABLE</b> .....	<b>209</b>
4.1. <i>INTRODUCCIÓN</i> .....	210
4.2. <i>EL DEPOSITARIO CENTRAL DE VALORES ESPAÑOL: LA SOCIEDAD DE SISTEMAS</i> .....	210
4.2.1. <i>PROCESO DE CREACIÓN</i> .....	210
4.2.2. <i>RÉGIMEN JURÍDICO Y AUTORIZACIÓN</i> .....	212
4.2.3. <i>SERVICIOS Y FUNCIONES ATRIBUIDAS A LA SOCIEDAD DE SISTEMAS</i> .....	213
4.2.4. <i>SISTEMAS DE PAGOS GESTIONADOS POR LA SOCIEDAD DE SISTEMAS</i> .....	219
4.2.5. <i>EL SISTEMA DE INFORMACIÓN, TRANSMISIÓN Y ALMACENAMIENTO DE DATOS</i> .....	220
4.2.6. <i>RELACIÓN JURÍDICA ENTRE LA SOCIEDAD DE SISTEMAS Y SUS CLIENTES</i> .....	226
4.2.6.1. <i>CONSIDERACIONES PREVIAS</i> .....	226
4.2.6.2. <i>NATURALEZA JURÍDICA DE LA RELACION</i> .....	226
4.2.6.3. <i>LA LIBERTAD DE ELECCIÓN</i> .....	228
4.2.6.4. <i>REGIMEN DE DERECHOS Y OBLIGACIONES. ESPECIAL MENCIÓN AL DERECHO A CONOCER LA IDENTIDAD DE LOS ACCIONISTAS</i> .....	231
4.2.6.5. <i>DERECHO DE RENUNCIA Y SUSTITUCIÓN</i> .....	241
4.3. <i>LAS ENTIDADES PARTICIPANTES</i> .....	245
4.3.1. <i>ÁMBITO SUBJETIVO, CLASES, Y PÉRDIDA DE LA CONDICIÓN</i> .....	245
4.3.2. <i>RELACIÓN JURÍDICA ENTRE LAS ENTIDADES PARTICIPANTES Y SUS CLIENTES</i> .....	247

---

4.3.2.1. ESTUDIO DEL CONTRATO DE DEPÓSITO Y ADMINISTRACIÓN DE VALORES COMO FUNDAMENTO DE LA RELACIÓN JURÍDICA .....	247
4.3.2.1.1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA.....	247
4.3.2.1.2. NATURALEZA DEL CONTRATO.....	249
4.3.2.1.3. ACTIVIDAD RESERVADA .....	250
4.3.2.1.4. REQUERIMIENTOS FORMALES DE LOS CONTRATOS.....	251
4.3.2.1.5. LAS CUENTAS OMNIBUS .....	254
4.3.2.1.5.1. RIESGO DE INSOLVENCIA .....	257
4.3.2.1.5.2. RIESGO DE CUSTODIA .....	258
4.3.2.1.5.3. RIESGO LEGAL .....	260
4.3.2.1.6. ELEMENTOS PERSONALES DEL CONTRATO .....	261
4.3.2.1.6.1. EL CUSTODIO-ADMINISTRADOR .....	261
4.3.2.1.6.2. EL CLIENTE.....	263
4.3.2.1.7. OBLIGACIONES DE LAS PARTES .....	264
4.3.2.1.7.1. DEL CUSTODIO-ADMINISTRADOR.....	264
4.3.2.1.7.2. DEL CLIENTE .....	281
4.3.2.2. EFECTOS DEL CONCURSO DE LA ENTIDAD PARTICIPANTE SOBRE SUS CLIENTES.....	294
4.3.2.3. LAS CUENTAS INDIVIDUALES DE LLEVANZA INDIRECTA: VÍNCULO ENTRE LAS ENTIDADES PARTICIPANTES Y SUS CLIENTES ....	297
4.4. RELACIÓN JURÍDICA ENTRE LA SOCIEDAD DE SISTEMAS Y LAS ENTIDADES PARTICIPANTES .....	301
4.4.1. NATURALEZA JURÍDICA DE LA RELACIÓN .....	301
4.4.2. DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LAS ENTIDADES PARTICIPANTES FRENTE A LA SOCIEDAD DE SISTEMAS.....	302

<i>4.4.3. DELIMITACIÓN DEL RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD ATRIBUÍBLE A LA SOCIEDAD DE SISTEMAS Y A LAS ENTIDADES PARTICIPANTES EN CALIDAD DE ENTIDADES ENCARGADAS DEL REGISTRO CONTABLE.....</i>	<i>306</i>
<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>323</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>349</b>
<b>ABREVIATURAS.....</b>	<b>371</b>

# RESUMEN

---

La presente tesis doctoral, como su título expresa, tiene como objetivo abordar un estudio detallado del sistema del registro contable de valores español admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y en sistemas multilaterales de negociación, a través del desarrollo de cuatro grandes bloques o líneas de investigación, que se identifican con: (i) el origen y la razón de ser del mismo, que se remonta al título-valor, su posterior crisis, y el surgimiento, a consecuencia de la misma, de sistemas de depósito de valores cuya evolución daría lugar a las anotaciones en cuenta, verdadera pieza clave del registro contable de los valores anotados y de los valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación; (ii) su peculiar y propia estructura de doble escalón, respecto de la que analizamos temas como su naturaleza jurídica, la identificación de las cuentas existentes, con mención a las novedades introducidas por la reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores español, o el procedimiento especial y opcional de intermediario financiero desde una perspectiva registral, en el que nos centramos especialmente en el caso del concurso del mismo; (iii) las diferentes inscripciones susceptibles de producirse en el registro contable, que nos permitirán analizar diferentes temas jurídicos relevantes como el carácter constitutivo o no de la inscripción para la constitución del valor anotado o la transmisión del mismo, o la posibilidad de hacer rectificaciones en el registro contable, tema que analizamos bajo la óptica del caso de la oferta pública de suscripción de acciones de Bankia de 2011 y las Sentencias dictadas por el Tribunal Supremo en el seno de la misma; y (iv) finalmente, el estudio de las entidades encargadas del registro contable, que abordamos a través de tres bloques que se corresponden con la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR), las entidades participantes, y las relaciones jurídicas que se establecen entre ambas, con especial atención en este último caso al régimen de responsabilidad de las mismas frente a terceros.

Respecto de la metodología que hemos empleado, el trabajo está construido sobre la base de una ordenación sistemática de los diferentes temas de estudio, a través de cuatro bloques de investigación, en función del contenido de los referidos temas, bloques que se identifican con los cuatro grandes capítulos que conforman el trabajo y que se corresponden con las líneas de investigación inicialmente apuntadas.

Para la realización del estudio de investigación sobre el tema de la tesis nos hemos valido de los siguientes medios: normativa nacional, comunitaria e internacional sobre el mercado de valores y otras materias conexas; análisis de otros sistemas de anotaciones en cuenta del entorno europeo; publicaciones e informes de autoridades supervisoras y de otras relevantes en el ámbito del mercado de valores (CNMV, Banco de España, CPSS-IOSCO); publicaciones, obras especializadas y opiniones doctrinales sobre los temas objeto de estudio; y, resoluciones judiciales.

La tesis concluye con un capítulo dedicado a las conclusiones, en las que a modo de cierre del trabajo exponemos de forma ordenada y sucinta los resultados alcanzados en nuestra investigación sobre los distintos temas abordados a lo largo del mismo.

# ABSTRACT

---

---

The purpose of this thesis, as the name indicates, is to perform a detailed study on the book-entry system for Spanish securities admitted to trading on official secondary markets and multilateral trading systems. It develops four large blocks or lines of research: (i) the origin and purpose of the system, which dates back to the beginning of titles, the subsequent crisis and the advent, as a result of the crisis, of a securities deposit system, which evolved into the book entries that are the cornerstone of the accounting for book-entry securities and securities admitted to trading on an official secondary market or a multilateral trading system; (ii) the peculiar and inherent double-tier structure, which addresses issues such as legal nature and identification of existing accounts, and includes comments on the reform of the Spanish Securities Clearing, Settlement and Registration System or the special and optional procedure for financial intermediaries, in which we focus especially on insolvency; (iii) the various entries that may appear in the book-entry system, which allows us to analyse different key legal issues such as the constitutive nature or not of the entry for the creation of the security recorded or its transfer, or the possibility of amending accounting entries, which is analysed through the case of the public offer of Bankia shares in 2011 and the related Supreme Court rulings; and (iv) the study of entities in charge of the book-entry system, addressed through three blocks: the Systems Company (IBERCLEAR), participating entities and the legal relationships established between the two, with a special focus in the latter case on their system of liability vis-à-vis third parties.

Regarding the methodology used, the work is based on the systematic arrangement of the various topics studied into four blocks of research in accordance with the related content. These blocks are identified with the thesis' four main chapters, which comprise the work and relate to the lines of research indicated initially.

To perform the research behind the thesis, we consulted the following: Spanish, EU and international legislation on securities markets and related areas; analysis of

other book-entry systems in Europe; publications and reports of supervisory and other leading authorities on securities markets (CNMV, Banco de España, CPSS-IOSCO); specialist publications and books, and doctrinal views on the topics researched; and judicial rulings.

The thesis concludes with a chapter devoted to the conclusions, in which as a way of closing the work, we present in an orderly and succinct way, the results achieved in our research on the different topics addressed throughout the work.

# INTRODUCCIÓN

---

---

El presente trabajo de tesis doctoral tiene como objetivo, como su título indica, el estudio detallado del registro contable español de valores y, de una forma específica, del registro de valores admitidos a negociación en los mercados de valores (mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación), por la importancia que éstos revisten en la economía española<sup>1</sup>.

Para abordar dicho estudio hemos partido de la definición de cuatro grandes líneas o bloques de investigación que se pueden identificar con el origen y razón de ser del registro contable; la propia y peculiar estructura del registro contable; los diferentes tipos de inscripciones que son susceptibles de producirse en el registro contable; y, finalmente, las diversas entidades (tanto personas jurídicas como físicas) que, de algún modo, participan en ese registro contable.

En efecto, el trabajo tiene como punto de partida de la investigación al título-valor, puesto que el «*proceso de incorporación*» del derecho al título significó, por un lado, una auténtica revolución al permitir que la creación, transmisión y ejercicio de derechos se pudiese realizar mediante la producción, entrega y presentación de un simple documento, de manera que el objeto de una relación obligatoria se podía

---

<sup>1</sup> Uno de los datos que avala la importancia que tienen los mercados de valores en la economía española es el hecho de que, una parte muy importante de los recursos que se canalizan a estos mercados proceden de inversores minoristas. En este sentido, en el ejercicio 2015, las familias españolas acaparaban el 24,4% de las acciones de empresas cotizadas en las Bolsas españolas, lo que supone un incremento de 4,3 puntos porcentuales respecto al inicio de la crisis española en 2007 y lo que ha llevado a las familias españolas a convertirse en uno de los puntales de la Bolsa española durante los años de la crisis (Datos obtenidos del informe «*El sector financiero reduce su participación en la Bolsa española al mínimo histórico*», elaborado y publicado por Bolsas y Mercados Españoles en el segundo trimestre de 2016). Otro dato relevante es el número de las transacciones que se compensan y liquidan en los mercados de valores y su volumen económico y, a este respecto, en la Bolsa española se negociaron, durante el pasado año 2016, operaciones por valor de 652.907 millones de euros, en tanto que la negociación en el mercado de deuda corporativa se situó en un volumen de 172.962 millones de euros (TAPIA HERMIDA, A.J., «*La post-contratación en los mercados secundarios de valores: el sistema de compensación y liquidación de valores*», Documentos de trabajo del Departamento Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, febrero 2017, Madrid, p. 8).

transmitir con la misma agilidad y seguridad con la que se transmitían los derechos reales; y, por otro lado, porque en él se encuentra el origen de los llamados «*procesos de desincorporación*» y, el subsiguiente surgimiento de la anotación en cuenta, procesos que son objeto de análisis en nuestro trabajo y que tuvieron lugar en España y en otros ordenamientos europeos y no europeos, que surgieron a raíz de la llamada «*crisis del título valor*», y que se plasmaron, en un primer momento, en los sistemas de depósito de títulos en los que la circulación del derecho no se hacía depender de la movilidad del título y, más adelante, y en el caso concreto de España, en la anotación en cuenta.

Dentro del bloque de investigación correspondiente al origen y razón de ser del sistema del registro contable, la anotación en cuenta tiene un papel esencial en nuestro trabajo, ya que la misma se configura como la verdadera pieza clave del registro contable de los valores anotados y de los valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación y, por ende, le dedicamos una parte sustancial de nuestro trabajo. Así, a lo largo de este bloque abordamos el estudio de diversas materias como la delimitación conceptual del valor anotado, al no existir en la normativa una definición sobre el mismo; su eventual diferenciación con el sistema de representación mediante títulos-valores, haciendo referencia a las distintas opiniones doctrinales existentes sobre la cuestión; los principios que configuran a la misma, en los cuales, estudiamos temas conexos como el concepto de emisión; o la comparativa entre ambos sistemas de representación, con el objetivo de referirnos al llamado «*principio de equivalencia*» entre ambos y de plasmar las ventajas e inconvenientes de uno y otro sistema.

Igualmente, y dentro de esa tesis de que la anotación en cuenta es la razón de ser del valor negociable, llevamos a cabo una delimitación conceptual de lo que se puede entender por valor negociable, delimitación que, en palabras de la propia Exposición de Motivos de la LMV, no es tarea fácil, para, a continuación, realizar una valoración de si resulta acertada la afirmación que se contiene en el artículo 6.1 del TRLMV relativa a que los valores negociados podrán representarse por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta tomando en consideración las propias características que, según

---

el TRLMV, definen al valor negociado y, sentado lo anterior, incluimos un análisis de la forma de representación exigida en cada uno de los mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación.

El segundo bloque de investigación se centra en lo que es el propio sistema o estructura del registro contable, en el que partimos del estudio de la configuración jurídica de dicho registro con el fin de determinar cuál es su verdadera naturaleza jurídica, lo que nos llevará a poner de relieve las particularidades del mismo en cuanto a su gestión y a su régimen de publicidad, al cual, dedicaremos una especial atención, distinguiendo entre publicidad material y publicidad formal, con el fin de determinar si ambas son predicables respecto del registro contable de valores español.

Delimitado el tema de la naturaleza jurídica, estamos en condiciones de abordar el estudio del registro contable desde la perspectiva de su estructura de doble escalón, con identificación de las cuentas existentes y mención a las novedades introducidas por la reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores español.

La parte final de este bloque la dedicamos a la figura del proceso especial y opcional de intermediario financiero sobre valores negociables desde una perspectiva registral, figura peculiar cuya introducción en la regulación española se debe al referido proceso de reforma y, en relación con la cual, traemos a colación temás de gran calado jurídico como la determinación de la propiedad de los valores que se encuentran en la cuenta especial del intermediario financiero en caso de concurso de éste, o qué ocurre con las operaciones auxiliares que se instruyen a lo largo de las fases transitorias de las que consta el procedimiento en caso de que, igualmente, se produzca el concurso del intermediario, distinguiendo, en este supuesto, entre si es o no entidad participante, puesto que la forma de abordar el concurso no es la misma en uno y otro caso.

Una vez estudiado el origen y el propio sistema o estructura del registro contable, pasamos al tercer bloque de investigación integrado por el estudio de las diversas inscripciones que son susceptibles de producirse en el registro contable, ya que las mismas nos permitirán analizar temas jurídicos relevantes como la determinación de si

la inscripción en el registro contable es o no constitutiva del valor anotado; el régimen del título y modo conforme al que se deben transmitir los valores anotados; la exigencia o no de la inscripción para que la transmisión de los valores anotados surta efectos conforme a la regulación de la anotación en cuenta; la determinación de la cuenta en que deben inscribirse los gravámenes; si la existencia de pactos parasociales en una sociedad cotizada es susceptible de acceder al registro contable; o, si la existencia de restricciones a la libre transmisibilidad de acciones nominativas debe hacerse o no constar en el registro contable.

El principio rector de que el contenido del registro contable se encuentra bajo la salvaguarda de los Tribunales nos llevará a estudiar el régimen jurídico de las inscripciones consistentes en las rectificaciones registrales, tema que abordaremos con el análisis jurídico de las Sentencias del Tribunal Supremo números 23 y 24/2016, de 3 de febrero, dictadas en el caso de la oferta pública de suscripción de acciones de Bankia del año 2011.

La forma de acreditar jurídicamente las referidas inscripciones nos conducirá al estudio de los certificados de legitimación como forma de acreditación, centrándonos en aspectos como la naturaleza jurídica de los mismos, los sujetos que tienen el derecho de solicitarlos o, lo que es más importante, qué ocurre en caso de discrepancia entre el contenido del certificado y el contenido del registro contable.

La última línea de investigación la constituye el estudio de los dos sujetos encargados de la gestión del registro contable de valores español y que hemos estructurado en dos grandes bloques, por un lado, el estudio de los propios sujetos, esto es, de la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes y, por otro lado, el análisis de las relaciones jurídicas entre los mismos.

Dentro del ámbito de la Sociedad de Sistemas reviste especial relevancia jurídica, por su trascendencia registral, el sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, respecto del cual, determinaremos cuál es su finalidad y, sobre todo, si puede ser considerado o no como un registro contable al ser una de sus funciones la de

---

suministrar información a los emisores de valores sobre las titularidades de dichos valores. Igual mención dentro del ámbito de la Sociedad de Sistemas merecen las relaciones jurídicas y la caracterización de las mismas que se establecen entre ella y sus clientes, los emisores de valores.

Las entidades participantes gozan igualmente de un apartado específico al revestir la misma importancia que la Sociedad de Sistemas, puesto que sin ellas, ésta no podría existir y, del mismo modo, las entidades participantes no podrían existir sin sus clientes, con los cuales se relacionan jurídicamente a través del contrato de depósito y administración de valores, a cuyo estudio dedicamos especial atención, pudiendo destacar en este punto temas como el análisis de las cuentas ómnibus y su admisibilidad o no bajo derecho español; o si el derecho de retención del que gozan los custodios-administradores se puede configurar como un auténtico derecho de prenda. Como parte integrante de esa relación jurídica entre las entidades participantes y sus clientes se encuentran las cuentas individuales de llevanza indirecta, que serán objeto de análisis desde un punto de vista de la responsabilidad en su gestión debido, precisamente, a que una de sus particularidades es que la relación jurídica se establece entre la entidad participante y el cliente, a pesar de estar ubicadas en el registro central.

Estudiados los dos elementos subjetivos que permiten la existencia del registro contable de valores español, esto es, la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, la parte final de este bloque de investigación está encaminada a delimitar y analizar la responsabilidad que cada una de ellas asume en la gestión del registro contable frente a los «*terceros perjudicados*», término empleado por el TRLMV, en la cual, hacemos una disección de qué tipos de responsabilidad les pueden ser imputables y frente a quiénes responden cada una de ellas. Finalizaremos el estudio con el análisis de la obligación impuesta por el legislador a la Sociedad de Sistemas de velar porque las entidades participantes garanticen la correspondencia entre el saldo de valores inscrito en el registro de detalle con el que conste en el registro central, con la cual, no estamos muy conformes, y respecto de la que estudiaremos qué tipo de responsabilidad, si es que

existe alguna, se puede derivar para la Sociedad de Sistemas por tener que cumplir con dicha obligación.

En lo que se refiere a la metodología, el trabajo está construido sobre una exposición estructurada y ordenada de los diferentes temas de estudio, organizada en cuatro bloques, en función del contenido de los referidos temas, bloques que se diferencian y se corresponden con cuatro grandes capítulos y que se identifican con las líneas de investigación anteriormente apuntadas.

Para la realización del estudio de investigación sobre el sistema del registro contable de valores admitidos a negociación, nos hemos servido del análisis de la normativa nacional, comunitaria e internacional promulgada, principalmente, en el ámbito del mercado de valores; del estudio de otros sistemas de anotaciones en cuenta del entorno europeo; de las publicaciones e informes realizados por las autoridades supervisoras y por otras relevantes en el ámbito del mercado de valores (CNMV, Banco de España, CPSS-IOSCO); de las diversas publicaciones y obras especializadas y de las opiniones doctrinales existentes sobre las distintas materias abordadas y; finalmente, del análisis de casos prácticos a través de diferentes resoluciones judiciales.

La tesis finaliza con un capítulo dedicado a las conclusiones, en las que a modo de cierre del trabajo exponemos de forma ordenada y sucinta los resultados de nuestra investigación sobre los distintos temas abordados a lo largo del mismo.

# **CAPÍTULO 1.**

## **LA ANOTACIÓN EN CUENTA: ELEMENTO CONFIGURADOR DEL REGISTRO CONTABLE Y CARACTERÍSTICA INTRÍNSECA DE LOS VALORES NEGOCIABLES**

---

## **1.1. INTRODUCCIÓN**

Este primer capítulo de la tesis doctoral tiene como objetivo llevar a cabo un análisis, por un lado, de la forma de representación mediante la anotación en cuenta, como punto de partida del posterior desarrollo del estudio del registro contable de los valores admitidos a negociación, al constituirse ésta como el elemento que configura y permite la existencia de dicho registro; y, por otro lado, de los valores negociables, al ser la anotación en cuenta una característica inherente a los mismos tal y como veremos.

## **1.2. LA ANOTACIÓN EN CUENTA: ELEMENTO CONFIGURADOR DEL REGISTRO CONTABLE**

### ***1.2.1. CONSIDERACIONES PREVIAS***

La anotación en cuenta constituye la esencia del registro contable de los valores anotados, por lo que se puede afirmar que el origen del registro contable se encuentra, precisamente, en la creación de la anotación en cuenta, la cual, no es otra cosa que un mero apunte de carácter informático pero que, sin embargo, revolucionó los mercados de valores al agilizar, de una forma espectacular, las transmisiones de valores y acabar con los inconvenientes de la gestión de los títulos físicos.

### ***1.2.2. EL ORIGEN: EL PROCESO DE DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES EN ESPAÑA Y EN OTROS ORDENAMIENTOS JURÍDICOS***

El origen de la anotación en cuenta se encuentra en el proceso de desincorporación que analizaremos posteriormente del derecho respecto del título-valor,

el cual, a su vez y paradójicamente, surge como consecuencia de la incorporación del derecho al título.

En efecto, la ficción de la incorporación del derecho al título trajo consigo la aparición de los títulos-valores<sup>2</sup>, que supusieron una de las desviaciones respecto del Derecho Civil de la que los mercantilistas modernos se han sentido más orgullosos<sup>3</sup>. El título-valor surgió como respuesta articulada por los protagonistas del tráfico en la Baja Edad Media<sup>4</sup>, en la que el foco de la riqueza se desplazó de la propiedad de la tierra, o riqueza inmobiliaria, hacia los valores alternativos que ofrecía la economía burguesa, fundamentada en la riqueza mobiliaria (las mercaderías, la moneda, y el crédito)<sup>5</sup>, de manera que comenzó a sentirse el desfase que se había producido entre la realidad del tráfico jurídico y los instrumentos de los que disponía el Derecho para ponerlos al servicio de éste<sup>6</sup>. Así, llegó un momento en el que la circulación del crédito se vio enormemente dificultada en términos de agilidad y seguridad por la concepción subjetivista de las relaciones obligacionales heredada del derecho romano<sup>7</sup>, por lo que el Derecho tenía que encontrar una fórmula para que el objeto de una relación obligatoria

---

<sup>2</sup> La utilización del término «incorporación» se debe a SAVIGNY quien lo utilizó por primera vez aunque de forma incidental en «*Das Obligationenrecht als Theil des heutigen Römischen Rechts*», Berlín, 1853.

<sup>3</sup> ASCARRELLI, T., «*Cambiale, assegno bancario, titoli di crédito*», Turín, 1938, p. 205; OLIVENCIA RUIZ, M., «*La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)*», Anotaciones en cuenta de deuda del Estado, Madrid, 1987, p. 16; PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «*Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios*», AA.VV., Estudios de Derecho Bancario y Bursátil homenaje a Evelio Verdura y Tuells, III, Madrid, 1994, p.2115; PÉREZ ESCOLAR, R., «*El derecho bancario en el siglo XXI (derecho y tecnología)*», La Ley, 1991-I, p. 988; RIPERT, G., «*Aspects juridiques du capitalisme moderne*», 2ª ed., París, 1951, p. 124.

<sup>4</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario de administración de valores*», Sevilla, 2002, p. 22.

<sup>5</sup> GUYON, Y., «*Les aspects juridiques de la dématérialisation de valeurs mobilières*», Revue de Sociétés, 1984, p. 451-452.

<sup>6</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico de los valores mobiliarios anotados en cuenta*», Dirigida por SÁNCHEZ CALERO, F., tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 1995, p. 11.

<sup>7</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 22. El carácter fuertemente personal de la «obligatio» romana como señala IGLESIAS, J., «*Derecho romano*», 12ª ed., Barcelona, 1999, p. 322, impedía de entrada la transmisión de las relaciones obligatorias no valiendo para hacerlo la «mancipatio, in iure cessio o traditio». Poco a poco se concebirían dos procedimientos indirectos para conseguir este fin transmisivo: mediante la representación procesal o a través de la «actio utilis».

podiera transmitirse con la misma agilidad, seguridad y certeza con la que se transmitían los derechos reales<sup>8</sup>. Se buscaba así una forma de «*cosificar*» un derecho subjetivo cuyo resultado fue el título valor<sup>9</sup>. Dicha «*cosificación*» no es otra cosa que la incorporación del derecho en un soporte papel, el título, incorporación que es definida por algún autor «*como si el derecho se encontrase transfundido o incorporado al título, de manera que, siendo cosas distintas, se ofrecen en el tráfico como si fuesen una cosa única*»<sup>10</sup>.

Lo novedoso del fenómeno de la incorporación del derecho al título era esencialmente que, de un simple proceso material de transcripción literal de un derecho de crédito, se hacía derivar por el ordenamiento la circunstancia en virtud de la cual, la constitución, la transmisión, y el ejercicio del derecho, sólo tenía lugar como consecuencia de la producción, de la tradición y de la presentación del título que lo documentaba<sup>11</sup>, siendo las tres notas características de los títulos-valores las siguientes<sup>12</sup>: (i) la legitimación por la posesión, lo que significaba que en ellos la posesión era la condición indispensable para ejercitar el derecho incorporado y, en consecuencia, para exigir al deudor-emisor del título la prestación debida, si bien, en el caso de los títulos a la orden y nominativos la posesión era necesaria pero insuficiente<sup>13</sup>; (ii) la autonomía del derecho incorporado, en cuya virtud, cada poseedor adquiría «*ex novo*» el derecho incorporado al título sin subrogarse en la posición contractual de su transmitente; y, (iii) la literalidad del derecho incorporado, que significaba que el ámbito y el contenido del derecho incorporado se delimitaban exclusivamente por lo que constaba en el documento, de modo que el deudor no podía oponerse al cumplimiento de la obligación alegando razones o excepciones, aunque reales y existentes, que no constasen o se desprendiesen de lo dicho en el documento mismo.

---

<sup>8</sup> RECALDE CASTELLS, A., «*La desmaterialización de los valores privados en España (el sistema de anotaciones en cuenta)*», AA.VV., Estudios de derecho mercantil homenaje al profesor Manuel Broseta Pont, Valencia, 1995, p. 3094.

<sup>9</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 11.

<sup>10</sup> GARRIGUES, J., «*Los títulos-valores*», RDM, núm. 36, 1951, pp. 313 y 314.

<sup>11</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «*La desincorporación de los títulos valor*», RDM, 1996, p.10.

<sup>12</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «*Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta*», Valencia, 2006, pp. 35 y 36.

<sup>13</sup> GARRIGUES, J., «*Los títulos...*», cit., pp. 305 y ss.

Sin embargo, pese a la gran innovación que supuso la construcción del título-valor, el papel deja de ser el soporte idóneo del derecho para pasar a convertirse en un instrumento de representación poco rentable debido, en gran parte, a los elevados costes de impresión, custodia y manipulación que requería la ingente cantidad de títulos que canalizaban en ese momento la riqueza del siglo XIX y que iban acumulándose en el tráfico económico. Esa masificación y las exigencias propias derivadas de la gestión del documento fue lo que desencadenó la crisis de los títulos-valores, siendo el documento escrito el más perjudicado<sup>14</sup>. Esta crisis de los títulos-valores es lo que llevaría al fenómeno de la desmaterialización, definido como el proceso en el que se incluyen todos aquéllos fenómenos, tanto fácticos como normativos, en virtud de los cuales, la existencia, la transmisión o el ejercicio del derecho de desgaja o independiza, en mayor o menor medida, de la producción, la tradición o la presentación del título en que tradicionalmente se hallaba documentado<sup>15</sup>.

En el concreto ámbito de la contratación en el mercado bursátil español, la proliferación de las entidades emisoras y el espectacular incremento en la cantidad y variedad de los valores en circulación y la multiplicación de los negocios de transmisión de los mismos<sup>16</sup>, hizo que los títulos fueran progresivamente inmovilizados mediante su depósito en entidades de crédito, hasta que llegó un momento en el que por encontrarse la mayoría de los títulos en depósito, sus transmisiones tan sólo conducían a una modificación del titular del depósito, todo lo más, acompañada de un traslado del lugar del mismo<sup>17</sup>. A pesar de lo anterior, la ingente cantidad de títulos existentes había provocado la espectacular ralentización de la liquidación<sup>18</sup> de las operaciones bursátiles,

---

<sup>14</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «Instrumentación y gestión de los valores...», cit., pp. 42 y 43.

<sup>15</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «Instrumentación y gestión de los valores...», cit., p. 46.

<sup>16</sup> PEINADO GRACIA, J.I., «Valores representados mediante anotaciones en cuenta. Servicios de pago. Dinero electrónico», (dirs. MENÉNDEZ, A., / ROJO, A.), AA.VV., Lecciones de derecho mercantil, vol. 1, Pamplona, 2016, p. 452.

<sup>17</sup> BERCOVITZ RODRIGUEZ CANO, A., «El derecho del mercado de capitales», RDBB, número 29, 1988, p. 83.

<sup>18</sup> En BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «Los sistemas de compensación, liquidación, y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones», Informe conjunto, diciembre de 2007, p. 16, se define la liquidación como:

lo que ocasionaba que el cumplimiento de los plazos previstos en el artículo 67 del Reglamento de las Bolsas de Comercio fuera excepcional<sup>19</sup>, a pesar de haber sido ampliados<sup>20</sup>.

Lo anterior llevó a la búsqueda de fórmulas sustitutivas de la representación mediante títulos físicos que se iniciarían con la creación del «*Servicio de liquidación de derechos*» (SERLIDE) y del «*Servicio de liquidación de valores*» (SERLIVAL) encaminados a evitar la tradición de los títulos y a conseguir una regularidad en la liquidación con la intervención de la Junta Sindical en la determinación de las partidas a liquidar<sup>21</sup>, y que continuarían con la promulgación del D 1128/1974 y el posterior RD 505/1987, verdadero creador de la anotación en cuenta.

El D. 1128/1974 vino a instaurar el llamado «*sistema de depósito especial*», por el cual, se estableció un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios<sup>22</sup>. Dicho sistema consistía en un depósito colectivo y permanente de los documentos representativos de acciones y obligaciones, cuyos depositarios, normalmente los bancos, se encargaban de elaborar y custodiar un listado de depositantes en el que quedaban consignados los cambios de titularidad, sin tener que proceder al traslado físico de los valores depositados con ocasión de cada

---

«*la fase de intercambio de los activos, en la que cada participante realiza la entrega (o recepción) de los valores y a su vez recibe (o entrega) el efectivo, conforme a los importes calculados en la fase de compensación*». Para GONZÁLEZ PUEYO, J., en «*Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*», CNMV, monografía, núm. 39, mayo 2010, p.12, la liquidación es: «*la fase de intercambio del efectivo y los valores. Requiere la intervención de un banco liquidador, generalmente un banco central, para liquidar el efectivo, y de los depositarios centrales de valores y custodios para la transferencia de valores*».

<sup>19</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., «*Evolución y perspectivas del régimen de los títulos-valores (letra de cambio, cheque, y otros títulos)*», AA.VV., La reforma de la legislación mercantil, 1ª ed., Madrid, 1979, p. 224.

<sup>20</sup> DUQUE DOMÍNGUEZ, J., «*El contrato al contado*», AA.VV., Coloquio de derecho bursátil, Bilbao, 1970, pp.199 y 200.

<sup>21</sup> LÓPEZ DE GARAYO Y GALLARDO: «*Evolución histórica y reforma del sistema de liquidación de las operaciones bursátiles*», PEE, Suplemento del Sistema Financiero, núm. 36, 1991, p. 25.

<sup>22</sup> MADRID PARRA, A., «*La circulación de los valores al portador y de los anotados en cuenta*», RDBB, núm. 37, 1990, p. 77.

transferencia de los mismos<sup>23</sup>. Este sistema instaurado por el D. 1128/1974 obedecía a una idea matriz que era la independización de la circulación o transmisión de los derechos representados por los títulos-valores respecto de la entrega de los mismos<sup>24</sup>. En este sentido, y salvando las distancias con el régimen de las anotaciones en cuenta, ya en el artículo 4 del D. 1128/1974 se disponía que se entenderían entregados los títulos-valores cuando se verificasen las correspondientes anotaciones en cuenta de cargo y abono por los servicios de compensación y liquidación de la Bolsa correspondiente.

En todo caso, fue el RD 505/1987 el verdadero creador de la anotación en cuenta, esto es, de un nuevo régimen jurídico distinto del título-valor, si bien, limitado por aquél entonces únicamente a la deuda emitida por el Estado, todo ello, con el fin de acabar con el título-valor, el cual, se había convertido en un «*obstáculo para el ágil funcionamiento del tráfico mercantil*»<sup>25</sup>.

En efecto, la importancia que supuso la promulgación del RD 505/1987 y de su Orden de desarrollo de 19 de mayo de 1987, fue resaltada en su momento por la doctrina<sup>26</sup>, que llegó a sostener que, tal y como luego se ha confirmado, las referidas

---

<sup>23</sup> PEINADO GRACIA, J.I., «Valores representados mediante anotaciones en cuenta...», ob., cit., p. 453.

<sup>24</sup> EIZAGUIRRE, J.M., «Derecho de los Títulos Valores», Madrid, 2003, p. 381.

<sup>25</sup> Cita textual de la Exposición de Motivos.

<sup>26</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «El contrato bancario...», cit., p. 45. Entre otros: MAS SIRVENT, A., «Entidades del mercado de deuda pública. Central de anotaciones, titulares de cuenta y entidades gestoras», (dir. ALONSO UREBA, A. /MARTÍNEZ SIMANCAS Y SÁNCHEZ, J.), AA.VV., Derecho del mercado financiero, entidades del mercado financiero. Caracterización y régimen, I-1, Madrid, 1994, pp. 557-595; MENDOZA VILLAR, M., «Anotaciones en cuenta de deuda del Estado. Análisis jurídico», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 19, 1987, pp. 15-21; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «Presentación», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 19, 1987, pp. 9-14; PÉREZ FERNÁNDEZ, J., «Criterios para la organización del mercado de deuda pública anotada», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 19, 1987, pp. 36-43; PIÑEL LÓPEZ, E., «Las entidades gestoras en el sistema de anotaciones en cuenta», AA.VV., Anotaciones en cuenta de deuda del Estado, Madrid, 1987, pp. 151-175; ROJO FERNÁNDEZ DEL RIO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta. (Análisis del Real Decreto regulador)», AA.VV., Anotaciones en cuenta de deuda del Estado, Madrid, 1987, pp. 83-127; SÁEZ PÉREZ DE LA TORRE, F.J., «El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España», Madrid, 1992, pp. 3-5; SÁNCHEZ CALERO, F., «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», AA.VV., Anotaciones en cuenta de deuda del Estado, Madrid, 1987,

normas liderarían la reforma por la que necesariamente tendría que pasar el mercado de valores español para su futura integración europea<sup>27</sup>.

En la propia Exposición de Motivos del RD 505/1987 se señalaba que la nueva configuración de la emisión de la Deuda Pública a través de la anotación en cuenta suponía la creación de un tratamiento jurídico propio y específico alejado de la doctrina tradicional del título-valor, en cuanto que lo que se planteaba era la sustitución de éste por una técnica operativa más ágil y funcional cuyo fundamento teórico se encontraba más cercano al concepto de derecho-valor que al de título-valor.

La finalidad buscada por el RD 505/1987, en palabras de su Exposición de Motivos, no era otra que la de instaurar un sistema superador de la teoría del título-valor, indicándose que lo que se pretendía, fundamentalmente, podía resumirse en «*iniciar nuevas fórmulas*», que alejadas de la tradicional doctrina del título-valor, posibilitasen «*las operaciones de transmisión de los derechos que los títulos incorporaban, así como el puntual y normal ejercicio de los mismos*», sin incurrir en «*las dificultades anejas al manejo material de las masas de títulos-públicos y privados-negociados en los mercados*»<sup>28</sup>.

La Central de Anotaciones comenzó siendo un servicio público del Estado (artículo 5.1 del RD 505/1987)<sup>29</sup>, que pasó luego a tener la consideración de organismo rector (artículo 57 de la LMV en su redacción originaria), pero dicha condición, tras la reforma operada por la Ley 37/1998, la perdió en favor del Banco de España, que es el actual organismo rector del Mercado de Deuda Pública (artículo 60 del TRLMV).

Con posterioridad al RD 505/1987, la LMV, precursora del proceso de reforma del Mercado de Valores español por aquella época, fue la que dio el impulso definitivo

---

pp. 177-223; UBIRÍA ZUBIZARRETA, S., «*La central de anotaciones y su operativa*», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 19, 1987, pp. 28-35.

<sup>27</sup> GARRIDO SÁNCHEZ, I., «*Las anotaciones en cuenta de deuda del Estado desde el punto de vista del emisor*», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 19, 1987, pp. 26.

<sup>28</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 46.

<sup>29</sup> KIRCHNER BALIU, P. / SALINAS, C., «*La reforma de la Ley del mercado de Valores*», Valencia, 1999, p.176.

al régimen de la anotación en cuenta un año más tarde<sup>30</sup>, permitiendo que cualquier clase de valor, público o privado, se representase mediante anotaciones en cuenta en lugar de mediante títulos<sup>31</sup>, e introduciendo además el régimen jurídico por el que habrían de regirse los valores anotados (artículos 5 a 12 de la LMV y artículos 1 a 28 del posterior RD 116/1992)<sup>32</sup>. Además de este carácter general de que la anotación en cuenta pudiera aplicarse a cualquier clase de valor, el sistema de desmaterialización

---

<sup>30</sup> LÓPEZ SANTANA, N. «*El contrato bancario...*», cit., p. 49.

<sup>31</sup> *Ibid.*, 50. Sobre el sistema de desmaterialización implantado por la LMV: DÍAZ MORENO, A., «*La prenda de anotaciones en cuenta*», RCDI, núm. 603, 1991, especialmente pp. 374 a 387; DÍAZ MORENO, A. / PRÍES RICARDO, A. J., «*Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta*», (coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), AA.VV., en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, pp. 309-349; DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., «*Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico*», (coord., IGLESIAS PRADA, J.L.), AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez, II*, Madrid, 1996, pp. 1.641-1.677, especialmente pp. 1651 y ss.; HERNÁNDEZ SAINZ, E., «*Las entidades encargadas de los registros de anotaciones en cuenta: organización y régimen de responsabilidad*», RDBB, núm. 61, 1996, pp. 63-102; MADRID PARRA, A., «*La circulación de los valores...*», cit., pp. 85 y ss.; MARTÍNEZ MUÑOZ, J.F.: «*Los valores representados mediante anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos*», en DN, núm. 26, 1992, pp. 16-21; MEJÍAS GÓMEZ, J. «*Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración*», AC, núm. 10, 1992, pp. 109-128; RECALDE CASTELLS, A., «*La desmaterialización de los valores privados en España...*», cit., pp. 3098 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta*», (dir. VERDERA Y TUELLS, E.), *El nuevo mercado de valores*, Bolonia, 1993, pp. 90-101; SENES MOTILLA, C., «*Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores representados mediante anotaciones en cuenta*», RGD, núm. 505, 1994, pp. 3561 a 3571; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico*», RDBB, núm. 56, 1994, pp. 825-870.

<sup>32</sup> *Ibid.*p50. Esta autora señala, muy acertadamente desde nuestro punto de vista, que nuestro sistema de desmaterialización actual coincide en esencia con el implantado por la LMV y el RD 116/1992, y que la Ley 37/98 de reforma de la LMV poco afectó a las disposiciones reguladoras de dicho sistema. Al respecto: GUITARD MARÍN, J., «*El Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles*», DN, núm. 17, 1992, pp. 62-64; LÓPEZ DE GARAYO Y GALLARDO: «*Evolución histórica y reforma del sistema...*», ob., cit., pp. 23-32; MÁRQUEZ DORSCH, A., «*Evolución hacia la anotación en cuenta*», PEE, Suplementos sobre el Sistema Financiero, núm. 36, 1991, pp. 33-45; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «*Introducción*», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 36, 1991, p. 5-16; PELLICER, M., «*El riesgo en la compensación y liquidación de los mercados financieros*», PEE, Suplementos sobre el sistema financiero, núm. 36, 1991, pp. 56-60; RAMÍREZ, F., «*Servicio de compensación y liquidación bursátil: génesis de un proyecto ambicioso*», PEE, Suplementos sobre el Sistema Financiero, núm. 36, 1991, pp. 17-22; SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «*Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles*», RGD, núm. 571, 1992, pp. 2843-2851.

introducido por la LMV se caracterizaba por revestir carácter facultativo<sup>33</sup>, ya que no imponía que los valores negociables se tuvieran que representar en todo caso por anotaciones en cuenta, sino que seguía existiendo la posibilidad de representarse por medio de títulos-valores<sup>34</sup>. En efecto, el artículo 9 de la LMV culminó el proceso de independización de la circulación de los derechos incorporados en títulos-valores respecto de la entrega de los mismos, introducido por el artículo 6º IV del D. 1128/1974<sup>35</sup>, por ello se decía en la doctrina alemana al tratar de los depósitos colectivos que la transmisión de los derechos se realizaba «*stückelos*»<sup>36</sup>.

Sin embargo, la LMV preveía la necesidad de otra pieza normativa para el desarrollo de dicho régimen, lo que vino a materializarse mediante la promulgación del RD 116/1992, el cual, culminó el proceso de reforma iniciado por la referida Ley y extendió, tal y como expresaba su Exposición de Motivos, el sistema de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, hasta entonces sólo aplicado a los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, a los valores cotizados en Bolsa y, en general, a todo tipo de valores cuyos emisores así lo decidieran. El RD 116/1992 tenía también como objetivo acabar con la dispersión normativa existente en la materia de la anotación en cuenta, pudiéndose señalar dos notas características del mismo<sup>37</sup>: por un lado, su relevancia en el proceso de desarrollo reglamentario de la LMV, ya que contribuyó al objetivo de lograr la eficiencia del mercado de valores; y, por otro lado, el hecho de que desarrolló conjuntamente dos elementos que la LMV regulaba en diferentes apartados y que eran la confluencia de la regulación relativa a la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta y el régimen de los sistemas de compensación y liquidación de valores. Este desarrollo unitario se explica por el nexo inescindible que existe entre la representación

---

<sup>33</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCIA DE DUEÑAS, A., «*Valores mobiliarios anotados en cuenta: concepto, naturaleza y régimen jurídico*», Pamplona, 1997, p. 72; LENER, R., «*La dematerializzazione dei titoli e il sistema Monte Titoli*», Milán, 1989, pp. 8-10.

<sup>34</sup> MADRID PARRA, A., «*La circulación de los valores...*», cit., p. 84.

<sup>35</sup> EIZAGUIRRE, J.M., «*Derecho de...*», cit., p. 390.

<sup>36</sup> CANARIS, C.W., «*Bankvertragsrecht*», 3ª ed, Berlín, 1988, passim.

<sup>37</sup> TAPIA HERMIDA, A.J.: «*El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, y compensación y liquidación de operaciones bursátiles*», RDBB, Año XII, número 45, 1992, p. 267.

---

de valores por medio de anotaciones en cuenta y la compensación y liquidación de operaciones sobre valores negociables, nexos que se manifiesta desde un punto de vista subjetivo en la coincidencia en la Sociedad de Sistemas de las funciones de llevanza del registro contable y de la liquidación de operaciones sobre valores negociables.

Se puede decir que el RD 116/1992 ha sido la norma básica para regular, durante casi veinticuatro años, el régimen de la anotación en cuenta, la estructura del registro contable, y la Sociedad de Sistemas. Dicho Real Decreto ha sido sustituido por el actual RD 878/2015, el cual, como ya sucedió anteriormente, viene a culminar un nuevo proceso de reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores español impulsado por el objetivo de lograr una mayor homologación de los procesos de post-contratación en el ámbito español con las prácticas europeas<sup>38</sup>.

Volviendo al RD 116/1992, hay que señalar la importancia de sus disposiciones transitorias, en concreto, las disposiciones transitorias primera a cuarta, en las que se contenían los procesos de transformación de los títulos físicos a anotaciones en cuenta en función de la clase de títulos de que se tratase. La regulación de estos procesos de transformación tenía su razón de ser en que, con la aparición del régimen de las anotaciones en cuenta, era necesario ofrecer la posibilidad de que todos los casos de emisiones anteriores a la aparición de dicho régimen se transformasen en anotaciones en cuenta.

Por lo que se refiere al proceso de desincorporación seguido en otros ordenamientos jurídicos, en Estados Unidos, la Reserva Federal y el Tesoro de los Estados Unidos comenzaron, en 1966, a convertir los títulos físicos representativos de la deuda en valores representados mediante anotaciones en cuenta debido, precisamente, a que los costes asociados a la custodia de todos estos títulos así como los riesgos inherentes a su manipulación eran tan elevados que, a mediados de la década de los años

---

<sup>38</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p. 51.

60, los participantes en el mercado empezaron a buscar nuevos métodos para resolver estos problemas dando lugar a la implantación de la anotación en cuenta. La conversión en anotaciones en cuenta duró dos décadas y llevó al mercado a reducir, de forma drástica, los riesgos y los costes operativos<sup>39</sup>.

En el ámbito europeo, fue Alemania el primero de los Estados en buscar soluciones a la insostenible situación de colapso producida por la inmensa proliferación de los títulos valores<sup>40</sup>. En concreto, fueron los particulares quienes, a finales del siglo XIX (5 de enero de 1882), empezaron a crear mecanismos para evitar los inconvenientes de la representación cartular tendentes a reducir al máximo la movilización de los títulos una vez emitidos, para lo que comenzaron a ser depositados por sus titulares en el «*Bank des Berliner Kassenvereins*», lo que dio lugar a la aparición de la figura del depósito colectivo «*Sammelverwahrung*»<sup>41</sup>, al que posteriormente la Ley de 4 de febrero de 1937, sobre Depósito y Adquisición de Títulos-Valores (Depotgesetz)<sup>42</sup>, le otorgó cobertura legal<sup>43</sup>. Este sistema de depósito colectivo se basaba en la consideración como fungibles de los títulos depositados pertenecientes a la misma clase y con el mismo valor nominal, de manera que el derecho de propiedad sobre los concretos títulos depositados se transformó en un derecho de copropiedad por cuotas sobre una cartera colectiva de valores

---

<sup>39</sup> KENNETH D. GARBADE, «*Origins of the Federal Reserve Book-Entry System*», Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, December 2004, p. 33.

<sup>40</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p.25. Al respecto, entre otros, BROSETA PONT, M., «*Estudios de Derecho Bursátil. Depósito y administración de valores. Operaciones bursátiles entre plazas*», Madrid, 1971, p.47; BRUNS, G., «*La organización del servicio de títulos valores y de la liquidación de las operaciones de Bolsa en Alemania*», AA.VV., Curso de conferencias sobre organización y funcionamiento de los servicios para la conservación y administración de los valores mobiliarios y liquidación de las operaciones de Bolsa, Madrid, 1971, pp. 47-57; EIZAGUIRRE, J.M., «*Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos valores*», RDM, núm. 163, 1982, pp. 7-112; GONZÁLEZ CASTILLA, F., «*Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*», Valencia, 1999, pp. 55 y ss.; HUECK, A. / CANARIS, C.W., «*El Derecho de los Títulos-Valor*» (traducción española de la 12ª edición alemana por J.Alfaro), Barcelona, 1988, Rehfeldt-ZÖLLNER Wertpapierrecht, 12ª ed., Munich, 1978, pp. 19-23; OPITZ, G., «*Fünzig depotrechtliche Abhandlungen*», Berlín, 1954; STÜDEMAN, K., «*Die Globalaktie*», Berlín, 1960, pp. 168 y ss.

<sup>41</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 26.

<sup>42</sup> OPITZ, G., «*Depotgesetz. Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*», 2ª ed., Berlín, 1955.

<sup>43</sup> Dicha Ley sustituyó a otra anterior de 5 de julio de 1896, relativa a los deberes de los comerciantes concernientes a la custodia de títulos-valores ajenos.

«*Sammelbestand*», lo cual, desembocó en la consiguiente aceptación, por parte de los depositantes, en ser reintegrados con otros tantos títulos de la misma especie y calidad<sup>44</sup>. Llegados a este punto, es cuando surgió la figura del «*título global o múltiple*», el cual, al englobar una pluralidad de títulos individuales, consiguió aliviar a los «*Sammelbestände*», reduciéndolos a unas proporciones más aceptables<sup>45</sup>. El sistema se perfeccionó y los depósitos colectivos fueron concentrándose en los bancos colectores de títulos valores «*Wertpapiersammelbanken*», creándose un sistema de doble escalón en el que existían unos bancos colectores «*Kassenvereine*», en los que efectuaban sus depósitos los demás bancos cuya función se reducía a la de «*Sammeldepotkunden*»<sup>46</sup>. El último estadio en el proceso de desincorporación alemán vino de la mano del Decreto de 5 de enero de 1940, si bien, éste circunscribió su ámbito de aplicación sólo a los valores deuda pública, permitiendo su representación contable «*Schulbuchforderungen*» y dando lugar a lo que la doctrina alemana ha denominado «*derechos-valores*» «*Wetrechte*»<sup>47</sup>.

Al contrario que en Alemania, en Francia sí se llegó a la total desincorporación de los valores<sup>48</sup>, cuyo proceso se inició cuando la Ley de 18 de junio de 1941<sup>49</sup>, instauró un

---

<sup>44</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 26.

<sup>45</sup> EIZAGUIRRE, J.M., «*Bases para una reelaboración...*», cit., pp. 83 y 84.

<sup>46</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 38.

<sup>47</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 41. Destacan sobre el particular, DROBNIG, U., «*Dokumenteloser Effektenverkehr*», (dir: KREUZER, K), *Abschied vom Wertpapier?, Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten, Gütertransport und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung*, Neuwied/Frankfurt, 1988, pp. 11 y ss.; DRUEY, J.N., «*Die Entmaterialisierung des Wertpapiers. Einige rechtsvergleichende Hinweise*», SAG, 1987, pp. 65 y ss.; HANDSCHIN, L., «*Papierlose Wertpapiere*», Basel—Frankfurt am Main, 1967; KOLLER, I., «*Wertpapierrecht (Empfiehl sich eine Neuordnung und Ergänzung des Wertpapierrechts im BGB)*», Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, t.2, Köln, 1981, pp. 1431 y ss.; KUMPEL, S., «*Der Bestimmtheitsgrundsatz bei Verfügungen über Sammeldepotguthaben*», VM, 1980, p. 422; PETERS, K., «*Bucheffekten —eine Alternative zum Wertpapier?*», WM, 1976, p. 890; PLEYER, K / SCHLEIFFER, G., «*Neuere Entwicklungen im Depotrecht*», Betr., 1972, pp. 77 y ss.; RICHARD, R., «*Wertpapierrecht*», Heidelberg, 1987, p. 12; WESSELEY, W., «*Der Bundesschatzbrief als Sammelschuldbuchforderung und seine Emission*», VM, 1969, p. 1094.

<sup>48</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p.27. Sobre el proceso de desmaterialización en Francia, AVERAN-HORTEUR, L., «*De la C.C.D.T.V. a la SICOVAM: Le compte courant d'actions*», Paris, 1959; GUYON, Y., «*Les aspects juridiques...*», ob., cit., pp. 451-462;

sistema de depósito obligatorio con la doble intención de: (i) simplificar la gestión de los valores, entorpecida por el manejo de ingentes cantidades de títulos y, (ii) especialmente, satisfacer el interés de los poderes públicos por conocer cómo se encontraba repartido el capital mobiliario nacional<sup>50</sup>. Esta Ley creó la «*Caisse Centrale de Dépôts et de Virements de Titres*» (CCDVT)<sup>51</sup>, y aunque no implantó la desmaterialización absoluta, sí consiguió descongestionar el tráfico de títulos al desvincular el ejercicio de los derechos de la tenencia material del título, y su transmisión, de la inmediata circulación de los documentos. En este sentido, los valores seguían emitiéndose en documentos pero éstos nacían ya para ser inmediatamente depositados (tras su depósito los títulos eran perforados con la finalidad, no de inutilizarlos, sino de impedir que volvieran a circular)<sup>52</sup>, creándose de esta manera una especie de depósito colectivo que, con la Ley de 3 de febrero de 1943, se hizo obligatorio para todas las acciones al portador de todas las sociedades, abriéndose cuentas a sus depositantes para permitir la transmisión de los valores mediante las correspondientes anotaciones contables sin necesidad de entregarlos. En el sistema de la CCDVT la desmaterialización afectaba solamente a la transmisión y administración de los valores, pero no a su constitución, puesto que el derecho seguía estando incorporado en un título aunque estuviese condenado a la inmovilización<sup>53</sup>.

El anterior sistema fue suprimido por la Ley de 5 de julio de 1949 debido a que nunca logró una buena aceptación por su carácter imperativo<sup>54</sup>, pero lo cierto es que era

---

JEANTIN, M., «*Droit commercial. Instrument de paiement et de crédit. Entreprises en difficulté*», Paris, 1988; MASSON, P., «*Le régime actuel des valeurs mobilières peut-il être unifié et simplifié?*», *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 1948, pp. 592-602; SCHMIDT, D., «*Le régime actuel des valeurs mobilières*», *Revue de Droit Bancaire*, 1987, núm. 2, pp. 42-44.

<sup>49</sup> DECUGIS, H., «*La loi du 28 février relative à la négociation des actions*», *Journal des Sociétés Civiles et Commerciales*, 1941, pp. 129-154.

<sup>50</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Valores mobiliarios anotados en cuenta...*», cit., p. 43.

<sup>51</sup> *Ibid.* p.44.

<sup>52</sup> AVERAN-HORTEUR, L., «*De la C.C.D.T.V...*», ob., cit., pp. 172-173.

<sup>53</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., pp. 43-44.

<sup>54</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 28.

muy difícil abandonar las ventajas que se habían alcanzado con el sistema de depósito<sup>55</sup>, por ello, con posterioridad, el Decreto 1105 de 4 de agosto, creó la «*Société Interprofessionnelle por la Compensation des Valeurs Mobilières*» (SICOVAM), donde los bancos y los agentes de cambio y bolsa depositaban los títulos confiados por los titulares, títulos que eran considerados fungibles, de manera que los depositantes eran propietarios de una cuota sobre los mismos y, en consecuencia, aceptaban que les fueran restituídos títulos de la misma especie y calidad que los que depositaron. Las transmisiones tenían lugar en el seno de la propia SICOVAM por medio de anotaciones contables de cargo y abono en las cuentas de los titulares y, para el ejercicio de los derechos, la propia SICOVAM emitía unos certificados de depósito que legitimaban al titular<sup>56</sup>.

El hito final de la desmaterialización en Francia llegó con la promulgación de la Ley de Finanzas de 30 de diciembre de 1981, y su Decreto de aplicación 83/359, de 2 de mayo de 1983<sup>57</sup>. Tales normas no captaron en su momento la debida expectación acorde a su importancia debido a que, como ha señalado algún autor, su definitiva puesta en funcionamiento quedó aplazada dieciocho meses desde la aprobación del referido Decreto<sup>58</sup>. Las referidas normas mantenían la existencia de la SICOVAM, e imponían la obligación de que los valores emitidos en territorio francés y sometidos a la legislación francesa se representasen mediante su registro en cuentas llevadas por la sociedad emisora o por un intermediario autorizado, los cuales, para el caso de valores admitidos a negociación en mercados secundarios, deberían tener una cuenta abierta en la

---

<sup>55</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p.44. Este autor apunta que Francia, además de contar con uno de los sistemas más desarrollados de desmaterialización de valores cuenta con una vasta experiencia en materia de desmaterialización de los efectos de comercio, lo que ha dado lugar al nacimiento de la *lettre de change-relevé* y la *lettre de change-relevé-magnétique*. Sobre este particular, BELAN, P. / RUFF, A., «*L'ordinateur de la banque*», Paris, 1974; GAVALDA, C / STOUFFLET, J., «*Droit del affaires*», Paris, 1988, pp. 169 y ss; JEANTIN, M., «*Droit conimercial. Instrument de paiment et de crédit...*», ob., cit., p. 356; VASSEUR, M., «*La Lettre de change—Relevé. De l'influence de l'informatique sur le Droit*», Paris, 1976.

<sup>56</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., pp. 27 y 28.

<sup>57</sup> *Ibid.*, p.28

<sup>58</sup> HERBERT, S., «*Certificateless in France*», *The Journal of Busines Law*, 1987, pp. 60-64.

SICOVAM en la que se registrarían los saldos globales de los valores que mantengan por cuenta de sus titulares<sup>59</sup>. Algún autor ha apuntado que la referida Ley y su Decreto de aplicación no acometieron la modificación de los preceptos de la legislación societaria concernientes a los valores mobiliarios, en los que se seguía hablando de títulos nominativos y títulos al portador, cuando el nuevo sistema ya no permitía hablar de títulos al portador, sino que, más bien, debería hablar de títulos anónimos. Estas modificaciones llegaron más tarde de la mano de la Ley 83/1, de 3 de enero de 1983, que rectificó el capítulo de la Ley de 24 de julio de 1966, relativo a los valores mobiliarios, y de su Decreto de aplicación 83/363, de 2 de mayo de 1983, que modificó el Decreto de 23 de marzo de 1967, sobre sociedades mercantiles<sup>60</sup>.

El caso de Dinamarca es realmente interesante puesto que fue el primero en optar por la desmaterialización absoluta obligatoria<sup>61</sup>. El origen del referido sistema se encuentra en una Ley de mayo de 1980 que comenzó imponiendo la desmaterialización únicamente respecto de las obligaciones, extendiéndose, en 1988, al resto de los valores<sup>62</sup>. La entidad encargada del registro contable es la «*Vaerdipapircentralen*» junto con intermediarios autorizados para desarrollar la actividad de llevanza de registros contables<sup>63</sup>.

---

<sup>59</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p.28.

<sup>60</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p 47. Sobre el particular, FOYER, V.J., «*La dérnaterialisation des valeurs mobilières en France*», Lausanne, 1985, p. 21; MERCADAL, B. / JANIN, P.H., «*Sociétés commerciales*», en *Memento pratique Francis Lefebvre*, Paris, 1991, pp. 713 y ss.; MERLE, P., «*Droit commercial*», *Sociétés oomerciales*, Paris, 1988, pp. 244 y ss.; RIPERT, G. / ROBLOT, R. «*Traité de Droit commiercial*», t. II, 12ª ed., Paris, 1990, pp. 33 y 34; RIVES LANGE, J.L. / CONTAMINES RAYNAUD, M., «*Droit bancaire*», Paris, 1990, pp. 1018 y ss.

<sup>61</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 29. Acerca de dicho sistema, GRAM, G.B., / MEBUS, B., «*Vaerdipapircentralen*», Copenhague, 1984; HANSEN, E.B. / SCHAUMBURG-MÜLER, P., «*Dansk Bors ret*», Copenhague, 1996; JACOBSEN, C.B., «*Lov om en vaerdipapircentralen*», Viborg, 1983.

<sup>62</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p.29.

<sup>63</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCIA DE DUEÑAS, A., «*Valores mobiliarios anotados en cuenta...*», cit., p.52.

El caso de Italia es particular y, así, se puede decir que el proceso de desmaterialización se ha quedado a medio camino<sup>64</sup> y, en este sentido, ni siquiera se ha llegado a la desmaterialización absoluta para un tipo de valores<sup>65</sup>. A este respecto, en Italia, a falta de una previsión normativa al respecto, el proceso se llevó a cabo mediante la instauración en la práctica de un sistema de depósito y administración centralizada de valores en una única entidad, ajena al sistema bancario y creada específicamente para estos efectos, que tenía como objeto asegurar, a cambio de una remuneración, la custodia fiduciaria y la administración centralizada de los valores mobiliarios italianos y extranjeros afiliados, con el objeto de facilitar la transferencia de los correspondientes derechos<sup>66</sup>, sociedad que se denominó Monte Titoli S.p.A. «*Instituto per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari*», y que fue creada en 1978 gracias a la Banca d'Italia y a entidades de crédito y organizaciones profesionales de agentes de cambio<sup>67</sup>, alcanzándose la desmaterialización gracias a la articulación de los medios y procedimientos necesarios y al tratamiento de los títulos como bienes fungibles<sup>68</sup>. La incorporación de los correspondientes valores de los titulares a este sistema centralizado tenía lugar mediante el depósito de los títulos en una entidad adherida al sistema que, a su vez, procedía a subdepositarlos en la sociedad Monte Títoli<sup>69</sup>. Las actuaciones relativas a los valores incluidos en el sistema se resolvían entre la sociedad Monte Títoli

---

<sup>64</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p.29. Sobre el proceso de desmaterialización en Italia: AULETTA, G., / SALANITRO, N., «*La gestione accentrata dei valori mobiliari*», BBTC, 1987-1, pp. 721-726; CARMIGNANI, S., «*Il mercato mobiliare e il sistema Monte Titoli*», Studi Senesi, 1993, pp. 268-297; CARRIERO, G., «*Monte Titoli, S.p.A.: le ragioni di un intervento legislativo*», Il Foro Italiano, 1986-V, pp. 259-267; LENER, R., «*La dematerializzazione dei titoli*», cit., pp. 9 y ss; MARTORANO, F., «*Titoli di crédito*», 3ª ed., Milano, 1997, pp. 148-239; MINERVINI, G., «*Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di crédito*», BBTC, 1990-I, 145-151; PARTESOTTI, G., «*Profili cartolari del sistema Monte Titoli*», BBTC, 1987-1, pp. 601-613; PAVONE LA ROSA, A., «*La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli*», BBTC, 1988-I, pp. 289-324; RIGHINI, E., «*I valori mobiliari*», Varese, 1993, pp. 1-50.

<sup>65</sup> LENER, R., «*La dematerializzazione dei titoli*», cit., pp. 9 y 36. Este autor afirma que nos encontramos ante una desmaterialización menor.

<sup>66</sup> MARTORANO, F., «*Titoli di crédito*», ob., cit., pp. 195-197.

<sup>67</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCIA DE DUEÑAS, A., «*Valores mobiliarios anotados en cuenta...*», cit., p. 46.

<sup>68</sup> AULETTA, G / SALANITRO, N., «*Diritto commerciale*», 6ª ed., Milano, 1990, p. 580; CASTELLANO, G., «*I titoli di massa*», BTCC, 1987, I, p. 33; PELLIZI, G. L., «*Principi di diritto cartolare*», Bologna, 1967, p. 151.

<sup>69</sup> AULETTA, G. / SALANITRO, N., «*Diritto...*», cit. p. 577.

y las entidades adheridas y, por su parte, los titulares de los valores sólo podían relacionarse con dichas entidades adheridas<sup>70</sup>. El titular de los valores aceptaba que la sociedad Monte Titoli le pudiera restituir con los mismos títulos o con otros de la misma especie y calidad<sup>71</sup>, ya que por disposición de la Ley 1986/289 y debido al carácter fungible de los títulos, la sociedad Monte Titoli sólo estaba obligada a entregar «*un corrispondente quantitativo di titoli della stessa specie*»<sup>72</sup>. Este sistema permitió superar los inconvenientes que las ingentes masas de documentos habían ocasionado en el ámbito de la circulación de los derechos a ellos incorporados<sup>73</sup>, ya que la entrega de los títulos fue sustituida por los correspondientes asientos de cargo en la entidad adherida que actuaba por cuenta del transmitente y de los correlativos asientos de abono en la entidad adherida que actuaba por cuenta del adquirente<sup>74</sup>. Este sistema obtuvo un reconocimiento oficial por medio de la Ley 289, de 19 de junio de 1986, que fue desarrollada por reglamentos de la «*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*» (CONSOB) números 2723 y 2724, de 18 de febrero de 1987, los cuales, fueron posteriormente modificados por el reglamento 4199, de 29 de agosto de 1989<sup>75</sup>. Tras la Ley número 289, este sistema de gestión centralizada opera la desincorporación de los valores en el plano de la circulación de los mismos, ya que la transmisión de los valores incorporados a dicho sistema se realiza mediante meros apuntes contables sin necesidad de entrega; el ejercicio de derechos patrimoniales es gestionado directamente por Monte Titoli<sup>76</sup>; y los derechos políticos son ejercitados directamente por los titulares de los valores<sup>77</sup>, para lo cual, las entidades depositarias entregan a los titulares los

---

<sup>70</sup> CAPRIGLIONE, F., «*Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*», BBTC, 1987-1, p. 28.

<sup>71</sup> PAVONE LA ROSA, A., «*La gestioni accentrata di valori mobiliari...*», ob., cit., pp. 313-315.

<sup>72</sup> CAMPOBASSO, G. F., «*Diritto comMerciale*», 2, Diritto delle società, Torino, 1988, p. 128.

<sup>73</sup> CARMIGNANI, S., «*Il mercato mobiliare...*», ob., cit., p. 283.

<sup>74</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 30. Al respecto, AULETTA, G., / SALANITRO, N., «*La gestione accentrata...*», cit., p. 724; PARTESOTTI, G., «*Profili cartolari...*», cit., pp. 606-609; PAVONE LA ROSA, A., «*La gestioni accentrata di valori mobiliari...*», ob., cit., pp. 313-315.

<sup>75</sup> LENER, R., «*Il nuovo regolamento de la Monte Titoli S.p.A.*», BBTC, 1990-I, pp. 199-207.

<sup>76</sup> PARTESOTTI, G., «*«Profili cartolari...»*», cit., p. 604.

<sup>77</sup> BARBUZZI, G., «*La «nuova» Monte Titoli: dalla legge 19 giugno 1986, n. 289 alla piena operatività del sistema*», Impresa, núm. 9, 1987, pp. 61-62.

correspondientes certificados de depósito que les sirven como medio de legitimación suficiente<sup>78</sup>.

### ***1.2.3.DELIMITACIÓN CONCEPTUAL***

El valor anotado se constituye como una categoría especial de representación de los derechos patrimoniales basado en un sistema contable que está inspirado en los principios registrales, el cual, se fundamenta en la confianza del público en las entidades de crédito y en las empresas de servicios de inversión<sup>79</sup>, como entidades encargadas del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta junto con la Sociedad de Sistemas.

Algún autor ha pretendido adaptar la doctrina tradicional del título-valor a la nueva realidad de los valores anotados y ha llegado a afirmar, con poco acierto desde nuestro punto de vista, que la noción de título no plantea dificultades para llegar a amparar instrumentos jurídicos referidos a soportes informáticos<sup>80</sup>, de manera que la noción de título-valor seguiría siendo la categoría general en la que se incluirían los títulos-valores cartulares documentados en papel y los títulos-valores informatizados<sup>81</sup>, señalando otros, en esta misma línea, que el régimen jurídico de los valores anotados es el mismo que el de los títulos-valores<sup>82</sup>, o que la anotación en cuenta de los valores es una forma de representación que se subsume en la noción genérica de título-valor<sup>83</sup>.

Otros autores, en cambio, apuntan a que la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta supuso una ruptura total con la concepción que la doctrina tenía

---

<sup>78</sup> AULETTA, G., / SALANITRO, N., «Diritto...», cit., pp. 582-583; CHIOMENTI, F., «Biglietti di ammissione in assemblea per azioni depositate al Monte Titoli», RDComm, I, 1984, pp. 235 y ss.; LENER, R., «La dematerializzazione dei titoliazionari...», cit., pp. 89 y ss.

<sup>79</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «El valor anotado en cuenta...», cit. p. 834.

<sup>80</sup> BERCOVITZ RODRIGUEZ CANO, A., «El derecho del...», ob., cit., p. 85.

<sup>81</sup> *Ibid.*, p. 90.

<sup>82</sup> ROJO FERNÁNDEZ DEL RIO, A., «El sistema español de anotaciones en cuenta...», ob., cit., pp. 108-112.

<sup>83</sup> DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., «Acciones y obligaciones...», cit., p. 1.653.

de los títulos-valores hasta ese momento, pues en lugar de «*títulos-valores*» se creaban «*valores sin título*»<sup>84</sup>. Así, lo que se había llamado «*razón biológica de los títulos-valores*», que era evitar los inconvenientes de la invisibilidad de los derechos subjetivos, se convierte en la antítesis del objetivo pretendido por el sistema de anotaciones, de tal forma que conforme a los principios del sistema tabular, la tangibilidad de los derechos es considerada como un lastre<sup>85</sup>.

De lo dicho anteriormente consideramos que el título-valor, entendido como título documentado en un soporte papel, constituye un sistema de representación radicalmente diferente al de la anotación en cuenta como mero apunte informático que es, configurándose como dos sistemas diferentes tanto en lo que se refiere a la forma de representación (en el título-valor el derecho está «*incorporado*» en un papel y en la anotación en cuenta no lo está); como en la forma de constitución, transmisión y ejercicio de los derechos (en el título-valor se requiere de la producción, entrega y presentación del título, mientras que en la anotación en cuenta lo anterior tiene lugar a través de apuntes de abono y adeudo para el caso de la constitución y transmisión, o a través del propio asiento contable acreditativo de la titularidad del valor para el caso del ejercicio de los derechos inherentes al mismo).

Dicho lo anterior, consideramos, por tanto, que la LMV superó la doctrina tradicional del título-valor y creó una nueva fórmula jurídica para la constitución, circulación y extinción de los valores mobiliarios, la anotación en cuenta, la cual, supuso una nueva realidad, esto es, una nueva modalidad de representación de los valores, radicalmente diferente de la representación mediante títulos físicos existente hasta ese momento. La representación registral de los valores supuso, como algún autor ha apuntado acertadamente, la forma de alcanzar la desincorporación, de manera que lo que ha permitido que, desde la lógica jurídica se afirme la desmaterialización de los

---

<sup>84</sup> GARRIGUES, J., «*El Decreto 25 de abril 1974 sobre liquidación y compensación de operaciones bursátiles desde el punto de vista del Derecho mercantil*», Madrid, 1974, p. 21; RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «*Instrumentación y gestión de los valores...*», cit., p. 53; SÁNCHEZ CALERO, F., «*La bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta*», cit., p. 198.

<sup>85</sup> GARRIGUES, J., «*Tratado de derecho mercantil*», t.II, Madrid, 1955, p. 13; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCIA DE DUEÑAS, A., «*Valores mobiliarios anotados en cuenta...*», cit., p. 131.

valores, ha sido la configuración de un sistema registral específico que, gracias a la atribución de fuerza constitutiva a las inscripciones registrales relativas a valores negociables y sin necesidad de servirse de la representación documental, permite la constitución de los valores como bienes inmateriales y el ejercicio de los derechos que de ellos se derivan y, por ello, es un error atribuir a la informática el mérito de la nueva concepción de los valores como valores informatizados<sup>86</sup>, ya que la informática sería más bien el instrumento técnico que permite la llevanza del registro de anotaciones<sup>87</sup>.

Por otro lado, cabe señalar que no existe en nuestro ordenamiento jurídico una definición de anotación en cuenta ni de valor anotado en cuenta<sup>88</sup>, sino que ha sido la doctrina la que ha tenido que acuñar dicha definición a partir de la regulación existente sobre la materia y, a este respecto, algún autor define el valor anotado en cuenta como todo valor negociable inscrito en un registro contable a nombre de aquél al que corresponda la titularidad plena, quién, en virtud de su legitimación registral, podrá ejercitar los derechos derivados del valor y constituir sobre el mismo derechos reales limitados o gravámenes<sup>89</sup>. A este respecto, coincidimos con este autor en la definición siempre y cuando por «*valor negociable*» se entienda todo valor que sea susceptible de un tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero (según las notas contenidas en el artículo 2 del TRLMV), esto es, que no necesariamente esté negociando en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación sino que sea susceptible de hacerlo en un determinado momento.

Algún otro autor define la anotación en cuenta como el apunte contable que, materializado a través de un sistema informatizado, previa la oportuna acreditación documental, atribuye el derecho real pleno así como ciertos derechos reales limitados y

---

<sup>86</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Valores mobiliarios anotados en cuenta...*», cit., p. 11 y 132.

<sup>87</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 240.

<sup>88</sup> *Ibid*, p. 200.

<sup>89</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Valores mobiliarios anotados en cuenta...*», cit., p. 141.

otra clase de gravámenes sobre valores negociables<sup>90</sup>. Respecto de esta definición, hacemos igualmente la misma consideración que para el caso anterior y, adicionalmente, no compartimos la idea de hacer referencia a la «*acreditación documental*» ya que nos parece que éste es un aspecto del procedimiento de anotación de valores pero no de la propia definición de anotación en cuenta.

Dicho lo anterior, bajo nuestro criterio, el valor anotado en cuenta podría definirse como «*todo valor, susceptible de un tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, que se materializa, a través de un apunte contable, en un registro contable basado en un sistema informatizado*», y la anotación en cuenta podría ser «*el medio o instrumento a través del cual un valor, susceptible de un tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, adquiere virtualidad en un registro contable basado en un sistema informatizado*». Con estas definiciones queremos resaltar el hecho de que la anotación en cuenta no es más que el instrumento a través del cual, se puede representar un valor, y que dicho instrumento tiene un carácter esencialmente contable, puesto que no es otra cosa que un mero apunte contable, lo cual, viene refrendado por el hecho de que el alta y baja de valores en el registro contable se produce mediante operaciones de cargo y abono (artículo 34.1 del RD 878/2015), las cuales, confieren la dimensión contable a los valores anotados<sup>91</sup>.

## **1.2.4. CARACTERES Y PRINCIPIOS CONFIGURADORES**

### **1.2.4.1. CARÁCTER NOMINATIVO**

La propia configuración del sistema del registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta hace que, como ha apuntado algún autor, todos los

---

<sup>90</sup> MEJÍAS GÓMEZ, J. «*Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta...*», ob., cit., p. 110.

<sup>91</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 312.

valores anotados adopten necesariamente forma nominativa, es decir, no cabe el anonimato en la titularidad de los valores anotados<sup>92</sup>.

Siendo lo anterior así, cabe preguntarse entonces cuál es el sentido de que el artículo 118.2 del TRLSC, cuando se refiere a las anotaciones en cuenta, disponga que: «*Esta modalidad de representación de las acciones también podrá adoptarse en los supuestos de nominatividad obligatoria previstos por el artículo 113*». Los supuestos contemplados por el referido artículo 113.1 son que existan desembolsos pendientes, restricciones a la libre transmisibilidad, prestaciones accesorias o que lo exijan disposiciones especiales.

Si anteriormente hemos señalado que las anotaciones en cuenta tienen un carácter nominativo, parece que no sería entonces necesario que la referida Ley dispusiera que las anotaciones en cuenta pueden adoptar también forma nominativa, de forma análoga a como ocurre con los títulos físicos que pueden ser nominativos o al portador, pero que revisten necesariamente la forma nominativa en los mismos supuestos que los señalados anteriormente (artículo 113.1 del TRLSC). Pues bien, desde nuestro punto de vista, esta previsión y aquellas otras similares contenidas en legislación especial se explican porque, en estos casos, lo que quiere el legislador al exigir esa nominatividad obligatoria es que los datos consten en el libro registro de acciones nominativas y que, por tanto, el control de los accionistas lo lleve la sociedad emisora (artículo 116 del TRLSC), de modo análogo a como ocurre en el sistema francés.

A este respecto, los sistemas francés y danés han instrumentado la forma de anotar valores en cuenta respetando el anonimato de su titular<sup>93</sup> y, así, en el sistema francés, se admitía tanto la inscripción en cuenta de «*títulos*» físicos nominativos como al portador.

---

<sup>92</sup> VELASCO SAN PEDRO, L.A., «*La documentación de la posición de socio*», (coord., ALONSO UREBA, A. / DUQUE DOMÍNGUEZ, J. / ESTÉBAN VELASCO, G. / GARCÍA VILLAVERDE, R. / SÁNCHEZ CALERO, F.), AA.VV., Derecho de sociedades anónimas, t. I, La Fundación, pp. 319 y 335.

<sup>93</sup> RECALDE CASTELLS, A., «*En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad*», RDBB, núm. 50, 1993, p. 371, nota 22.

El registro de los nominativos era llevado por la propia entidad emisora de éstos, mientras que el registro de los títulos al portador se encomendaba a una entidad intermediaria que no podía desvelar a la sociedad emisora la identidad de los titulares «*en situation normale, ni l'émetteur, ni la SICOVAM, ni le teneur de comptes, ne peuvent avoir une connaissance complète et immédiate de la répartition d'un titre*»<sup>94</sup>. Por lo demás, el tratamiento de estos dos tipos de valores dentro del sistema, incluida la forma de su transmisión, era idéntico. Sin embargo, las operaciones bursátiles sobre valores nominativos resultaban de más difícil realización, por el hecho de que la llevanza de su registro estuviese en manos de la propia entidad emisora, por ello, la Ley núm. 98-416, de 17 de junio de 1987, crea las acciones al portador identificables. La llevanza del registro contable de estos valores corresponde a la SICOVAM y las entidades emisoras están facultadas para solicitar de aquélla la identidad, nacionalidad, domicilio y número de valores que tienen inscritos a su nombre los accionistas de la sociedad, así como las posibles restricciones a las que se encuentren sometidos los valores.<sup>95</sup> En relación con esto último, podemos decir que el sistema francés funciona igual que el sistema que tiene implementado la Sociedad de Sistemas y que será objeto de estudio en el capítulo correspondiente, para facilitar a emisores, asociaciones de accionistas y accionistas, los datos identificativos de los accionistas de una sociedad en los casos previstos por el artículo 23 del RD 878/2015 y por el artículo 497 del TRLSC.

Por lo que respecta al sistema danés, el anonimato es también conseguido por medio de dos tipos de registro, uno llevado por el emisor de los valores y otro, para aquellos valores cuyo anonimato se pretende custodiar, encomendado a una entidad intermediaria.<sup>96</sup>

---

<sup>94</sup> RIPERT, G. / ROBLOT, R., «*Traité de droit comercial*», ob., cit., p. 35.

<sup>95</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 246.

<sup>96</sup> LENER, R., «*La dematerializzazione dei titolizzatori...*», cit., p. 17.

#### ***1.2.4.2. PRINCIPIO DE RESERVA DE DENOMINACIÓN***

El principio de reserva de denominación se encuentra contenido en el artículo 6 del RD 878/2015, que dispone lo siguiente: *«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 relación con los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 47 (futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados)».*

Lo que se trata de garantizar con este principio es que el concepto de *«representación mediante anotación en cuenta»* se utilice, única y exclusivamente, respecto de aquellos valores que estén representados de esta forma, es decir, se trata de garantizar que dicha terminología se emplee correctamente. La razón para restringir la autonomía privada se fundamenta en que la opción por un régimen de ejercicio y circulación de derechos que sustrae la aplicación de las normas generales del Derecho civil debe admitirse sólo en los supuestos tipificados y de acuerdo con el régimen establecido, por esta razón, no cabe desviarse del régimen legal ni extenderlo a otros casos<sup>97</sup>.

En otro orden de cosas, desde nuestra consideración, la identificación que hace el artículo 6 del RD 878/2015 entre el término *«anotación en cuenta»* y *«valor negociable»* no es del todo acertada desde el mismo momento en que el valor negociable, entendido éste como valor susceptible de un tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, nace con la propia anotación en cuenta, es decir, la anotación en cuenta no es un valor negociable, sino que es la inscripción o registro en cuya virtud se constituye el valor negociable, esto es, la anotación es el acto que sirve

---

<sup>97</sup> RECALDE CASTELLS, A., *«Las anotaciones en cuenta»*, (coords., DÍAZ MORENO, A. / JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.), AA.VV., (cap. 20), Títulos-valores y otros instrumentos del tráfico empresarial, vol. 4º, 15ª ed., Madrid, 2013, p.316.

para dar existencia al valor negociable. En este sentido, entendemos que un término más correcto sería el de «*valor anotado*» utilizado por el TRLMV por cuanto se trata, en definitiva, de valores anotados o registrados en un registro contable (en una base de datos), por eso otro término propuesto por algún autor y que consideramos adecuado es el de «*valor registrado*»<sup>98</sup>.

#### **1.2.4.3.PRINCIPIO DE UNICIDAD**

Este principio aparece consagrado en el artículo 6.1 del TRLMV y en el artículo 3 del RD 878/2015. En virtud de este principio, todos los valores integrantes de una emisión, salvo supuestos excepcionales que serán analizados con posterioridad, deben ser objeto de una misma modalidad de representación.

En relación con este principio, se hace necesario clarificar el concepto de emisión. A este respecto, algún autor distingue entre un concepto funcional de emisión, que identifica con el negocio jurídico de tracto sucesivo por el cual, las personas físicas o jurídicas que actúan como suscriptores adquieren los valores originariamente del emisor; y un concepto objetivo<sup>99</sup>, que se correspondería con la definición dada por el actualmente derogado artículo 4.2 del Real Decreto 291/1992, que delimitaba el concepto de emisión de la siguiente forma: «*Se entenderá a estos efectos por emisión, cada conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito, incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones*».

---

<sup>98</sup> ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A., «*El sistema español de anotaciones en cuenta...*», ob., cit., p. 109 y ss.; SANTOS MARTÍNEZ, V., «*Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta*», AA.VV., Derecho de sociedades anónimas II, Capital y acciones, vol. 1, Madrid, 1994, p.501.

<sup>99</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*Derecho del Mercado de Valores*», Manuales Básicos, 2ª ed., Barcelona, 2003, p. 46.

En virtud de la anterior definición, y si se considera como ejemplo el caso de una sociedad anónima, una emisión sería el acto fundacional, mientras que otras emisiones serían las sucesivas ampliaciones de capital. A este respecto, algunos autores sostienen que es necesario diferenciar el concepto de emisión del de serie y clase de acción<sup>100</sup>, por lo que afirman que se pueden realizar emisiones de valores, incluso dentro de la misma clase y serie, unas en títulos y otras en anotaciones en cuenta, siempre que se respete la regla de la unicidad respecto de cada emisión<sup>101</sup>.

En relación con lo anterior, desde nuestro punto de vista, no consideramos que sea posible que dentro de una misma clase de acciones existan algunas representadas por títulos físicos y otras por medio de anotaciones en cuenta, ya que lo que define a una clase de acciones es la homogeneidad de las características de las acciones que la integran y, entre esas características, se encuentra la forma de representación. Por otro lado, entendemos que el concepto de serie ha quedado reemplazado por el concepto de emisión, de manera que los dos conceptos que se manejan en la actualidad son el de emisión y clase de acciones.

A este respecto, nos parece más acertada la postura de otros autores que matizan esta idea de unicidad al considerar que, en la sociedad anónima, la idea de emisión no debe de ir vinculada «a la de un acto formal de constitución de la sociedad o de aumento de capital, sino a la de homogeneidad de los valores», afirmando así que la uniformidad en la forma de representación escogida ha de interpretarse, respecto de las sociedades anónimas, en consonancia con la idea de «clase», de forma que, en las sociedades anónimas, los valores pertenecientes a una misma clase habrán de adoptar la misma forma de representación y, por otro lado, dentro de una misma emisión, las

---

<sup>100</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «Derecho de los Títulos-Valores. Parte General», Santiago de Compostela, 2006, p. 825.

<sup>101</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «El valor anotado en cuenta...», cit., p. 829.

acciones podrán adoptar formas de representación diversas siempre que pertenezcan a clases distintas<sup>102</sup>.

En el sistema norteamericano, por ejemplo, es posible que una emisión de valores esté parcialmente representada en títulos y en anotaciones en cuenta, es lo que se conoce como el «*dual system of registration*»<sup>103</sup>, lo que tendrá lugar respecto de aquellas emisiones en las que el emisor faculta al titular para solicitar en cualquier momento la conversión de la forma de representación. En este sentido, el procedimiento de conversión del título en anotación y viceversa viene regulado en el artículo 8-407 del UCC, en virtud del cual, se dispone, en relación con la transformación del título en anotación en cuenta, lo siguiente: «*Upon surrender of a certificatted security with all necessary indorsements and presentation of a written request by the person surrendering the security, the issuer, if he has no duty as to adverse claims or has discharged the duty (Section 8-403), shall issue to the person or a person designated by him an equivalent uncertificatted security subject to all liens, restrictions, and claims that were noted on the certificatted security».* Para el supuesto de reversión de anotación en cuenta a título, se señala lo siguiente: «*Upon receipt of a transfer instruction originated by an appropriate person who so requests, the issuer of an uncertificatted security shall cancel the uncertificatted security and issue an equivalent certificatted security on which must be noted conspicuously any liens and restrictions of the issuer and any adverse claims (as to which the issuer has a duty under Section 8-403(4)) to which the uncertificatted security was subject. The certificatted security shall be registered in the name of and delivered to: (a) the registered owner, if the uncertificatted security was not subject to a registered pledge; or (b) the registered pledgee, if the uncertificatted security was subject to a registered pledge*».

Desde una perspectiva jurídica y, en relación con este último procedimiento de conversión de la anotación en cuenta a títulos físicos, es curioso lo que sucede en los casos en los que existe una prenda, en los cuales, el título debe entregarse al acreedor

---

<sup>102</sup> DÍAZ MORENO, A. / PRÍES RICARDO, A. J., «*Negocios sobre...*», cit., p. 320.

<sup>103</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*El valor anotado en cuenta...*», cit., pp. 829 y 830.

pignoraticio y no al titular del valor pignorado: «*The certificated security shall be... delivered to the registered pledgee, if the uncertificated security was subject to a registered pledge*»; y ello es así porque mientras existía la anotación en cuenta bastaba con que se inscribiese el derecho de prenda en la cuenta del titular, tal y como se dispone en el artículo 8-108 UCC: «*A security interest in an uncertificated security may be evidenced by the registration of pledge to the secured party or a person designated by him. There can be no more than one registered pledge of an uncertificated security at any time. The registered owner of an uncertificated security is the person in whose name the security is registered, even if the security is subject to a registered pledge. The rights of a registered pledgee of an uncertificated security under this Article are terminated by the registration of release*»; por lo que una vez convertido el valor a títulos físicos, éstos deberán entregarse al acreedor pignoraticio para ponerle en posesión de los mismos y evitar, de este modo, que el titular pueda disponer de ellos, siendo ésta también, la forma de proceder en estos casos bajo la regulación española.

Finalmente, los supuestos excepcionales mencionados al principio de este apartado se refieren, por un lado, a los casos de modificación de la forma de representación de los valores, cuando éstos, originariamente, estaban representados por títulos, ya que, en estos casos, la transformación de los títulos en anotaciones en cuenta no se produce de forma inmediata, sino que transcurre un lapso temporal durante el cual los títulos físicos van siendo presentados para su transformación y posterior destrucción; y, por otro lado, los valores de Deuda Pública constituyen la excepción más relevante al principio de unicidad, ya que no existe inconveniente legal a la coexistencia de las dos formas de representación en una misma emisión<sup>104</sup>, y así se establece en el artículo 12.1 del RD 505/1987, en el cual, se atribuye al Ministerio de Economía y Hacienda, por un lado, la facultad de establecer las circunstancias y el procedimiento en que los tenedores de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta podrán solicitar su transformación en títulos-valores; y, por otro lado, determinar cuándo y cómo las

---

<sup>104</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «*Derecho de los Títulos-Valores...*», cit., p. 827.

emisiones de Deuda del Estado que en el momento de su creación no ofrecían al suscriptor la posibilidad de elegir la forma de representación, puedan ser incorporadas a ambas formas de representación. En virtud de todo ello, parece desprenderse que en el caso de los valores de Deuda del Estado, la facultad de elegir la forma de representación no sólo corresponde al emisor, sino también a los tenedores, ya que éstos pueden solicitar la transformación de sus valores con independencia de la forma de representación del resto de unidades que integran la emisión.

#### ***1.2.4.4. PRINCIPIO DE IRREVERSIBILIDAD VERSUS REVERSIBILIDAD***

El nuevo RD 878/2015 ha venido a introducir una modificación sustancial, y a nuestro modo de ver, muy acertada, respecto de la regulación sobre la irreversibilidad/reversibilidad de la anotación en cuenta contenida en el antiguo RD 116/1992. En este sentido, el RD 116/1992 afirmaba expresamente, en su artículo 3, que la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta era irreversible para, a continuación, hacer una excepción e indicar que sí era posible la reversión cuando se tratase de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y lo autorizase la CNMV, a solicitud del emisor, cuando dichos valores tuvieran una escasa difusión. En este sentido, consideramos que no era acertado pretender consagrar un principio de irreversibilidad que, en realidad, y como hemos visto, no existía como tal, puesto que se contemplaba la posibilidad de que, previa autorización de la CNMV, el emisor pudiera revertir la forma de representación, siempre y cuando, los valores cumplieran unos determinados requisitos.

El hecho de que el RD 116/1992 hablase expresamente de una irreversibilidad de la anotación en cuenta que, en realidad, no era tal, hay que entenderlo, bajo nuestro punto de vista, en el contexto en que fue aprobado el referido RD 116/1992, que no fue otro que el de dar el último empujón a la implantación definitiva del régimen de la anotación en cuenta impulsada por la LMV y el RD 505/1987. En ese contexto en el que el legislador pretendía implantar universalmente el régimen de la anotación en cuenta para los valores admitidos a negociación, no tenía cabida hablar de un principio general

de reversibilidad de la anotación en cuenta, por lo que se utilizó la fórmula de un principio de irreversibilidad general completado con una excepción, con el objetivo de generalizar la adopción de la anotación en cuenta como forma de representación. En efecto, ésa fue una de las vías que adoptó el legislador para incentivar la representación mediante anotaciones en cuenta, por ello, al contrario de lo estipulado hasta ese momento, la norma calificó de reversible a la representación por medio de títulos y le otorgó el carácter «*irreversible*» a la representación mediante anotaciones en cuenta<sup>105</sup>. La otra vía fue la propia LMV que, en su Disposición Transitoria Décima, impuso la transformación en anotaciones en cuenta de los títulos incluidos en el sistema de depósito especial instaurado por el D. 1128/1974, tan pronto como estuviesen disponibles los sistemas de registro y gestión de valores anotados<sup>106</sup>.

Frente a esta regulación del RD 116/1992, y a diferencia de ella, el nuevo RD 878/2015 sí que habla expresamente de un principio de reversibilidad y así titula su artículo 5, en el cual, señala expresamente que la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será reversible<sup>107</sup> si bien, condiciona la misma a que el emisor debe tener en cuenta que los valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación habrán de estar representados, necesariamente, por medio de anotaciones en cuenta. En consecuencia, y como ocurría en el RD 116/1992, si bien éste no mencionaba los sistemas multilaterales de negociación por no existir en aquella época, el emisor de un valor sólo podrá revertir a títulos físicos cuando los valores no estén admitidos a negociación. El RD 878/2015

---

<sup>105</sup> JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J., «*La representación de la acción: del título-valor a la anotación en cuenta*», DN, núm. 10/11, 1991, pp. 310-313, especialmente 311.

<sup>106</sup> DÍAZ MORENO, A., «*La prenda de anotaciones en cuenta*», RCDI, núm. 603, 1991, nota núm. 40.

<sup>107</sup> La legislación portuguesa contempla dos posibles formas de representar los valores, a saber: (i) mediante anotaciones en cuenta («*book-entry form*») y, (ii) mediante títulos físicos («*certificate form*») (artículo 46.1 del Securities Code); y, al igual que en la legislación española, también se contempla la posibilidad de que el emisor pueda modificar, a su voluntad y si los estatutos sociales o la Ley no lo prohíben, la forma de representar los valores, pasando de títulos físicos a anotaciones en cuenta o viceversa (artículo 48.1 del Securities Code).

también condiciona la reversión de la anotación en cuenta a la previa autorización de la CNMV, que la otorgará, en atención a la escasa difusión del valor.

En relación con lo anterior, la LMV, a raíz de la modificación introducida por la Ley 11/2015, también adaptó la redacción de su artículo 5 (el actual artículo 6.3 del TRLMV) para recoger, en su apartado tercero, la reversibilidad de la anotación en cuenta.

En resumen, los requisitos que se exigen para que se pueda revertir la forma de representación mediante anotaciones en cuenta a títulos físicos son: (i) debe solicitarlo el emisor; (ii) debe tratarse de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación; (iii) deben ser valores que tengan una escasa difusión; y (iv) la reversión debe ser autorizada por la CNMV.

Si se cumplen estas condiciones y, por ende, la CNMV autoriza el procedimiento de reversión, a la entidad o entidades encargadas del registro se les impone la obligación de entregar los títulos físicos a sus legítimos titulares, convirtiéndose en depositarias de los valores por cuenta de sus titulares hasta el momento de la recogida por éstos<sup>108</sup>, tal y como dispone el artículo 5.3 del RD 878/2015.

En el supuesto de que los valores estuvieran representados originariamente mediante títulos físicos, la transformación a anotaciones en cuenta sólo exige el previo acuerdo del emisor al respecto<sup>109</sup>, esto es, no es necesario contar con ninguna autorización previa de la CNMV, lo cual, es lógico puesto que se trata de transformar los títulos a anotaciones en cuenta. En este sentido, el RD 878/2015 atribuye plenos efectos a la decisión del emisor, sometiendo la ejecución de la conversión a un

---

<sup>108</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*El valor anotado en cuenta...*», cit., pp. 830.

<sup>109</sup> SANTOS MARTÍNEZ, V., «*Valores Informatizados*» en Congreso Internacional sobre la Reforma del Derecho Contractual y la Protección de los Consumidores, Zaragoza, 15-18 de noviembre de 1993 (manuscrito), p. 25.

procedimiento análogo al previsto en el artículo 117 del TRLSC para la sustitución de títulos físicos<sup>110</sup>.

En este procedimiento de reversión desempeñan un papel fundamental dos sujetos, a saber: por un lado, la entidad o entidades encargadas del registro contable, que en este caso tienen la obligación de recoger los títulos que se vayan presentando para su transformación y practicar la inscripción a favor de quien acredite ser titular de acuerdo con la ley que resulte aplicable a los títulos, tal y como se dispone en el artículo 4.2 del RD 878/2015; y, por otro lado, los tenedores de los valores, los cuales, carecen de derecho de veto, en el sentido de que para acordar la reversión no es necesario recabar el consentimiento de cada uno de los titulares<sup>111</sup>, ya que al tratarse de un acuerdo de modificación de estatutos basta con que sea aprobado por mayoría absoluta, si el capital presente o representado en la junta supera el cincuenta por ciento; o por dos tercios del capital representado en la junta, cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento (artículo 201 del TRLSC). En relación con los tenedores de valores, hay que indicar que su participación en este proceso es fundamental puesto que sobre ellos recae la responsabilidad de devolver los títulos dentro del plazo establecido por el emisor.

La presentación de los títulos a transformar debe hacerse durante el plazo fijado en el acuerdo adoptado por la sociedad emisora, el cual, debe ser objeto de publicación en el BORME y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia en que la sociedad emisora tenga su domicilio. No obstante, este plazo está sujeto a unos límites temporales, ya que no puede ser inferior a un mes ni superior a un año. En relación con la presentación de los títulos, es necesario contemplar la posibilidad de que éstos no

---

<sup>110</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*El valor anotado en cuenta...*», cit., p. 831.

<sup>111</sup> DÍAZ MORENO, A. / PRÍES RICARDO, A., «*Negocios sobre...*», cit., p. 322. En contra, ALONSO ESPINOSA, F.J., «*Configuración estatutaria de las acciones (en torno a los artículos 9º g), y k) de la Ley de Sociedades Anónimas y 122-123 del Registro Mercantil*», RGD, núm. 550-551, 1990, pp. 5534-5535.

hubiesen sido emitidos, en cuyo caso, se exige que esta circunstancia se certifique por el órgano de administración de la sociedad emisora. En estos casos, las inscripciones se practicarán a favor de quienes acrediten la titularidad de los valores, siempre que presenten previamente los resguardos provisionales o extractos de inscripción emitidos.

Una vez transcurrido el plazo fijado en el acuerdo de la sociedad emisora, aquellos títulos que no se hubiesen transformado dejarán de representar los valores correspondientes (artículo 4.4 del RD 878/2015), todo ello, sin perjuicio de que la entidad encargada del registro contable deba seguir practicando las inscripciones a favor de quien acredite ser titular del derecho. A este respecto, conviene hacer mención a la modificación introducida, muy acertada desde nuestro punto de vista, por el artículo 4.4 del RD 878/2015, en relación con la antigua regulación contenida en el artículo 4.4 del RD 116/1992, el cual, disponía que los títulos no transformados quedaban anulados, término que no era del todo preciso puesto que lo que se produce es una desincorporación del derecho originario respecto del título físico, por eso, resulta más correcto, jurídicamente hablando, la expresión que utiliza el RD 878/2015 al decir que el título deja de representar el valor correspondiente.

La desincorporación del derecho originario del título físico es un proceso que ya se contemplaba en el CCom. para los casos de pérdida, sustracción o destrucción de los títulos al portador, si bien, en el mismo, se utilizaba y utiliza el término impreciso de «anulación». En este sentido, el artículo 562 dispone: «*Transcurridos cinco años a contar desde las publicaciones hechas..., el Juez o Tribunal declarará la nulidad del título sustraído o extraviado, y lo comunicará al centro directivo oficial, compañía o particular de que proceda, ordenando la emisión de un duplicado...*»; y en el artículo 563 se especifica que: «*la expedición del duplicado anulará el título primitivo y se hará constar en los asientos o registros relativos a éste*». En definitiva, como el título no puede ser destruido porque no ha aparecido, lo que se hace es desincorporar el derecho del título originario para proceder a incorporarlo a un duplicado.

En el caso de que hubiesen transcurrido tres años desde la finalización del plazo estipulado para la transformación de los títulos sin que se hubiese producido la inscripción correspondiente mediante anotaciones en cuenta, se impone a la entidad encargada del registro contable la obligación de venderlos (artículo 4.5 del RD 878/2015), por cuenta y riesgo de los interesados, a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación, si los valores estuvieran admitidos a negociación; o con la intervención de un notario, si no lo estuviesen, procediéndose a depositar el importe obtenido en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos. La finalidad de esta obligación impuesta a las entidades encargadas del registro no es otra que, pasado un periodo de tiempo más que razonable, tratar de conseguir que el conjunto de la emisión que ha sido transformada quede completamente asignada a diferentes titulares, es decir, que no existan valores representados mediante anotaciones en cuenta con un titular desconocido. Ahora bien, las posibilidades de éxito de este procedimiento dependerán del tipo de valor de que se trate, ya que si no es un valor líquido o un valor atractivo y hay muchos titulares desconocidos lo más probable es que las entidades encargadas no encuentren compradores para dichos valores.

En relación con la desincorporación del derecho al título que se produce por causa de la caducidad al haber transcurrido el plazo fijado para la transformación, dicha desincorporación determina la extinción del título pero no la del derecho<sup>112</sup>. Ahora bien, a nuestro modo de ver, ello no significa que, en todos los casos, el titular que no ha acudido a la transformación siga teniendo los derechos que confiere la ley y los estatutos sociales de la sociedad a los accionistas, puesto que si el título se ha vendido (en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 4.5 del RD 878/2015) será el comprador el que ostente la condición de accionista y los derechos que le confiere la ley y los estatutos sociales, de manera que el antiguo accionista tendrá un derecho de crédito por el importe depositado por la venta. Sólo en aquellos casos en los que no se hubieran

---

<sup>112</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «*Derecho de los Títulos-Valores...*», cit., p. 830.

llegado a vender los títulos podría defenderse la idea de que el titular que no ha aparecido sigue ostentando los derechos que la ley y los estatutos sociales conceden al accionista.

Por último, aquellos títulos que hubiesen sido recogidos por la entidad encargada del registro contable podrán ser destruidos, haciéndose constar esta circunstancia en un documento que deberá ir firmado también por un representante del emisor y, en el caso de que no se destruyan, deberá hacerse figurar visiblemente que han quedado anulados (artículo 4.6 del RD 878/2015).

#### ***1.2.4.5. PRINCIPIO DE FUNGIBILIDAD***

El valor representado mediante anotaciones en cuenta tiene carácter fungible, es decir, forma parte de una pluralidad de valores con características genéricas. Así lo recoge el artículo 6.4 del TRLMV, si bien, se remite a un desarrollo reglamentario para determinar las condiciones que deben cumplir los valores para ser fungibles a efectos de la compensación y liquidación.

En atención a lo anterior, el RD 878/2015 establece, en su artículo 18, la fungibilidad de los valores como principio rector del sistema de anotaciones en cuenta.

Con carácter general, los valores que resultan fungibles entre sí son aquellos que pertenezcan a una misma emisión y tengan unas mismas características (artículo 18.1 del RD 878/2015) y, con carácter particular, se consideran fungibles todas las acciones de una misma clase y serie, y los demás valores de un mismo emisor, cuyas características desde el origen o de modo sobrevenido sean las mismas (artículo 18.2 del RD 878/2015).

Los valores anotados son, por su propia naturaleza, fungibles, de manera que no pueden ser individualizados ni tampoco pueden identificarse con un número, por lo que la persona que figure como titular en el registro contable lo es de una cantidad

determinada de valores, sin referencia que los identifique individualmente<sup>113</sup>. En este sentido, no puede interpretarse que el artículo 122.1 del RRM al disponer que: «*Los estatutos expresarán el número de acciones en que estuviera dividido el capital social, su clase o clases, con expresión del valor nominal, número de acciones y contenido de derechos de cada una de las clases...*», exija la numeración de las acciones cuando se representan mediante anotaciones en cuenta, ni tampoco que lo exija el artículo 401 del TRLSC, cuando al hablar de las obligaciones dispone que: «*la sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones podrán emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda.*». En este sentido, estas previsiones no afectan al carácter fungible de las acciones u obligaciones, ya que lo que pretenden expresar estos preceptos es que existirán un número determinado de acciones u obligaciones pero que éstas, no estarán identificadas individualmente, es decir, no tendrán un número asignado a cada una de ellas. Tanto es así, que ni siquiera las entidades encargadas del registro conocen la numeración asociada a los valores, ya que estas numeraciones no se anotan en la cuenta como una característica más del valor y no tienen nada que ver con las llamadas «*referencias de registro*», utilizadas como sistema de control para los valores de renta variable y desaparecidas tras el reciente proceso de reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores español.

Lo que se persigue a través de la fungibilidad es dar a los valores anotados agilidad en el tráfico, agilidad que, originariamente, era propia de los títulos-valores<sup>114</sup>.

Por último, hay que señalar que los valores que se encuentren en situaciones especiales, bien como consecuencia de la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes (artículo 12 del TRLMV y 14 del RD 878/2015); o bien porque el titular de los mismos haya solicitado la expedición de un certificado de

---

<sup>113</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*El valor anotado en cuenta...*», cit., p. 839.

<sup>114</sup> CORTÉS GARCÍA, E., «*La Desmaterialización de los Títulos-Valores*», 1ª ed., Valladolid, 2002, p. 190.

legitimación (artículos 14 del TRL.M.V y 22 del RD 878/2015), serán objeto de desglose y, por tanto, perderán su carácter fungible.

### ***1.2.5. ANOTACIÓN EN CUENTA VERSUS TÍTULOS FÍSICOS: ANÁLISIS COMPARATIVO Y EL PRINCIPIO DE EQUIVALENCIA***

Si se realiza un análisis comparativo entre el sistema de representación de valores mediante anotaciones en cuenta y el sistema de representación de valores mediante títulos físicos, es posible concluir que, el sistema de representación mediante títulos es un sistema tradicional, documental, reversible y residual, mientras que el sistema de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta se configura como un sistema moderno porque se ha extendido a todo tipo de valores en nuestro país, tanto públicos como privados, a partir de la LMV y, en la práctica, desde el RD 116/1992; informático, porque se fundamenta en la incorporación de los derechos inherentes a la posición de titular del valor respectivo a registros informáticos, mediante el empleo de técnicas de manejo de información y de contabilidad; y predominante, ya que es una condición necesaria para la negociación de los valores en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación y porque la reversión de las anotaciones en cuenta a títulos físicos está supeditada a la previa autorización de la CNMV<sup>115</sup>.

La representación por medio de anotaciones en cuenta conlleva indudables ventajas, entre ellas, supone la desaparición del problema de manipulación y depósito que entrañan los títulos físicos gracias al sistema de documentación electrónica de valores en que se fundamenta, construido sobre la base de meros datos informáticos almacenados en un ordenador cuya gestión es la propia de una base de datos<sup>116</sup> e, igualmente, permite subsanar rápidamente los eventuales errores que se puedan producir, al tiempo que disminuye, exponencialmente, la posibilidad de que se cometan los mismos.

---

<sup>115</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*La post-contratación en los mercados secundarios de valores...*», cit., pp. 35 y 36.

<sup>116</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «*Derecho de los Títulos-Valores...*», cit., p. 821.

En otro orden de cosas, el llamado «*principio de equivalencia*» supone que los efectos jurídicos que producen los actos materiales tradicionales sobre los valores representados mediante títulos físicos son los mismos que los que se producen mediante ciertas operaciones informáticas sobre los valores representados mediante anotaciones en cuenta. Así, mientras que la transmisión de la propiedad del derecho incorporado al título físico se produce mediante la tradición del título, en el caso de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, se logra mediante la transferencia contable, según el artículo 13.1 del RD 878/2015. Igualmente, en el caso de la constitución de derechos reales limitados y, en concreto, en el caso de la prenda, en los valores representados mediante títulos físicos el desplazamiento de la posesión del bien pignorado a favor del acreedor pignoraticio en cumplimiento de lo dispuesto en los artículos 1.863 y 1.866 del CC, se produce mediante la entrega material del título, sin embargo, en los valores representados mediante anotaciones en cuenta, el desplazamiento posesorio se produce mediante la inscripción informática del gravamen en la cuenta correspondiente, tal y como se dispone en el artículo 14.1 del RD 878/2015<sup>117</sup>.

### **1.3. LA ANOTACIÓN EN CUENTA: CARACTERÍSTICA INTRÍNSECA DE LOS VALORES NEGOCIABLES**

#### **1.3.1. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL DE VALOR NEGOCIABLE**

El sistema de representación mediante anotaciones en cuenta aparece concebido principalmente para los valores admitidos a negociación<sup>118</sup>.

---

<sup>117</sup> TAPIA HERMIDA, A.J.: «*El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores...*», cit., p. 269.

<sup>118</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «*Derecho de los Títulos-Valores...*», cit., p. 821.

La definición específica de valor negociable se encuentra contenida en el artículo 2 del TRLMV, según el cual, tiene la consideración de valor negociable todo derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y su régimen de transmisión, sea susceptible de un tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero. Se trata de una definición amplia, tal y como se indicaba en el apartado segundo de la Exposición de Motivos de la LMV, en el que se precisaba, por un lado, que el concepto de «*valor negociable*» era difícil de definir de forma escueta y, por otro lado, que las características específicas que definían los valores a los que se refería y aplicaba la LMV eran la «*negociabilidad*» y la «*agrupación en emisiones*»; características que la propia LMV no intentó precisar, puesto que se trataba de temas de imposible concreción sin recurrir a un casuismo que resultaría impropio de una disposición legal. No obstante lo anterior, con carácter adicional se precisaba que, a través de la negociabilidad, se había querido hacer referencia a un concepto más amplio que la mera transmisibilidad, inherente a prácticamente todos los derechos, por lo que debía definirse en términos de un mercado que, a pesar de que sea de proporciones reducidas, se caracterizase por el predominio de los términos económicos en que se produjese la transmisión sobre las características de los contratantes. En este sentido, algún autor apunta a que la «*negociabilidad*» puede identificarse con la circunstancia de que los valores están asistidos por un particular régimen jurídico que haga especialmente segura y ágil su transmisión<sup>119</sup>.

En el concepto de negociabilidad subyace el fin de que los valores están destinados a negociar en el mercado, o que son susceptibles de negociar en el mismo, independientemente de que luego se produzca o no esta negociación<sup>120</sup>.

Conviene advertir que la relación de los valores que se consideran negociables contenida en el artículo 2 del TRLMV es una relación «*numerus apertus*» siendo, las

---

<sup>119</sup> JAVIER CORTÉS, L., «*Las garantías de la contratación mercantil*», (dirs. MENÉNDEZ, A. / ROJO, A.), AA.VV., Lecciones de derecho mercantil, 14ª ed., Pamplona, 2016, p. 265.

<sup>120</sup> ESPINA, D., «*Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*», 1ª ed., Madrid, 1995, p. 200.

características económicas, las que pesan a la hora de determinar el carácter negociable de los valores.

Desde nuestro punto de vista, el concepto de «*valor negociable*» constituye la versión actual del concepto de «*valor mobiliario*» a que se refiere el artículo 92 del TRLSC, cuando dispone que, las acciones, tendrán la consideración de valor mobiliario, ya se representen por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta. En este sentido, para algunos autores son conceptos equivalentes<sup>121</sup>, mientras que para otros el concepto de valor negociable es diferente del concepto de valor mobiliario e, igualmente, es diferente del concepto de título-valor. Se trataría de clasificaciones distintas pero no excluyentes, aunque de los valores mobiliarios puedan resultar directamente los valores negociables<sup>122</sup>.

En relación al concepto de emisión al que se refiere el artículo 2 del TRLMV, éste sustituye al concepto de serie debido, por un lado, a la difícil concreción del concepto de «*valores emitidos en serie*» y, por otro lado, a que no existe ninguna razón para no considerar agrupados en una misma emisión valores que sean bastante heterogéneos en alguna de sus características económicas y que, por tanto, estarán agrupados en clases distintas y, en el caso de que existan elementos de extranjería en una emisión, se respeta el principio de aplicar a la misma la ley correspondiente al territorio donde se produzca la emisión. En este sentido, el desarrollo del concepto de emisión y ley aplicable se encomendó al actualmente derogado RD 291/1992, el cual, en su artículo 2, incluía una relación de lo que se consideraban valores negociables; en su artículo 4 especificaba los criterios de homogeneidad en virtud de los cuales un conjunto de valores negociables se consideraban integrados en una emisión; y en su artículo 3 fijaba el criterio territorial para determinar la ley aplicable a una emisión con elementos de extranjería. En relación con el concepto de valores integrados en una emisión, disponía en el artículo 4.3 que, la homogeneidad de una emisión no se vería afectada por la existencia de diferencias entre

---

<sup>121</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados...*», cit., p. 95.

<sup>122</sup> ESPINA, D., «*Las anotaciones en cuenta...*», ob., cit, p. 201.

los valores en cuanto al importe unitario; fecha de puesta en circulación; fecha de entrega material; fijación de precios; procedimientos de colocación, incluyendo la existencia de tramos o bloques destinados a inversores específicos; fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos; o previsión de ampliaciones.

En todo caso, la agrupación de valores en una emisión no se refiere a la concreta configuración seriada de los valores, puesto que cabe la posibilidad de integrar valores de diferente contenido económico en una emisión, sino que se refiere a la conducta del emisor, es decir, a que lleve a cabo de forma unitaria la operación<sup>123</sup>.

En definitiva, tal y como expresaba la propia LMV en el apartado segundo de su Exposición de Motivos, el concepto de valor negociable es un concepto difícil de delimitar de forma precisa. En nuestra opinión, lo clave para determinar si un derecho es o no un valor negociable a efectos de la aplicación del TRLMV es el hecho de que pueda ser objeto de múltiples transacciones en un mercado organizado de valores, ya sea un mercado secundario oficial o un sistema multilateral de negociación, y de que éstas se puedan producir de forma instantánea, con el fin de convertirse en un vehículo canalizador de inversión, lo que excluiría del concepto de valor negociable, tal y como ha apuntado algún autor, a las acciones sujetas a limitaciones a su libre transmisibilidad<sup>124</sup>.

### ***1.3.2. EL CARÁCTER VOLUNTARIO VERSUS OBLIGATORIO DE LA ANOTACIÓN EN CUENTA EN LOS VALORES NEGOCIABLES***

Con carácter general, la Ley reconoce al emisor la facultad de elegir la forma de representación de los valores. En este sentido, el artículo 92.1 del TRLSC señala que las acciones podrán estar representadas por medio de títulos físicos o por medio de

---

<sup>123</sup> FARRANDO, I, «*La riforma del mercato spanolo dei valori mobiliari*», Riv. Soc., 1991, p. 826.

<sup>124</sup> ALONSO ESPINOSA, F.J., «*Mercado primario de valores negociables. Un estudio en torno al Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo*», Barcelona, 1994, p. 166.

anotaciones en cuenta y, como consecuencia de ello, en el artículo 23, letra d), del TRLSC, se establece que los estatutos deben indicar si las acciones están representadas por medio de títulos físicos o por medio de anotaciones en cuenta. En el caso de la emisión de obligaciones, el artículo 412.1 del TRLSC dispone que las obligaciones se pueden representar por medio de títulos físicos o por medio de anotaciones en cuenta y, en consecuencia, el artículo 310.2 del RRM señala que, en la inscripción de la emisión de obligaciones, se deberá indicar si están representadas por medio de títulos físicos o por medio de anotaciones en cuenta. Se trata de una mención obligatoria que debe controlar el notario, negándose a elevar a escritura pública los acuerdos de emisión en los que no se recoja la forma de representación.

Centrándonos en el ámbito de los valores negociables, a priori, el TRLMV, en su artículo 6.1, deja la puerta abierta a que los valores negociables puedan representarse por medio de títulos físicos o por medio de anotaciones en cuenta, si bien, una vez escogida la modalidad de representación, ésta deberá aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión (artículo 6.1 del TRLMV).

Sin embargo, esta posibilidad de elección del sistema de representación decae en el mismo momento en que el emisor de los valores negociables quiere que estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, ya que, en estos casos, los valores deben estar necesariamente representados por medio de anotaciones en cuenta, tal y como estipula el artículo 6.2 del TRLMV. En la legislación italiana, por ejemplo, se prevé la misma exigencia, de manera que los instrumentos financieros negociados o que pretendan negociar en un mercado organizado italiano tienen que estar representados, obligatoriamente, mediante anotaciones en cuenta, tal y como se dispone en el artículo 83 bis de la Consolidated Law on Finance: «*Financial instruments traded or due to be traded on Italian regulated markets may not be represented by documents*».

Igual exigencia y que ha supuesto una novedad en este sentido se contiene en el artículo 3 del Reglamento (UE) N.º 909/2014, en virtud del cual, se impone a todos los

emisores establecidos en la Unión Europea y que emitan o hayan emitido valores negociables que se admitan a negociación o se negocien en centros de negociación, la obligación de representar dichos valores mediante anotaciones en cuenta<sup>125</sup>. El citado artículo contempla dos posibilidades para cumplir con esta obligación, bien mediante la emisión directa en forma desmaterializada o bien mediante la inmovilización de los valores. En este último caso, interpretamos que el artículo se refiere a supuestos en que valores representados originariamente mediante títulos físicos se inmovilizan, esto es, se bloquean y se emiten nuevos valores, que serían el reflejo de los valores bloqueados, representados por anotaciones en cuenta. Sin embargo, hay que matizar que el cumplimiento de esta obligación no tiene carácter inmediato sino que, por el contrario, el Reglamento (UE) N.º 909/2014 concede un largo periodo de adaptación. En este sentido, su artículo 76.2 dispone que dicha obligación será aplicable a partir del 1 de enero de 2023 a todos los valores que se emitan con posterioridad a la citada fecha y a partir del 1 de enero de 2025 a todos los valores negociables.

Por su parte, el nuevo RD 878/2015, ha venido también a regular expresamente la forma de representación exigida para los valores que están admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación, lo cual, es de agradecer y, así, en su artículo 30, dispone la obligatoriedad de la forma de representación mediante anotaciones en cuenta para estos valores.

En contraposición con la nueva regulación del RD 878/2015, desde nuestro punto de vista, el antiguo RD 116/1992, dejaba también la puerta abierta a que los valores negociables pudieran estar representados por medio de títulos físicos o de anotaciones en cuenta, de modo similar a cómo lo hace el artículo 6.1 del TRLMV, al disponer que: *«Los valores negociables podrán estar representados por medio de anotaciones en*

---

<sup>125</sup> En el Considerando (11) del Reglamento (UE) N.º 909/2014 se justifica esta obligación de registro en forma de anotaciones en cuenta de todos los valores negociables admitidos a negociación o negociados en los centros de negociación por motivos de seguridad. A este respecto, se recoge expresamente que: *«El registro de los valores en forma de anotaciones en cuenta es un paso importante para incrementar la eficiencia de la liquidación y garantizar la integridad de una emisión de valores, especialmente en un contexto de creciente complejidad de los métodos de tenencia y transferencia».*

---

*cuenta con arreglo a lo dispuesto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en este Real Decreto».*

Volviendo a la regulación contenida en el artículo 6.1 del TRLMV, en nuestra opinión, no resulta acertado, desde un punto de vista jurídico, que en dicho artículo se disponga que los «*valores negociables*» podrán representarse por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta puesto que, como hemos visto, un valor negociable es aquél que puede ser objeto de múltiples transacciones de forma instantánea, lo cual, exige que dichas transacciones tengan lugar en un mercado en el que se reúnan diversos intereses de compra y venta, siendo la propia LMV, en su Exposición de Motivos, la que definía la negociabilidad en términos de un «*mercado*» caracterizado por el predominio de los términos económicos en que se produce la transmisión. Por lo tanto, si un valor negociable es aquél que negocia en un mercado y, si como hemos visto, para que un valor pueda negociar en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, esto es, pueda en definitiva negociar en los mercados reconocidos en la legislación vigente, se exige que los valores estén representados mediante anotaciones en cuenta, no es entonces cierto que exista la posibilidad de que los valores negociables puedan estar representados por títulos físicos como dispone el artículo 6.1 del TRLMV.

En conclusión, consideramos que no es cierto entonces que el sistema implantado tanto por la LMV como por su sucesor el TRLMV, que en este punto no modifica la regulación, sea un «*sistema de desmaterialización total facultativa*» como ha señalado algún autor<sup>126</sup>, sino que, por el contrario, cualquier valor negociable en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación deberá estar representado necesariamente por anotaciones en cuenta. A este respecto, algún autor ha ido más allá y ha apuntado que si la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta es presupuesto necesario para su negociación en los referidos mercados o sistemas y, si

---

<sup>126</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 102.

el proceso de negociación acaba con la compensación y la liquidación de las operaciones realizadas sobre esos valores, entonces, la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta es también presupuesto esencial de la compensación y la liquidación de dichas operaciones<sup>127</sup>.

A continuación, realizaremos una exposición de la regulación sobre la forma de representación de los valores exigida en cada uno de los mercados secundarios oficiales y en cada uno de los sistemas multilaterales de negociación.

### ***1.3.2.1. VALORES NEGOCIADOS EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES***

Antes de entrar a analizar el requisito relativo a la forma de representación exigido en cada uno de los mercados secundarios oficiales, conviene comenzar este apartado especificando qué son los mercados secundarios oficiales y cuáles son los diferentes tipos reconocidos por la Ley.

Como punto de partida, conviene señalar que los mercados secundarios son aquéllos en los que se negocian los valores ya emitidos y suscritos, por segundas y sucesivas veces, siendo ésta la característica diferenciadora respecto del mercado primario, en el que los valores se negocian por primera vez, esto es, es el mercado en que los valores son emitidos y suscritos por su primer adquirente<sup>128</sup>.

Los mercados oficiales son aquéllos que están reconocidos normativamente por las disposiciones legales de cada país, de manera que se diferencian de los no oficiales

---

<sup>127</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*La post-contratación en los mercados secundarios de valores...*», cit., p. 38.

<sup>128</sup> VALPUESTA GASTAMINZA, E.M.<sup>a</sup>, «*Contratos del mercado de valores*», (dir. DE LA CUESTA RUTE, J.M.<sup>a</sup>), AA.VV., (cap. III), Barcelona, 2007, p. 376; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*Derecho del mercado financiero*», 3.<sup>a</sup> ed., Madrid, 2005, p. 236.

en el hecho de que estos últimos no están regulados por la normativa oficial, pero ello no implica, ni mucho menos, que sean ilegales<sup>129</sup>.

En la normativa española, el concepto de mercado secundario oficial se encuentra contenido en el artículo 43 del TRLMV, que los define como *«aquéllos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular,..., con sujeción, en todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad»*. Los mercados secundarios oficiales están tasados por el TRLMV, la cual, los relaciona en el referido artículo 43, según el cual, tienen la consideración de mercados secundarios oficiales los siguientes: (i) las Bolsas de Valores; (ii) el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones; (iii) los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero; (iv) el Mercado de Renta Fija, AIAF; y (v) cualesquiera otros, de ámbito estatal o autonómico que, cumpliendo los requisitos necesarios, sean autorizados.

Respecto de los anteriores mercados, se puede decir que todos ellos tienen la consideración de mercados organizados, en el sentido de que todos ellos disponen de una estructura personal, de medios (una Sociedad Rectora, una cotización oficial, etc.) que facilita el encuentro entre oferta y demanda de instrumentos financieros<sup>130</sup>.

Por lo que se refiere a la forma de representación exigida a los valores negociados en las Bolsas de Valores, hay que señalar que el TRLMV no contiene una referencia expresa a que los valores admitidos a negociación en Bolsa tengan que estar representados por medio de anotaciones en cuenta, más allá de una referencia genérica contenida en el artículo 53: *«Las Bolsas de Valores tendrán por objeto la negociación*

---

<sup>129</sup> VALPUESTA GASTAMINZA, E.M<sup>a</sup>., *«Contratos del mercado de valores»*, ob., cit., p. 377.

<sup>130</sup> *Ibid.*, p. 376.

*de aquellas categorías de valores negociables y otros instrumentos financieros, de los previstos en el artículo 2, que por sus características sean aptas para ello...».* De esta definición, consideramos que el legislador ha querido referirse a que una de esas características sea la representación por medio de anotaciones en cuenta ya que, en caso contrario, los valores no podrían ser objeto de negociación en una Bolsa, si bien nos parece que resulta extraño que el TRLMV no señalara expresamente, como si lo ha hecho para otros mercados, que los valores objeto de negociación en Bolsa tengan que estar representados por medio de anotaciones en cuenta.

En contraposición con el mercado secundario oficial de la Bolsa, la exigibilidad de la anotación en cuenta para los valores que negocian en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones sí que aparece expresamente recogida en la propia definición de dicho mercado. Así, el artículo 59 del TRLMV dispone que: *«El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones tendrá por objeto la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, por el Instituto de Crédito Oficial...».*

Por lo que se refiere a los Mercados de Futuros y Opciones, el sistema de representación mediante anotaciones en cuenta también es exigido expresamente por el artículo 64 del TRLMV que dispone lo siguiente: *«Podrán crearse Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones, de ámbito estatal, cuya forma de representación sea la de anotaciones en cuenta».* Si se analiza la normativa específica reguladora de este mercado, el artículo 2.3 del RD 1282/2010 exige que los contratos estén representados, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta en los registros contables de la correspondiente sociedad rectora. En el mismo sentido se pronuncia el artículo 6.2 del RMEXCHANGE.

Finalmente, y en relación con el Mercado de Renta Fija, AIAF, es necesario hacer notar que no existe en el TRLMV un capítulo específico dedicado a la regulación de dicho mercado, al contrario de lo que sucede con los otros tres mercados secundarios oficiales. Por ello, es necesario acudir a la regulación específica contenida en el artículo

42 del RMRF, en el que se regulan los procedimientos de compensación y liquidación de los valores que cotizan en este mercado. En el referido artículo se distinguen dos supuestos, a saber: (i) valores representados por medio de anotaciones en cuenta, respecto de los cuales, la compensación y liquidación será realizada conforme a lo dispuesto en el RD 116/1992, el cual, seguirá resultando de aplicación a las citadas materias hasta la fecha y términos que determine el Ministerio de Economía y Competitividad (Disposición Adicional Segunda del RD 878/2015); y (ii) valores representados mediante títulos físicos, en cuyo caso, habrá de estarse a lo dispuesto en la Circular 1/1997, de 29 de abril, de AIAF, sobre regulación de la compensación y liquidación de valores representados en títulos. De la regulación analizada, se puede concluir que la normativa de este mercado sí contempla la posibilidad de que se admitan a negociación valores representados mediante títulos físicos, si bien, hay que señalar que dicha normativa responde a unas necesidades que existían en el momento en que se aprobó y que, en la actualidad, se exige que los valores que se admiten a negociación en dicho mercado estén representados por anotaciones en cuenta.

### ***1.3.2.2. VALORES NEGOCIADOS EN SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN***

El concepto legal de sistema multilateral de negociación se encuentra contenido en el artículo 317 del TRLMV que los define como: *«todo sistema, operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 por 100 por una o varias sociedades rectoras, que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en esta Ley».*

Si comparamos la anterior definición de los sistemas multilaterales de negociación con la prevista en el artículo 43 del TRLMV para los mercados secundarios oficiales, comprobaremos que ambas son prácticamente idénticas, especialmente, en lo que respecta a la finalidad de ambos. En este sentido, los dos se definen como sistemas que permiten reunir diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos, todo ello con sujeción a un conjunto de procedimientos operativos, a una serie de normas no discrecionales o condiciones de acceso, así como a reglas de información y publicidad. Por otro lado, y desde un punto de vista organizativo, tanto a los mercados secundarios oficiales como a los sistemas multilaterales de negociación se les exige tener una sociedad rectora que será responsable de su organización y funcionamiento internos (artículo 45.1 del TRLMV y artículo 319 del mismo cuerpo legal respectivamente).

Dicho lo anterior, cabe preguntarse cuáles son entonces las diferencias entre ambos dado que, sin lugar a dudas, debe haberlas puesto que la Ley los regula como mercados diferentes. Así, una diferencia importante entre un mercado secundario oficial y un sistema multilateral de negociación se encuentra en la regulación referente a su creación. En este sentido, la creación de un mercado secundario oficial está sujeta a la autorización de la CNMV (artículo 44.1 del TRLMV), mientras que la creación de un sistema multilateral de negociación es libre puesto que no necesita autorización, si bien, está sujeta a un régimen de verificación previa y supervisión por parte de la CNMV (artículo 318.1 del TRLMV).

Igualmente, aunque tanto los mercados secundarios oficiales y los sistemas multilaterales de negociación son mercados organizados puesto que disponen de unas normas de ordenación interna y de una estructura de medios y de personal para permitir su funcionamiento, los sistemas multilaterales de negociación no son mercados oficiales al no contar con un reconocimiento expreso en la Ley, al contrario de lo que sucede con los mercados secundarios oficiales, reconocidos expresamente en el artículo 43 del TRLMV.

Sin embargo, podemos afirmar que la principal diferencia entre ambos no está relacionada con los requisitos organizativos sino con la finalidad que persiguen los sistemas multilaterales de negociación. En efecto, consideramos que hay que atender al tipo de empresas que cotizan en los sistemas multilaterales de negociación para darse cuenta de las diferencias existentes con los mercados secundarios oficiales.

A este respecto, se pueden señalar como características de este mercado las siguientes: (i) en ellos cotizan empresas de reciente creación que operan en sectores innovadores (informática, internet, biotecnología, etc.) y que necesitan encontrar en el mercado de capitales fuentes alternativas o complementarias de financiación, debido a las dificultades que tienen para acceder a la financiación bancaria, básicamente, por la falta de antecedentes de calificación crediticia y el grado de riesgo de su actividad; (ii) están sometidos a una regulación más liviana, en especial, en lo que se refiere a unos menores deberes de transparencia, lo que se traduce en unos menores costes de acceso y de transparencia; y (iii) la propia juventud de estas empresas y el hecho de que operan en sectores innovadores hace que el tipo de inversor que acude a estos mercados tenga mayores expectativas de beneficio en plazos más cortos, lo que se traduce en que esta mayor rentabilidad potencial implique un menor grado de liquidez de los valores y un mayor nivel de riesgo<sup>131</sup>.

En la actualidad existen en España cuatro sistemas multilaterales de negociación reconocidos como tales por la CNMV<sup>132</sup>, a saber: (i) el Mercado Alternativo Bursátil; (ii) el Mercado Alternativo de Renta Fija; (iii) el Mercado de Valores Latinoamericanos; y (iv) el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros.

El Mercado Alternativo Bursátil es un mercado dirigido principalmente a: (i) empresas de reducida capitalización que buscan financiación, normalmente innovadoras

---

<sup>131</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*La reforma de los sistemas multilaterales de negociación por la ley 5/2015. Consecuencias del escándalo GOWEX*», Documentos de trabajo del Departamento Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, junio 2016, Madrid, pp. 6 y 7.

<sup>132</sup> Fuente: <http://www.cnmv.es/portal/Consultas/Rectoras/ListadosIM.aspx>

o de reciente creación, las denominadas empresas en expansión; (ii) a Instituciones de Inversión Colectiva (principalmente Sociedades de Inversión de Capital Variable); (iii) en menor medida, a Entidades de Capital Riesgo; y, (iv) tras la modificación operada en el artículo 4 de la Ley 11/2009, por la Disposición Final octava, apartado tercero, de la Ley 16/2012, a sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario. La regulación específica de este mercado se encuentra contenida en su propio reglamento, en el cual, se dispone que únicamente podrán incorporarse al mercado las acciones y aquellos otros valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta (artículos 14 y 31.1 del RMAB).

El Mercado Alternativo de Renta Fija tiene por objeto la negociación de valores de renta fija que reconozcan o creen deuda (pagarés, bonos y obligaciones, con excepción de los valores participativos, tal y como éstos se definen en el artículo 7.1 del TRLMV), emitidos por entidades en las que concurren determinadas circunstancias que hagan que éstas requieran de un cauce singular o diferenciado respecto de los mercados secundarios oficiales, y cuyas emisiones estén destinadas a inversores cualificados (artículo 1 del RMARF). En definitiva, se trata de un mercado destinado a la negociación de valores de renta fija emitidos por empresas de tamaño medio que no puedan cumplir con los requisitos de acceso exigidos en el Mercado Secundario Oficial de Renta Fija, AIAF. En cuanto a la forma de representación de los valores que negocian en este mercado, ésta se encuentra regulada en el artículo 31.1 del RMARF, que exige, en todo caso, la representación mediante anotaciones en cuenta.

Por lo que respecta al Mercado de Valores Latinoamericanos, éste es un mercado que está destinado, única y exclusivamente, a la negociación de valores emitidos por entidades radicadas en países latinoamericanos y previamente admitidos a negociación en una Bolsa latinoamericana. En este mercado se exige que las acciones, obligaciones y demás valores negociables de renta fija o variable estén representados mediante anotaciones en cuenta, según se dispone en los artículos 14 y 31.1 del RMVL.

Finalmente, el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros es una plataforma electrónica de negociación de deuda pública española cuya compensación y registro se realiza por la Sociedad de Sistemas<sup>133</sup>, lo que exige la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta.

---

<sup>133</sup> Artículo 8 de la regulación del Segmento de Simultaneas y Letras a Vencimiento y artículo 8 de la regulación del Segmento de Negociación de Bonos, Obligaciones, Strips, FRNS y FROBS.

## **CAPÍTULO 2.**

# **EL REGISTRO CONTABLE DE VALORES NEGOCIADOS Y EL PROCEDIMIENTO ESPECIAL Y OPCIONAL DE INTERMEDIARIO FINANCIERO SOBRE VALORES NEGOCIADOS DESDE UNA PERSPECTIVA REGISTRAL**

---

## **2.1. INTRODUCCIÓN**

El presente capítulo tiene como objetivo fundamental estudiar la peculiar estructura del registro contable español de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta que están admitidos a negociación tanto en mercados secundarios oficiales como en sistemas multilaterales de negociación, incluyendo determinadas referencias comparativas con otros sistemas del entorno europeo y poniendo de relieve las importantes novedades en materia de estructura del registro contable introducidas por el nuevo RD 878/2015. Igualmente, y desde una perspectiva registral, también dedicaremos una especial referencia al procedimiento especial y opcional de intermediario financiero, al ser ésta otra de las importantes novedades introducidas por el RD 878/2015.

## **2.2. EL REGISTRO CONTABLE DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES Y EN SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN**

### ***2.2.1. NATURALEZA JURÍDICA Y RÉGIMEN DE PUBLICIDAD***

El registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta es un registro jurídico de valores con eficacia sustantiva sobre los actos inscritos, esto es, no es un mero registro administrativo que sirva de archivo de datos<sup>134</sup>, sino que se configura como un registro de seguridad jurídica<sup>135</sup>, el cual, tiene por objeto la inscripción del dominio así como de derechos reales limitados y otros gravámenes sobre

---

<sup>134</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*Derecho del mercado financiero*», cit., p. 189.

<sup>135</sup> DÍAZ MORENO, A., «*La prenda de...*», cit., p. 382.

los valores anotados. En efecto, los efectos jurídicos que despliega la inscripción en el registro contable hacen que, desde nuestra perspectiva, podamos calificarlo como un auténtico registro de la propiedad, en este caso, de valores anotados, inspirado en una serie de principios registrales propios del derecho hipotecario, los cuales, hacen que pueda ser calificado como un sistema registral<sup>136</sup>.

Como decíamos, el registro contable español de valores representados por medio de anotaciones en cuenta es un verdadero registro de la propiedad, siendo ésta, desde nuestro entendimiento, una de sus señas de identidad (junto con la de su estructura en doble escalón), puesto que lo que se reconocen en el mismo son derechos reales (de propiedad, de prenda, etc.) y no meros derechos de crédito frente a la entidad encargada del registro contable, de ahí la obligación legal de que los valores tengan que estar registrados en todo momento a nombre de su verdadero titular, al cual, se le reconoce frente a terceros como el verdadero propietario de los mismos (salvo prueba en contrario) y, en consecuencia, se le concede un derecho de separación en caso de concurso de la entidad encargada del registro contable, que ejercerá con la simple solicitud de traspaso de los valores a otra entidad; o como el titular de cualquier otro derecho real.

Volviendo a los principios registrales, el primer elemento en que se aprecia la presencia de normas de derecho registral es el relativo al mismo acto de constitución<sup>137</sup>, al indicar el artículo 10.1 del TRLMV que los valores representados por anotaciones en cuenta se constituyen como tales en virtud de su inscripción en el registro contable. La presencia de normas de derecho registral se hace igualmente patente en todo lo relativo a la eficacia y procedimiento de los negocios jurídicos sobre valores anotados, en especial, en cuanto a la transmisión y a la constitución de derechos reales y

---

<sup>136</sup> GUITARD MARÍN, J., «*El Real Decreto sobre representación de valores...*», ob., cit., p.63. Este autor lo califica expresamente como un sistema registral diciendo que «*las reglas definidoras del régimen jurídico de las operaciones sobre valores anotados*» son «*consecuencia lógica de la configuración del sistema de anotaciones como un sistema registral*».

<sup>137</sup> LACRUZ BERDEJO, J.L. / SANCHO REBULLIDA, F., «*Derecho inmobiliario registral*», 2ª ed., Barcelona, 1984, pp. 107 y ss.

gravámenes<sup>138</sup>; así como en el principio de buena fe protector del adquirente a título oneroso y sin mala fe y culpa grave (artículo 11.3 del TRLMV); en el principio de inoponibilidad de lo no inscrito (artículo 11.4 del TRLMV); así como en otros principios complementarios de los anteriores como el de legitimación registral (artículo 13.1 del TRLMV), de prioridad (artículo 17.2 del RD 878/2015), de tracto sucesivo (artículo 13.3 del TRLMV); y de salvaguarda judicial de los asientos registrales (artículo 24.1 del RD 878/2015)<sup>139</sup>.

Dicho lo anterior, el registro contable de valores español presenta las particularidades de que el gestor del mismo no es un funcionario público, sino una sociedad mercantil<sup>140</sup> (la Sociedad de Sistemas); y de que sus asientos no parecen ser de carácter público, habiendo sido descuidada la publicidad formal<sup>141</sup>, tal y como veremos a continuación.

Ahondando un poco más en la caracterización o naturaleza del registro contable, el objeto inscribible que son los valores anotados en cuenta permite encuadrarlo dentro de los registros de bienes<sup>142</sup> y, en concreto, de bienes inmateriales, puesto que al ser los valores anotados bienes incorporales, éstos no pueden ser catalogados como bienes muebles o cosas, ni siquiera por analogía<sup>143</sup>. Además, es un registro de inscripción, puesto que basta con la inscripción de los datos esenciales que afectan a la mutación jurídico-real, sin que sea preciso copiar íntegramente el documento en el que encuentra su causa la constitución del valor, la transmisión del mismo o la constitución del

---

<sup>138</sup> GUITARD MARÍN, J., «*El Real Decreto sobre representación de valores...*», ob., cit., p. 63.

<sup>139</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., pp. 293-297.

<sup>140</sup> SANTOS MARTÍNEZ, V., «*Valores Informatizados*», cit., p. 37.

<sup>141</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «*Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores*», RCDI, año LXV, núm. 593, 1989, p. 1.219.

<sup>142</sup> SANTOS MARTÍNEZ, V., «*Valores Informatizados*», cit., p. 46.

<sup>143</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 129. Por su parte, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «*Un nuevo registro jurídico de bienes...*», cit., p. 1216, nota 3, prefiere definir los registros de anotaciones como registros de bienes muebles por razón de claridad y simplicidad expositiva en oposición a los registros de personas y, dentro de los bienes, en oposición al Registro de la Propiedad.

correspondiente derecho real<sup>144</sup>; y es un registro completo o pleno, por cuanto que en él se inscriben todas las incidencias que afectan a los valores (constitución, transmisiones, derechos reales, etc.)<sup>145</sup>. Respecto de este último punto, algún autor ha señalado que sería deseable que también pudieran hacerse constar otras situaciones que pueden afectar a los valores y de las que podría quedar constancia mediante anotación preventiva como el embargo, o las prohibiciones o limitaciones a la transmisibilidad<sup>146</sup>, lo cual, no es del todo acertado puesto que como veremos en el capítulo correspondiente de esta tesis, las referidas situaciones sí tienen acceso al registro contable. Finalmente, cabe señalar que es un registro de naturaleza contable<sup>147</sup>, ya que el propio funcionamiento del mismo se basa en la realización de apuntes de cargo y abono de valores.

Por lo que se refiere a la publicidad, los registros contables de valores anotados deben estar dotados de publicidad material y se pretende que de publicidad formal<sup>148</sup>. A este respecto, la publicidad material supone que, una vez inscrita en el registro contable una determinada circunstancia, ésta se entiende que es conocida por todos los terceros y, en este sentido, les perjudica, mientras que, de la misma manera, los hechos no inscritos no pueden suponerse conocidos por los terceros, quienes se encuentran libres de las consecuencias de su ignorancia<sup>149</sup>. Esta publicidad material encuentra su concrección en el principio de legitimación registral, en cuya virtud, se presume titular legítimo a la persona que aparezca en los registros contables (artículo 13.1 del TRLMV); en la

---

<sup>144</sup> MEJÍAS GÓMEZ, J. «Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta...», ob., cit., p. 115.

<sup>145</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...», cit., pp. 131 y 132.

<sup>146</sup> SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores Informatizados», cit., p. 28.

<sup>147</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...», cit., p. 134.

<sup>148</sup> A este respecto, MADRID PARRA, A., «La transmisión de valores», DN, año 1-2, núm. 1-15, 1990-1991, p. 94, afirma que el registro contable de valores anotados no es público a la vista del defectuoso diseño de la publicidad formal. En contra, MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...», cit., pp. 135 y 136, quien afirma que no se puede negar la publicidad del registro de valores cuando el régimen de los mismos sí reconoce la publicidad material de la anotación en cuenta.

<sup>149</sup> GARRIGUES, J., «Curso de derecho mercantil», t.I, 7ª ed., Madrid, 1982, p.709.

exactitud de los asientos contables salvo prueba en contrario<sup>150</sup>; en la oponibilidad a terceros de la transmisión desde el momento en que se haya inscrito (11.2 del TRLMV); y en el principio de fe pública registral, con el que se consagra la irreivindicabilidad de los valores adquiridos a non domino a título oneroso por el tercero que, de buena fe y sin culpa grave, confió en los asientos del registro contable (artículo 11.3 del TRLMV)<sup>151</sup>.

La publicidad formal serían los mecanismos para dar a conocer el registro a terceros y, en este sentido, si se realiza una comparación del registro de valores anotados con otros registros en los que éste se ha inspirado como, por ejemplo, el Registro de la Propiedad inmobiliaria, se comprueba que el registro de valores anotados carece de los instrumentos necesarios para hacerse valer<sup>152</sup>, ya que los terceros, (a excepción de emisores, y asociaciones de acciones y accionistas minoritarios contemplados en el artículo 497 del TRLSC) no disponen de ningún medio para conocer el contenido del registro contable, puesto que el único medio existente que son los certificados de legitimación, sólo pueden ser solicitados por los titulares de valores y respecto de éstos<sup>153</sup> (artículo 20.1 del RD 878/2015).

En consecuencia, entendemos que si bien el registro contable de valores anotados goza de una publicidad material no se puede decir lo mismo de la publicidad formal, respecto de la que se puede afirmar que el registro contable no es público, en el sentido de cómo se entiende que un registro sea público, esto es, que puede ser consultado por cualquier tercero que tenga algún interés, tal y como ocurre con el Registro de la Propiedad inmobiliaria. Sin embargo, desde nuestro punto de vista ello no es, ni mucho menos, algo negativo y, en todo caso, entendemos que responde a la voluntad del

---

<sup>150</sup> DÍAZ MORENO, A., «*La prenda de...*», cit., p. 382.

<sup>151</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., pp. 138 y 139.

<sup>152</sup> RECALDE CASTELLS, A., «*En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones...*», cit., p. 395.

<sup>153</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 143.

legislador de que sea así cuando no ha modificado este aspecto durante todos los años que lleva funcionando el registro contable de valores anotados y, muy especialmente, con ocasión de la aprobación del RD 878/2015. A este respecto, creemos que el principal argumento para que no sea público es proteger la información de cómo está distribuido el capital de una sociedad, información que podría ser utilizada con fines ilícitos si cualquiera pudiera acceder a ella, por eso, el artículo 497 del TRLSC limita quién puede acceder a la información sobre la identidad de los accionistas de una sociedad cotizada y así, sólo le reconoce el derecho a asociaciones de accionistas y accionistas que cumplan los requisitos fijados en dicho artículo, a los exclusivos efectos de facilitar la comunicación con otros accionistas para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes. A dicho argumento podríamos sumar otro como la obligación de secreto de toda entidad respecto de los datos de sus clientes.

En relación con lo anterior, algún autor ha apuntado alguna fórmula práctica para conseguir que el registro fuera público en el sentido de que pudiera ser consultado directamente por terceros, como la nota simple<sup>154</sup> o bien, que las entidades encargadas del registro tuvieran pantallas de consulta a disposición de aquéllos que tuvieran un interés conocido sobre los valores (al modo de los cajeros automáticos)<sup>155</sup>. Respecto de esta cuestión, y dejando al margen que sólo los terceros que demostraran un interés legítimo podrían consultarlo, lo cual, plantea el problema de qué se considera un interés legítimo y quién asume la responsabilidad de controlarlo, estos métodos no serían de muy factible implantación en la práctica, ya que ello exigiría crear un único punto de información, es decir, el tercero, sin saber en qué entidad concreta se encuentran registrados unos determinados valores, tendría que poder acceder a un único punto de información (lo que excluye la posibilidad de los cajeros en cada entidad puesto que cada entidad sólo tiene los datos de sus clientes), el cual, tendría que aglutinar la información de la que disponen, por un lado, la Sociedad de Sistemas y, por otro, cada

---

<sup>154</sup> RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones...», cit., pp 393-394

<sup>155</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...», cit., p. 146.

una de las entidades participantes, debido a la gestión compartida que hacen del registro contable. Lo anterior deriva en las cuestiones de qué entidad gestiona ese punto de información y asume la responsabilidad de proporcionar, a cualquier tercero que alegue un interés legítimo, la información que solicite sobre unos determinados valores, lo cual, parece apuntar a que sólo podría ser la Sociedad de Sistemas, al poder centralizar la información que le suministrasen las entidades participantes, tal y como hace para los emisores y las asociaciones y accionistas del artículo 497 del TRLSC, la que podría proporcionar la citada información, vía nota simple o a través de cualquier otro documento análogo, si bien y, en todo caso, para que ello pudiera llevarse a la práctica, debería venir impuesto por una Ley, al estilo del artículo 497 del TRLSC, debido a la confidencialidad anteriormente apuntada de los datos de que se trata y al hecho de que se tendría que cobrar por la prestación de dichos servicios a unos terceros con los que la Sociedad de Sistemas no tiene relación jurídica alguna.

## ***2.2.2. UN REGISTRO EN UN DOBLE ESCALÓN***

### ***2.2.2.1. CONSIDERACIONES PREVIAS***

El registro contable español de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tiene la peculiaridad de que se estructura en un sistema de doble escalón o también llamado de «*tenencia indirecta*», es decir, en una estructura conformada por dos niveles, el primero de los cuales, se corresponde con el registro central a cargo del depositario central de valores (la Sociedad de Sistemas) y, el segundo, con el registro de detalle a cargo de las entidades participantes. Frente al sistema de doble escalón se encuentran los sistemas de un único escalón o de «*tenencia directa*», en los cuales, es el depositario central de valores el que mantiene directamente todas las cuentas (una cuenta por cada emisión y para cada titular), con reflejo de la

posición en número de valores de todas las emisiones y de todas las personas que figuren como titulares de algún valor<sup>156</sup>.

En la gestión de este sistema de doble escalón participan la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, de manera que la Sociedad de Sistemas gestiona el sistema de registro y la liquidación de todos los bloques de resúmenes o síntesis de anotaciones practicadas por los comisionistas del mercado por cuenta propia o de sus clientes y, paralelamente, una pléyade de entidades participantes desdoblan esas anotaciones de síntesis en registros parciales, esto es, en las cuentas de detalle en las que figuran directamente los nombres y posiciones anotadas de cada inversor individual, en una suerte de segundo nivel o registro de detalle<sup>157</sup>.

Este sistema de registro en un doble escalón también fue adoptado en otras legislaciones como la Alemana, como ya apuntamos someramente al inicio de la tesis. Así, el sistema de depósito colectivo que originariamente permitió llevar a cabo el proceso de desincorporación de los títulos y que, consistía, básicamente en que los títulos de iguales características se depositaban juntos, evolucionó hasta llegar a un sistema de doble escalón, de manera que los depósitos colectivos se iban concentrando en los llamados «*Bancos colectores de títulos-valores*» («*wertpapiersammelbanken o Kassenvereine*») a través de un depósito de segundo grado («*Drittverwahrung*») realizado por los bancos a los que acudían directamente los titulares de los valores. De esta forma se llegó a un sistema de doble escalón, constituido por un primer depósito de los títulos realizado por los propietarios en cualquier banco «*Sammeldepotkunden*»<sup>158</sup>, cuya función era la de ser simples receptores de los documentos<sup>159</sup>, y por un segundo depósito realizado por dichos bancos depositarios en los llamados «*Bancos colectores*

---

<sup>156</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p. 18.

<sup>157</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., «*El contrato de cuenta corriente del mercado de valores*», (dir. YZQUIERDO TOLSADA, M. / coord. RECALDE CASTELLS, A.), AA.VV., (cap.3, epígrafe 1º), *Contratos del Mercado de Valores*, t. XI, Pamplona, 2014, p. 285.

<sup>158</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p.26.

<sup>159</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCIA DE DUEÑAS, A., «*Valores mobiliarios anotados en cuenta...*», cit., p. 41.

*de títulos valores*», que pasaron a ocuparse de las operaciones de compensación<sup>160</sup>. A su vez, para facilitar la compensación global, se creó un depositario central de valores «*Girosammelverwahrung*», al que sólo podían acceder los referidos bancos colectores para abrir sus cuentas<sup>161</sup>.

### **2.2.2.2. VALORES A LOS QUE SE APLICA**

Conforme a la regulación española, la llevanza del registro contable de valores que estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación debe encomendarse, necesariamente, a un depositario central de valores y a sus entidades participantes (artículo 31.1 del RD 878/2015)<sup>162</sup>, lo que implica que la normativa española obliga a que necesariamente el registro contable de valores negociados en dichos mercados o sistemas se lleve mediante un sistema de doble escalón, lo que hace que la responsabilidad de la llevanza del registro contable sea una responsabilidad compartida entre el depositario central de valores respecto del registro central, y las entidades participantes respecto del registro de detalle y que, en consecuencia, a veces resulte difícil fijar o discernir el límite de la responsabilidad de cada una, tal y como veremos más adelante.

Ahora bien, el nacimiento de la obligación de llevanza por parte de las entidades participantes del registro de detalle se condiciona a que existan terceros que confíen el registro de sus valores a una determinada entidad participante, puesto que, sin titulares de cuenta, no hay obligación de llevanza. Este sistema descentralizado permite a los terceros escoger libremente la entidad participante a la que confían el registro de sus valores.

---

<sup>160</sup> DÍAZ MORENO, A., «*La prenda de...*», cit., p. 367.

<sup>161</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCIA DE DUEÑAS, A., «*Valores mobiliarios anotados en cuenta...*», cit., p.41.

<sup>162</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., «*El contrato de cuenta corriente...*», ob., cit., p. 285.

Sin perjuicio de lo dispuesto anteriormente, también pueden ser objeto de registro en un depositario central de valores y en sus entidades participantes conforme al esquema de doble escalón, los valores respecto de los que se haya solicitado o se vaya a solicitar la admisión a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, para lo cual, el propósito de solicitar la admisión deberá manifestarse en el folleto de emisión o de oferta pública de venta de valores, o en el documento presentado a tal fin ante el depositario central de valores (artículo 31.2 del RD 878/2015).

Si no se solicita la admisión dentro del plazo previsto o no se obtiene la admisión a negociación en los mercados secundarios oficiales o en los sistemas multilaterales de negociación, se aplica, como marca el artículo 31.2, por remisión normativa, lo previsto en el artículo 37, por lo que el depositario central de valores encargado del registro contable deberá adoptar, en el plazo de tres meses, las medidas oportunas para proceder a traspasar el registro de los valores a la entidad que hubiera designado la entidad emisora, salvo que ésta decida que la llevanza del registro le sigue correspondiendo al depositario central de valores.

A este respecto, hay que mencionar que el RD 878/2015 no deja claro cuándo comienza a contar el referido plazo de tres meses debido a que el artículo 37 regula los supuestos en los que los valores han sido excluidos de negociación de un mercado secundario oficial o de un sistema multilateral de negociación por lo que, en esos casos, el plazo de tres meses, y según lo que dispone el artículo 37, comienza a contar desde que la exclusión de negociación le sea notificada al depositario central de valores. Ahora bien, en los casos en los que la admisión a negociación no se produzca en los plazos establecidos en el folleto o en el documento de emisión, no se precisa cuándo comienza a contar el plazo de tres meses y cómo recibe la noticia el depositario central de valores. Desde nuestro punto de vista, parece claro que el plazo de tres meses comenzará a contar desde que finalice el plazo previsto en el folleto para solicitar la admisión o desde que la sociedad rectora del correspondiente mercado secundario o sistema multilateral de negociación adopte la decisión de no admitir a negociación los

---

correspondientes valores. En estos casos, debe ser el emisor y, en su caso, el órgano rector, el que debería informar al depositario central de valores de dicha situación.

En nuestra opinión, la obligación de informar al depositario central de valores recae, en todo caso y, en última instancia, en el emisor. En este sentido, si finalmente los valores no llegasen a cotizar en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, desde nuestra perspectiva, ello exigiría que el emisor, ante dicho cambio de circunstancias, se pronunciase sobre quién debe ser la entidad encargada, esto es, si debe continuar siendo el depositario central de valores nombrado inicialmente o, por el contrario, debe ser otra entidad. Lo anterior está fundamentado, por aplicación analógica, en lo dispuesto en el artículo 37.1 del RD 878/2015, en el que se exige a la entidad emisora que, cuando un valor deje de estar admitido a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, decida si debe seguir siendo entidad encargada del registro contable el depositario central de valores o si el registro debe traspasarse a otra entidad designada por ella.

En relación con lo anterior, conviene mencionar el reconocimiento expreso que se ha producido en la nueva regulación en materia de registro contable (artículo 8.2 del TRLMV y en el 48.1 del RD 878/2015) del hecho de que los depositarios centrales de valores puedan llevar el registro contable de valores que no estén admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales ni en sistemas multilaterales de negociación. Ahora bien, en estos casos en que la entidad emisora encomienda a un depositario central de valores y a sus entidades participantes la llevanza del registro contable de sus valores que no están admitidos a negociación, se exige que dicho registro se lleve en un sistema de doble escalón, esto es, se aplican las mismas premisas y la misma estructura de registro contable que para los valores que están admitidos a negociación, lo cual, desde nuestro punto de vista, es completamente lógico, puesto que no tendría sentido obligar a un depositario central de valores a llevar el registro contable de dichos valores no negociados conforme a un sistema de un único escalón, ya que le obligaría a tener que articular dos sistemas de registro distintos al mismo tiempo.

Volviendo al tema de la obligación que existe, desde nuestra opinión, por parte del emisor, de informar al depositario central de valores de que no se ha producido la admisión a negociación inicialmente prevista y de decidir, en consecuencia, qué entidad debe ser la encargada del registro contable de sus valores, cabe preguntarse qué ocurriría en el caso de que el emisor no se pronuncie sobre quién debe ser dicha entidad. En este caso, se tendría que aplicar lo dispuesto en el artículo 49.2 del RD 878/2015, por lo que el depositario central de valores que no quisiera seguir siendo la entidad encargada del registro contable de unos valores que finalmente no están admitidos a negociación podría renunciar a su función proponiendo a la entidad emisora que designara una nueva entidad y, si ésta no lo hiciera dentro del mes siguiente a la renuncia, la nueva entidad encargada sería la que hubiese designado el depositario central de valores. Hay que señalar que la efectividad de la sustitución queda condicionada al traspaso del registro contable desde el depositario central de valores a la nueva entidad encargada del registro contable.

Respecto de lo comentado anteriormente, conviene precisar que esta posibilidad de renuncia de la entidad encargada del registro contable sólo se contempla para los valores que no están admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación, pero no para los casos en los que sí están admitidos a negociación en los que, como hemos visto, la entidad encargada debe ser, obligatoriamente, un depositario central de valores y no cabe, como se analizará más detalladamente en un capítulo posterior, la posibilidad de renuncia por parte del depositario conforme a la Ley.

Por otro lado, este sistema de registro de doble escalón también aplica a los valores extranjeros admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación españoles, sin que lo anterior implique un cambio en su forma de representación originaria, esto es, dichos valores podrán estar representados por títulos físicos o desmaterializados conforme a su legislación de origen (artículo 38.1 del RD 878/2015).

Por lo tanto, lo que ocurre en la práctica en estos casos en que el sistema de representación originario consiste en títulos físicos, es que dichos títulos permanecen inmovilizados en una entidad custodia habilitada al efecto, la cual, tiene la obligación de asegurar su inmovilización y su afectación al sistema registral español, así como la permanente correspondencia de la suma de los saldos de dichos valores extranjeros registrados en las cuentas del depositario central con los saldos de los valores inmovilizados a tal efecto. En el caso de que la forma de representación originaria fueran anotaciones en cuenta, no existe una inmovilización como tal, sino que lo que se practica es un bloqueo de los valores extranjeros que están afectos al sistema registral español, manteniéndose las obligaciones de la entidad custodia de garantizar el bloqueo y la afectación al sistema registral español, así como la permanente correspondencia de la suma de los saldos.

Se hace necesario finalizar este apartado haciendo una mención a los casos particulares de valores admitidos a negociación en el Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones y en el Mercado de Deuda Pública anotada debido a que, por las peculiaridades de los mismos, estos mercados se rigen por sus disposiciones especiales, siendo aplicables supletoriamente las previsiones del RD 878/2015.

Así, desde un punto de vista de las disposiciones normativas aplicables, los Mercados de Futuros y Opciones, al ser mercados secundarios oficiales, además del régimen específico contenido en la Sección 3ª, del Capítulo II, del Título IV, del TRLMV, les resulta de aplicación el conjunto de disposiciones generales aplicables a los mercados secundarios oficiales previstas en el Capítulo I, del Título IV, del TRLMV. El desarrollo reglamentario se encuentra contenido en el RD 1282/2010, el cual, derogó al antiguo RD 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulaban los mercados oficiales de futuros y opciones. Con carácter adicional a las anteriores disposiciones de carácter general, existe un conjunto de disposiciones específicas aplicables a dicho mercado, esto es, su Reglamento y Circulares, que, con carácter de norma de ordenación y disciplina del TRLMV, regulan aspectos como las clases de

miembros, el régimen de garantías, los procedimientos de supervisión, la operativa de liquidación, la tipología de contratos, y cualquier otro aspecto relevante.

Por lo que se refiere al objeto, en estos mercados se contratan futuros, opciones, así como otros instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea el activo subyacente, previamente definidos por la sociedad rectora (artículo 65.1 del TRLMV).

Como nota singular de estos mercados hay que señalar que no se puede hablar de la existencia de un mercado primario ni secundario, ya que los instrumentos derivados no se emiten ni suscriben y tampoco se negocian y transmiten secundariamente, sino que se concluyen o convienen de acuerdo con condiciones totalmente predispuestas por el organismo rector que diseña su contenido y, como no son susceptibles de transmisión, la liquidación de las posiciones se lleva a efecto mediante la celebración de un nuevo contrato de signo inverso al previamente concluido<sup>163</sup>.

Desde una perspectiva del registro contable, la nota característica de los Mercados de Futuros y Opciones es que no se anotan valores sino contratos, y así aparece recogido en el artículo 7.1 del RMEXCHANGE, que dispone lo siguiente: «*MEFF Exchange mantendrá, a su cargo, un registro contable único correspondiente a los Contratos admitidos a negociación en el Mercado*». En realidad, lo que se anotan son las transacciones llevadas a cabo sobre los contratos, tal y como queda reflejado en el artículo 7.3 del RMEXCHANGE, que reza lo siguiente: «*Cada Miembro del Mercado tendrá una o varias Cuentas abiertas en el Registro del Mercado donde se anotarán las Transacciones sobre Contratos que lleve a cabo*».

Ahora bien, en relación con lo anterior, en el Mercado de Futuros y Opciones, al tener por objeto la negociación de contratos y regirse por sus disposiciones especiales, no resulta de aplicación la estructura de doble escalón sino que, por el contrario, existe

---

<sup>163</sup> JAVIER CORTÉS, L., «*Las garantías de la...*», ob., cit., p.275.

un registro contable único de contratos gestionado por la sociedad rectora de dicho mercado, la cual, se encarga del registro de los contratos celebrados<sup>164</sup>.

En contraposición a lo anterior y, a pesar de regirse también por disposiciones especiales, en concreto, por la Sección 2ª, del Capítulo II, del Título IV, del TRLMV, así como por el Capítulo I, del Título IV, del TRLMV, en el que se contienen las disposiciones generales aplicables a los mercados secundarios oficiales y, por el RD 505/1987, el registro contable de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública se estructura en un sistema de doble escalón.

En este sentido, la disposición adicional segunda del RD 878/2015, ha previsto expresamente que la estructura del registro contable aplicable a los valores admitidos a negociación en este mercado es la prevista en dicho Real Decreto para el resto de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y en sistemas multilaterales de negociación, con la excepción que ya hemos visto de los mercados de futuros y opciones.

El registro contable de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública se encuentra encomendado por disposición legal (artículo 62.1 del TRLMV) a la Sociedad de Sistemas. En materia de registro contable se distinguen dos tipos de entidades participantes en este mercado, las llamadas titulares de cuenta y las entidades gestoras.

Las entidades titulares de cuenta son aquellas entidades que tienen cuentas abiertas a nombre propio en el registro central, las cuales, son llevadas de manera individualizada por la Sociedad de Sistemas. Por su parte, las entidades gestoras son las entidades participantes en la Sociedad de Sistemas que llevan el registro de los valores correspondientes a quienes no ostenten la condición de titulares de cuenta a nombre

---

<sup>164</sup> CENTENO HUERTA, L., «*Régimen jurídico de los valores negociables y de los instrumentos financieros*», (coord. URÍA FERNÁNDEZ, F.), AA.VV., (cap. VIII), Madrid, 2006, p.515; ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*Derecho del mercado financiero*», p. 866.

propio, por lo que deberán mantener en la Sociedad de Sistemas una cuenta global que sea la contrapartida exacta de las cuentas de sus clientes. Estas cuentas se ubican en el registro de detalle. En el caso de que las entidades gestoras tengan también la condición de titulares de cuenta, su cuenta propia deberá de llevarse con total separación de la cuenta global de sus clientes con el fin de conseguir la diferenciación de los valores.

Finalmente, conviene señalar que tanto el nuevo TRLMV (artículo 62.2) como la antigua LMV (artículo 57.2), prevén que se elabore un Reglamento regulador del Mercado de Deuda Pública, el cual, a día de hoy, no existe.

### **2.2.2.3. LA ESTRUCTURA DE DOBLE ESCALÓN**

La estructura del registro contable de doble escalón para valores admitidos a negociación o que van a admitirse a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, así como para valores extranjeros y para valores no admitidos a negociación cuando así lo haya decidido la entidad emisora de los mismos, se encuentra regulada en el artículo 32 del RD 878/2015 y debe ser adoptada, obligatoriamente, por todo depositario central de valores que preste servicios en España.

La estructura de doble escalón exige que el registro contable se construya sobre dos niveles, a saber: (i) el registro central, que sería el primer nivel y, (ii) el segundo nivel o registro de detalle<sup>165</sup>.

---

<sup>165</sup> El registro contable italiano funciona de forma similar, de manera que a los «*Intermediaries*» se les abren cuentas propias y cuentas de terceros. Así se encuentra recogido en el artículo 20.1 del Monte Titoli CSD Rules: «*In the name and at the request of Intermediaries, Monte Titoli shall open, for each of them, distinct own accounts and third party accounts, each of which shall be subdivided into as many sub-accounts as are the types of centralised financial instruments*». Tal y como se desprende del referido artículo, la estructura de cuentas abiertas a los «*Intermediaries*» funciona de forma similar que en el caso español, en el sentido de que se exige una clara y completa separación entre los valores mantenidos por cuenta propia y los valores mantenidos por cuenta de los terceros o clientes. Por otro lado, en cada una de las cuentas abiertas por el «*Intermediary*» a los clientes o terceros se inscriben los valores a nombre del

En el registro central, esto es, en el primer escalón, existirán las siguientes cuentas de valores:

- Una o varias cuentas propias de las entidades participantes, las cuales, recogerán el saldo de los valores que sean propiedad de dichas entidades. A este respecto, una de las novedades introducidas por el RD 878/2015 es la posibilidad de que las entidades participantes puedan abrir y mantener varias cuentas propias, al contrario de lo que sucedía con el RD 116/1992,

---

titular, las transferencias que se realicen sobre esos valores, el ejercicio de derechos económicos y los gravámenes, todo ello, según se dispone en el artículo 83 quater, apartado tercero, de la Consolidated Law on Finance: *«For each financial instruments account holder, the intermediary, ..., shall on each account..., record the financial instruments held, their transfer, the rights exercised and restrictions pursuant to Article 83-octies, as instructed by the owner or on their behalf. Registration of the transfers shall be performed by the intermediaries on settlement of the related transactions»*. Dicho lo anterior, el registro italiano presenta una diferencia importante con el español y es que contempla la posibilidad de abrir cuentas a los emisores, según se dispone en el artículo 19.1 del Monte Titoli CSD Rules: *«In the name and at the request of Issuers, Monte Titoli shall open, for each of them, accounts which keep separate evidence of each issue containing all the information communicated by the Issuer that is necessary for identifying the features of the issue itself and, at least, the type of financial instrument, the ID, the quantity issued, the total value of the issue, the split and any related rights»*. Tal y como se desprende del propio artículo, queda claro que los «issuers» no pueden abrir cuentas a nombre de clientes o terceros, sino que, por la propia redacción, parece que la única finalidad de las cuentas abiertas a los «issuers» es recoger las características y los datos propios de cada emisión que realicen. En este mismo sentido, la Consolidated Law on Finance, en su artículo 83 ter, deja claro que, para cada una de las emisiones, se abrirá una cuenta a nombre del correspondiente emisor: *«For each issue the central depository system shall open an account in the name of the issuer»*, y además dispone que *«for each issue of financial instruments subject to the provisions of this section, a single central depository must be selected. This issue shall inform the central depository of the total value of the financial instruments issue, its composition and any other characteristics...»*. A tenor de lo anterior, consideramos que lo que se persigue con este sistema de cuentas identificativas de cada emisión es llevar un control exhaustivo de las mismas.

bajo el cual, sólo era posible que abriesen y mantuviesen una única cuenta propia.

- Una o varias cuentas generales de terceros, en las que se registrarán, de una forma global, los saldos de los valores de los clientes de la entidad participante o los saldos de los valores de los clientes de una tercera entidad que no sea entidad participante y que hubiera encomendado a la entidad participante solicitante de la apertura de la cuenta, la custodia y el registro contable de los valores de dichos clientes. Al igual que ocurría con las cuentas propias, la posibilidad de abrir varias cuentas generales de terceros es una novedad del RD 878/2015, no contemplada bajo el RD 116/1992, que sólo permitía abrir una única cuenta general de terceros.
- Una o varias cuentas individuales en las que se anotarán, de forma segregada, el saldo de los valores correspondientes a dicha cuenta. Estas cuentas individuales pueden ser de llevanza indirecta, las cuales, se abren a aquéllos clientes de las entidades participantes que hubieran solicitado la apertura de las mismas en el registro central, o de llevanza directa, las cuales, se pueden abrir solamente a entidades de carácter público.

La posibilidad de abrir cuentas individuales en el registro central constituye una de las principales y más importantes novedades introducidas por el RD 878/2015, la cual, deriva de la exigencia del impuesta por el artículo 38.4 del Reglamento (UE) N.º 909/2014, que prescribe que los depositarios centrales de valores deberán llevar registros y cuentas que permitan a todo participante segregar los valores de cada uno de sus clientes, lo que denomina como «*la segregación individualizada por clientes*». Estas cuentas suponen que los valores del titular se anotan directamente de forma segregada en el registro central, esto es, en el primer nivel, con lo que el nivel de segregación es superior respecto de las cuentas ubicadas en el registro de detalle. Evidentemente, los costes de apertura y mantenimiento de estas cuentas son mayores que los de las cuentas

ubicadas en el registro de detalle por lo que, por regla general, este tipo de cuentas son utilizadas por inversiones institucionales y no por clientes minoristas.

La distinción entre cuentas individuales de llevanza directa y cuentas individuales de llevanza indirecta se realiza en función de a quién corresponde la gestión de las mismas. En las cuentas de llevanza indirecta, la gestión de la mismas corresponde a la entidad participante, que es la que tiene la relación jurídica con su cliente, de modo que el cliente no tiene interacción alguna con el depositario central de valores, de hecho, la apertura de la cuenta, la expedición de certificados de legitimación, así como la inscripción de derechos reales limitados o gravámenes, se realiza por el depositario central de valores a petición de la entidad participante. Por el contrario, las cuentas individuales de llevanza directa son gestionadas directamente por el depositario central de valores, por eso su apertura está restringida a las entidades que determine el Ministerio de Economía y Competitividad, entidades que, además, deben ser organismos internacionales, miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales o administraciones públicas de conformidad con lo dispuesto en el artículo 2 de la Ley 39/2015. Por tanto, en este tipo de cuentas, la relación jurídico-contractual se establece entre la entidad pública y el depositario central de valores.

En el registro central también pueden abrirse las llamadas cuentas especiales de intermediarios financieros, las cuales, no son una categoría diferente de las cuentas propias o de las cuentas individuales anteriormente analizadas, sino que se califican como subtipos especiales de las cuentas propias, para el caso de que el intermediario financiero tenga además la condición de entidad participante, y como subtipo especial de las cuentas individuales para el caso de que no tenga tal condición (artículo 19 del RSS).

Por su parte, en el registro de detalle, esto es, en el segundo escalón, se encuentran las cuentas de valores que corresponden a cada uno de los clientes de las entidades participantes que tienen abiertas cuentas generales de terceros en el registro central. En el registro de detalle se registran, por tanto, los valores que las entidades participantes

tienen por cuenta ajena, por cuenta de sus clientes, siendo responsabilidad de la entidad participante la reconstrucción interna de manera exacta de los titulares concretos de los valores que tienen anotados por cuenta ajena<sup>166</sup>.

Cada cuenta en el registro de detalle a nombre de cada cliente de la entidad participante debe reflejar, en todo momento, el saldo de valores que corresponde al titular de dicha cuenta (artículo 33 del RD 878/2015). Esta obligación a cargo de las entidades participantes es crucial puesto que, como se ha dicho en varias ocasiones, estamos hablando de que en el registro contable español se reconocen derechos de propiedad y, de ahí, que haya una presunción de titularidad a favor de quién conste en el registro contable, por lo que debe figurar, a nombre de cada titular, el número exacto de los valores que le corresponden y, por otro lado, se debe mantener el oportuno control de los valores que estén afectados por situaciones especiales, con el consiguiente desglose de los valores sujetos a derechos reales limitados, gravámenes, o respecto de los que se hayan expedido certificados de legitimación (artículo 34.4 del RD 878/2015).

#### ***2.2.2.4. VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL DOBLE ESCALÓN***

Frente al sistema de un único escalón, el sistema de doble escalón presenta ventajas e inconvenientes.

Como ventajas, cabe mencionar que el número de cuentas abiertas en el registro central gestionado por el depositario central de valores es menor que en el caso de que sólo hubiera un único escalón, lo que conduce a la ventaja de una mayor facilidad a la hora de liquidar las operaciones, menores costes y menores posibilidades de error. En efecto, un sistema de un único escalón para mercados tan complejos y en los que se negocian un elevado número de valores como pueden ser las Bolsas, sería una fuente de errores, ya que el número de titulares con cuentas abiertas sería altísimo y habría que

---

<sup>166</sup> TAPIA HERMIDA, A.J.: «El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores...», cit., p. 271.

atender a un volumen inmenso de negociación<sup>167</sup> y consecuente liquidación en un único escalón. No obstante lo anterior, con la reforma en la estructura de cuentas introducida por el RD 878/2015, consistente en la posibilidad de abrir cuentas individuales directamente en el registro central tanto a nombre de clientes de las entidades participantes (cuentas individuales de llevanza indirecta) como a nombre de entidades públicas (cuentas individuales de llevanza directa), así como que las entidades participantes puedan tener varias cuentas propias o varias cuentas generales de terceros en el registro central, es previsible que se incremente el número de cuentas abiertas en dicho registro en comparación con el número de cuentas abiertas bajo el sistema de registro regulado por el RD 116/1992, si bien, dicho número de cuentas siempre será inferior al número de cuentas que pudieran existir en un sistema de registro de un único escalón debido a que, en dicho sistema de único escalón, todas las cuentas se abren en el único nivel existente.

Entre los inconvenientes de un sistema de registro estructurado en un doble escalón se encuentran unas mayores dificultades para la conciliación o correspondencia de los saldos, debido a que, al estar en un doble escalón, debe controlarse que exista una exacta y permanente correspondencia entre los saldos de los valores reconocidos en las cuentas del registro de detalle de las entidades participantes, con el saldo global de valores correspondiente reconocido en la cuenta general de terceros abierta en el registro central a cargo del depositario central de valores.

---

<sup>167</sup> DÍAZ MORENO, A., «La prenda de...», cit., p. 380; «La necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de valores», DN, núm. 0, 1990, p. 33, nota 6.

## **2.3. EL PROCEDIMIENTO ESPECIAL Y OPCIONAL DE INTERMEDIARIO FINANCIERO SOBRE VALORES NEGOCIADOS DESDE UNA PERSPECTIVA REGISTRAL**

### ***2.3.1. ORIGEN Y FINALIDAD***

El procedimiento especial y opcional de intermediario financiero es quizá una de las novedades más relevante del proceso de reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores español, la cual, ha quedado cristalizada en el RD 878/2015, así como en la normativa interna aprobada por la Sociedad de Sistemas.

Podemos decir que este procedimiento surge para atender a una petición de las entidades que participan en los mercados de valores de poder introducir y canalizar órdenes sin tener que identificar, en el momento de la introducción de las mismas, a su titular final. De hecho, ésta es la razón de ser, como veremos más adelante, de la existencia de las llamadas cuentas especiales de intermediario financiero. La finalidad del procedimiento es, por tanto, facilitar que los intermediarios financieros que, en el momento de la ejecución de las órdenes de contratación no sepan aún las titularidades de los compradores o vendedores, puedan liquidar la operativa en fecha de liquidación, momento en que se supone que sí tendrán conocimiento de las titularidades de los valores liquidados<sup>168</sup>.

---

<sup>168</sup> BENITO NAVEIRA, J. / SOLLOA MENDOZA, I., «La reforma de la post-contratación de valores en España», AA.VV., Estabilidad Financiera, Banco de España, núm. 28, 2015, p.97.

### ***2.3.2. AMBITO SUBJETIVO Y OBJETIVO***

Para entender cómo funciona el procedimiento especial y opcional de intermediario financiero se hace necesario, previamente, analizar quién y qué operativa puede acogerse a este tipo de procedimiento.

En este sentido, y respecto del ámbito subjetivo, podrán acogerse a la calificación de intermediario financiero las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito acogidas a la legislación de un Estado miembro de la Unión Europea, así como las entidades de terceros Estados, que estén habilitadas para prestar servicios a clientes profesionales y, al menos, para transmitir órdenes de esos clientes y participar en la liquidación de las operaciones que de ellas resulten (artículo 33.1 del RSS).

Los clientes profesionales son, básicamente y según lo previsto en el artículo 205 del TRLMV, aquellos a los que se les presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente los riesgos. En este sentido, se pueden distinguir dos grupos: (i) los clientes profesionales que lo son por sus propias características y, dentro de ellos, se encontrarían los clientes profesionales públicos (Estados y administraciones regionales, bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, etc.), y los clientes profesionales privados de carácter financiero (entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva, etc.), y de carácter empresarial (empresarios que reúnan dos de las condiciones siguientes: que el total de las partidas de activos sea igual o superior a 20 millones de euros, que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros, o que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros); y (ii) los clientes profesionales que soliciten ser tratados como tales, para lo cual, tendrán que cumplir dos de los siguientes requisitos: haber realizado operaciones con un volumen significativo y con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores, o bien que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a los

500.000 euros, o bien que ocupe o haya ocupado durante al menos un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones y servicios que demande<sup>169</sup>.

El intermediario financiero puede ser, a su vez, una entidad participante en la Sociedad de Sistemas, o no serlo, en cuyo caso, son las entidades participantes las que tienen la responsabilidad de comprobar que quienes les soliciten hacer uso de este procedimiento cumplen los anteriores requisitos.

Por lo que se refiere al ámbito objetivo, hay que señalar que el procedimiento especial y opcional de intermediario financiero se preveía, en un primer momento, para la transmisión de órdenes de transferencia procedentes, única y exclusivamente, de una entidad de contrapartida central, entidad que tiene como finalidad interponerse<sup>170</sup> entre comprador y vendedor actuando como comprador frente a todos los vendedores y como vendedor frente a todos los compradores<sup>171</sup>, llevando a cabo el proceso de compensación<sup>172</sup> de las instrucciones de pago y de transferencia de valores con el objeto

---

<sup>169</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «Manual de derecho del mercado financiero», 1ª ed., Madrid, 2015, p. 340-341.

<sup>170</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., en «La post-contratación en los mercados secundarios de valores...», cit., p. 48, se inclina por la tesis de que la entidad de contrapartida central, al interponerse, produce una «sustitución legal» de la relación jurídico-obligatoria originaria entre el comprador y vendedor primitivos, que extingue el contrato original, y crea un nuevo marco de derechos y obligaciones entre nuevos sujetos, de manera que se deja a un lado a dicho comprador y vendedor originario y a sus legítimos intereses contractuales siendo sustituidos por las obligaciones de los miembros compensadores frente a la entidad de contrapartida central. En este nuevo campo de juego los miembros compensadores actuarían en nombre propio y por cuenta de sus clientes (ya sean los miembros del mercado o los clientes de éstos, es decir, los compradores y vendedores originarios), y son dichos miembros compensadores los nuevos sujetos de derechos y obligaciones frente a la entidad de contrapartida central. A este respecto, apunta que: «se produciría una suerte de mitosis por virtud de la cual la compraventa originaria (A) entre el vendedor y el comprador finales – indirectamente representados por los miembros respectivos se dividiría en otras dos compraventas: la (B), entre la parte vendedora y la ECC, que actuaría como compradora; y la (C), entre la parte compradora y la ECC, que actuaría como vendedora. Cambian, pues, las partes, pero no los objetos ni las obligaciones esenciales de entregar la cosa y pagar el precio (art. 1445 del Código Civil)».

<sup>171</sup> GONZÁLEZ PUEYO, J., «Proceso de consolidación...», ob., cit., p. 12, nota al pie 7.

<sup>172</sup> El Reglamento (UE) N.º 648/2012, en su artículo 2, punto 3, define la compensación como el «proceso consistente en establecer posiciones, incluido el cálculo de las obligaciones netas, y en asegurar que se dispone de instrumentos financieros, efectivo, o ambos, para cubrir las exposiciones derivadas de dichas posiciones». GONZÁLEZ PUEYO, J., en «Proceso de consolidación...», ob., cit., p.12, define la compensación como «el proceso que tiene lugar entre la negociación y la liquidación, en

de determinar las posiciones finales de valores y efectivo que han de llevarse después a la fase de liquidación<sup>173</sup>.

No obstante lo anterior, tras haberse puesto en funcionamiento el nuevo régimen de compensación, liquidación y registro del mercado español de valores el 27 de abril de 2016<sup>174</sup>, diversas entidades participantes solicitaron la modificación de determinados aspectos del procedimiento que iremos viendo a continuación, entre ellos, el de que el procedimiento no se circunscribiera, única y exclusivamente, a las órdenes de transferencia procedentes de una entidad de contrapartida central, sino que se aplicase también a las órdenes de transferencia procedentes de operaciones concertadas en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación. Es por ello por lo que se procedió a modificar los artículos 32.3 y 33.1 primer y segundo párrafo del RSS para dar cabida a este supuesto, si bien, el mismo se supedita a que esté expresamente contemplado en el convenio celebrado entre la Sociedad de Sistemas y el correspondiente mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación.

Otra de las modificaciones más relevantes que se introdujeron a raíz de las solicitudes de diversas entidades participantes fue la eliminación de la prohibición expresa que se contenía en el artículo 33.3 del RSS según la cual, el procedimiento no se podía utilizar para las órdenes procedentes del propio intermediario financiero actuando en nombre y por cuenta propia. A este respecto, el citado artículo dispone

---

*el que se calculan las obligaciones de efectivo a pagar por parte del comprador de acciones y los valores a entregar por parte del vendedor».*

<sup>173</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p. 14. TAPIA HERMIDA, A.J., en «*La post-contratación en los mercados secundarios de valores...*», cit., p. 46., recuerda que la mayor parte de los principios del régimen de compensación como forma de extinción de las obligaciones recogidos en el CC (artículo 1.156 y 1.195 y ss.), son predicables respecto de las compensaciones de operaciones realizadas en los mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación, con dos matizaciones relevantes: la primera, que nos encontramos ante compensaciones centralizadas y multilaterales y no bilaterales y, la segunda, que estas compensaciones no extinguen las obligaciones de las partes, sino que preparan dicha extinción que se producirá en la siguiente etapa de liquidación.

<sup>174</sup> COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Comunicado de la CNMV sobre la evolución de la reforma de compensación, liquidación y registro*», de 6 de junio de 2016, p.1.

Disponible en: [http://cnmv.es/docportal/aldia/Publicacion\\_JUNIO\\_2016-Eventos\\_D2\\_sp.pdf](http://cnmv.es/docportal/aldia/Publicacion_JUNIO_2016-Eventos_D2_sp.pdf)

actualmente lo siguiente: *«el procedimiento especial no será aplicable a las órdenes cursadas al intermediario financiero por: a) clientes minoristas; b) clientes que sean una entidad participante en la Sociedad de Sistemas.»*.

En este sentido, conviene analizar más en detalle el alcance de esta modificación ya que, desde nuestro punto de vista, esa eliminación de la referencia a la prohibición de utilizar el procedimiento para las órdenes cursadas por cuenta y en nombre del propio intermediario financiero siembra las dudas de si es posible entonces canalizar dicha operativa a través del procedimiento del intermediario financiero.

Para poder despejar las dudas sobre lo anterior debemos partir de la previsión contenida en el artículo 32.1, último párrafo, del RD 878/2015, el cual, al regular los distintos tipos de cuentas ubicadas en el registro central dispone que: *«en el ámbito de los procedimientos de compensación y liquidación se podrán establecer especialidades a este tipo de cuentas cuando se utilicen por determinados intermediarios financieros que de manera transitoria liquiden operaciones en nombre propio por cuenta de clientes profesionales...»*. A la vista de esta previsión, el RD 878/2015 parece que es claro en determinar que las operaciones que se liquiden por este procedimiento deben ser, en todo caso, procedentes de clientes y no del propio intermediario financiero.

Dicho lo anterior, en la Exposición de Motivos del RD 878/2015 podemos encontrar varias pistas que nos indican que el procedimiento, cuando se diseñó inicialmente y se plasmó en el RD 878/2015, estaba destinado a canalizar, única y exclusivamente, órdenes procedentes de clientes profesionales y no del propio intermediario financiero. En este sentido, el legislador recogió en la Exposición de Motivos las siguientes precisiones: *«Es necesario mencionar las especialidades que las infraestructuras que intervienen en la negociación, compensación y liquidación de valores puedan establecer en relación con los procedimientos operativos aplicables a las cuentas que pueden utilizar determinadas entidades financieras con el objeto de permitirles contar con plazos ligeramente más amplios que los generales para la identificación de los clientes por cuenta de quienes están operando. Es de suma*

---

*importancia dejar claro que estos procedimientos especiales..., sólo podrán aplicarse cuando la prestación del servicio de inversión asociado a dicha cuenta se realice exclusivamente para clientes profesionales. Los depositarios centrales de valores velarán por el cumplimiento de este requisito controlando que las anotaciones resultantes de la liquidación de este tipo de operaciones en las cuentas del registro central o de detalle se practican a favor de inversores profesionales».*

Como podemos comprobar, todas las referencias contenidas en la Exposición de Motivos se circunscriben a la actuación por cuenta de clientes profesionales y, en ningún caso, se deja abierta la posibilidad a que se puedan canalizar por este procedimiento órdenes del propio intermediario financiero.

Dicho lo anterior y, a pesar de que se ha eliminado del artículo 33.3 del RSS la referencia a la prohibición expresa de que se pueda utilizar el procedimiento para canalizar órdenes por cuenta del propio intermediario financiero, en el artículo 33.1 del RSS se ha mantenido la siguiente referencia: «...la Sociedad de Sistemas dispone de un procedimiento especial para las órdenes de transferencia de entidades participantes procedentes de intermediarios financieros que liquiden operaciones en nombre propio y por cuenta de aquellos de sus clientes que cumplan los requisitos establecidos en este artículo»; y, en el mismo artículo, apartado segundo, se ha mantenido la referencia a que la fase final del procedimiento debe corresponderse con la anotación de los valores en las cuentas de los clientes del intermediario financiero, salvo en el caso de que no se produzca la correcta identificación de los mismos, en cuyo caso, los valores quedarían anotados en la cuenta individual del intermediario financiero, pero no porque el procedimiento permita que se utilice para canalizar órdenes del propio intermediario financiero, sino porque como no se ha conseguido identificar al cliente final, los valores acabarán en la cuenta del propio intermediario financiero.

Otras referencias similares a las anteriores se contienen en el artículo 19.2 del RSS, apartados a) y d), al regular las cuentas especiales de intermediario financiero entidad participante y las cuentas especiales de intermediario financiero que no es

entidad participante y en los que se dispone, respectivamente: *«que reflejarán..., el saldo de valores procedentes de operaciones en las que intervenga la entidad participante como intermediario financiero que actúa por cuenta de terceros», y «que reflejarán el saldo de valores procedentes de operaciones en las que intervengan intermediarios financieros que actúen por cuenta de terceros».*

Dicho todo lo anterior, desde nuestro punto de vista, el hecho de haberse eliminado del artículo 33.3 del RSS, regulador del ámbito de aplicación del procedimiento especial y opcional de intermediario financiero, la prohibición expresa de utilizarlo para canalizar las órdenes del propio intermediario financiero, puede ser interpretado por quién quiera utilizar este procedimiento de una forma indebida como punto de agarre para dicha utilización, aún cuando de otros preceptos se desprenda que la finalidad del procedimiento es, únicamente, la canalización de órdenes de clientes profesionales. Ahora bien, aún cuando entendamos que el procedimiento está limitado a la canalización de órdenes por cuenta de los clientes profesionales, desde nuestra perspectiva, el propio diseño del procedimiento que, como veremos más en detalle, dispone que en el caso de que no se identifique al cliente final los valores quedarán anotados en la cuenta individual o propia del intermediario financiero, según el caso, constituye la vía, a través de la cual, se puede utilizar el procedimiento para canalizar órdenes del propio intermediario financiero ya que, salvo que existiera una supervisión en el momento de la introducción de la orden para controlar que ésta no es, en ningún caso, por cuenta del propio intermediario financiero, la cual, no está contemplada de forma expresa en la regulación, en la fase final siempre se podrá justificar que no se consiguió identificar al cliente final y que, en consecuencia, el intermediario financiero se tiene que quedar con los valores. En relación con la supervisión, la única referencia que existe es una referencia genérica contenida en el artículo 33.1 del RSS en el que se dispone que corresponde a las entidades participantes comprobar que, quienes soliciten hacer uso de este procedimiento, reúnen la condición de intermediario financiero y cumplen los requisitos documentales, obligaciones y procedimientos que exija la Sociedad de Sistemas.

En definitiva, consideramos que el propio diseño del procedimiento y la falta de una supervisión expresamente prevista facilitan que el mismo se pueda emplear de forma indebida.

Finalmente, cabe señalar que nada impide que el procedimiento se utilice por un intermediario financiero que actúe por cuenta de otro intermediario financiero ya que, en este caso, no estaría actuando en nombre y por cuenta propia, sino en nombre y por cuenta de un cliente que es a su vez intermediario financiero.

### ***2.3.3. LIQUIDACIÓN EN DOS MÁS FASES. EL CONCURSO DE LAS ENTIDADES QUE PARTICIPAN EN EL PROCEDIMIENTO ESPECIAL Y OPCIONAL DE INTERMEDIARIO FINANCIERO***

Una de las particularidades de este procedimiento reside en que la liquidación de la operación en la cuenta del cliente final exige llevar a cabo varias fases para la comunicación, aceptación y ejecución de las órdenes de transferencia que se acojan a dicho procedimiento, de modo que, durante la fase o fases transitorias, se produce una anotación transitoria inicial de los valores objeto de las referidas órdenes en las cuentas especiales de los intermediarios financieros, para procederse, posteriormente y durante la fase final, a la anotación de los valores en las cuentas de los clientes del intermediario financiero, salvo en el supuesto de que no se produzca la correcta identificación de éstos, en cuyo caso, se procederá a anotar los valores en la cuenta individual o propia del intermediario financiero interviniente.

Las fases transitorias se desarrollarían, por tanto, en el ámbito de la cuenta especial del intermediario financiero y serían transitorias debido a que, como no se conoce la identidad del titular final de los valores objeto de las órdenes de transferencia, éstos se anotan transitoriamente en dicha cuenta especial del intermediario financiero, ya sea una cuenta propia especial si éste es entidad participante, o una cuenta individual

especial si no es entidad participante, exigiéndose, por tanto, que dichas cuentas se ubiquen en el registro central (artículo 19.2 del RSS).

Desde nuestra perspectiva se puede decir que esas fases que se desarrollan en el ámbito de la cuenta especial son transitorias debido a que los valores que están en esa cuenta, si todo transcurre normalmente, no son propiedad del intermediario financiero, puesto que, en ese caso, esto es, en el supuesto de que la liquidación finalizase sin incidencias y se conociesen los datos del titular final, los valores pasarían a estar registrados entonces en la cuenta del cliente final propietario de los mismos, lo cual, tendría lugar en la fase final del proceso.

En este sentido, en la propia definición de las cuentas especiales de intermediario financiero, ya sean cuentas propias o cuentas individuales, se dispone que dichas cuentas reflejarán «*exclusiva y transitoriamente*», el saldo de valores procedentes de operaciones en las que intervengan intermediarios financieros que actúen por cuenta de terceros cuya identificación pueda hacerse en plazos más amplios que los establecidos con carácter general y, es por ello por lo que, en atención a dicho carácter transitorio e instrumental de dichas cuentas, está prohibido mantener saldos de valores en las mismas una vez finalizados los procesos diarios de liquidación (artículo 19 del RSS), debido a que, al fin del día de los procesos de liquidación, los valores deben haber sido transferidos a la cuenta del cliente final y, en el caso de que no se llegue a dar la identidad del cliente al finalizar los procesos de liquidación diarios, entonces, el intermediario financiero tiene que asumir todos los derechos y obligaciones que se deriven de la operación en cuestión, lo que significa que los valores pasarán a inscribirse en su cuenta propia, si es entidad participante, o bien, en su cuenta individual de terceros, si no lo es.

Al hilo de lo anterior, otras de las modificaciones que se ha producido tras la puesta en marcha del nuevo régimen de compensación, liquidación y registro del mercado de valores español el 27 de abril de 2016, es la posibilidad de efectuar ulteriores traslados de los valores ubicados en la cuenta propia o individual del

intermediario financiero y procedentes de la operativa de intermediario financiero a su cuenta especial de intermediario financiero para facilitar la liquidación de las operaciones en las que no se hubiese conseguido identificar al cliente final (Norma 2ª, punto 2, de la Circular 20/2016). Esta posibilidad de dar «*marcha atrás*» no estaba contemplada inicialmente en la regulación de la Sociedad de Sistemas de manera que, una vez trasladados los valores a la cuenta individual o propia del intermediario financiero, debían permanecer ahí, lo que implicaba que, frente a terceros, los valores se consideraban propiedad del intermediario financiero. Esta nueva posibilidad de poder trasladar los valores, otra vez, a la cuenta especial del intermediario financiero exige, desde nuestro punto de vista, que exista una perfecta identificación de los valores que procedían de la operativa del intermediario financiero, puesto que, tanto en la cuenta propia como en la cuenta individual, los valores que procedían de la cuenta especial del intermediario financiero están mezclados con otros valores, salvo en el supuesto de que se haya indicado que dicha cuenta propia o individual es exclusiva para la liquidación de las operaciones procedentes del procedimiento especial y opcional de intermediario financiero.

La fase final sería la anotación de los valores en la cuenta del cliente final, para lo cual, se llevan a cabo las llamadas «*operaciones auxiliares*» entre las cuentas especiales de los intermediarios financieros en el caso de que intervengan varios y, finalmente, entre la cuenta especial de un intermediario financiero y su cliente final. En este sentido, sólo una vez liquidadas y practicadas las inscripciones correspondientes en la cuenta del cliente final habrá finalizado el proceso de liquidación.

A propósito de lo anterior, cabe preguntarse qué ocurre si se produce el concurso de algún intermediario financiero que intervenga a lo largo del procedimiento. A este respecto, debemos hacer hincapié en que hay que diferenciar entre si dicho intermediario financiero tiene o no la condición de entidad participante, puesto que las disposiciones sobre la irrevocabilidad de las órdenes de transferencia una vez aceptadas y las relativas a la firmeza de las órdenes en caso de concurso contenidas en la Ley

41/1999 sólo aplican a los casos de órdenes procedentes de entidades participantes, por lo que los principios rectores del sistema de liquidación de la Sociedad de Sistemas que vamos a analizar a continuación no serán aplicables a los casos de órdenes que procedan de intermediarios financieros que no sean entidades participantes.

Como principio general, hay que señalar que la Sociedad de Sistemas no aceptará ninguna orden de transferencia de una entidad participante respecto de la que haya sido incoado un procedimiento de insolvencia, una vez que dicha incoación haya sido conocida por la Sociedad de Sistemas (artículo 31.3 del RSS). A este respecto, la Norma 3ª, punto 3, de la Circular 20/2016, dispone que las operaciones auxiliares instruídas entre cuentas especiales del intermediario financiero o entre la cuenta especial del intermediario financiero y la del cliente de éste, tendrán la consideración de órdenes de transferencia a los efectos de la Ley 41/1999, así como los traspasos (que no conllevan un cambio en la titularidad de los valores) que se instruyan entre la cuenta especial del intermediario financiero y la cuenta propia o individual abierta a nombre de éste. Aunque dicha norma no lo dice expresamente, debemos entender que se refiere a los casos en que el intermediario financiero sea entidad participante ya que así lo exige la Ley 41/1999 al definir, en su artículo 10, las órdenes de transferencia del siguiente modo: *«tendrá la consideración de una orden de transferencia una instrucción de un participante para que se transmita la propiedad o cualquier otro derecho correspondiente a uno o varios valores mediante una anotación en un registro o de otra forma que acredite la transmisión, entendiéndose por valores los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.»*.

En los casos en los que se produjese el concurso de alguno de los intermediarios financieros-entidades participantes intervinientes en el procedimiento, las operaciones objeto del procedimiento especial y opcional de intermediario financiero se considerarán operaciones en curso de liquidación (artículo 33.5 del RSS) por lo que se aplicaría lo dispuesto en el artículo 15.2 del TRLMV, en el que se señala que el juez del concurso y la administración concursal velarán por los derechos que se deriven de las

operaciones en curso de liquidación en el momento en que se declare el concurso de una entidad participante atendiendo a las reglas del correspondiente sistema de compensación, liquidación y registro, y a lo previsto en el artículo 13 de la Ley 41/1999, en el que se dispone que, la incoación de un procedimiento de insolvencia de un participante en un sistema no producirá efecto sobre los derechos y las obligaciones de dicho participante que deriven de las órdenes de transferencia recibidas y aceptadas por el sistema con anterioridad al momento en que la citada incoación haya sido comunicada al sistema o que, excepcionalmente, hubieran sido cursadas después de la incoación del procedimiento de insolvencia y se compensen o liquiden en el mismo día hábil, siempre que los gestores del sistema puedan probar que, en el momento en que dichas órdenes pasaron a ser irrevocables, no habían tenido conocimiento ni debieran haberlo tenido de la incoación de dicho procedimiento.

En este sentido, la aceptación por la Sociedad de Sistemas de las órdenes de transferencia procedentes de las entidades participantes que, en el caso de la operativa del intermediario financiero serían las operaciones auxiliares anteriormente referidas, tiene lugar en el momento en que han quedado cuadradas y casadas con las órdenes que constituyan las respectivas contrapartidas (artículo 31.1 del RD 878/2015), mientras que las órdenes de transferencia recibidas de la entidad de contrapartida central se reciben ya casadas en el momento de su comunicación a la Sociedad de Sistemas, ya que éstas se componen de las dos órdenes de transferencia de signo contrario, por lo que en ese mismo momento de comunicación se produciría la aceptación.

A partir de dicho momento de aceptación, las órdenes de transferencia se consideran irrevocables para su ordenante (artículo 11.1 de la Ley 41/1999) por lo que, en consecuencia, las obligaciones que se deriven de dichas órdenes serán firmes, vinculantes y legalmente exigibles para el participante que estará obligado a su cumplimiento y serán oponibles frente a terceros, no pudiendo ser impugnadas o anuladas por ninguna causa.

El artículo 13 de la Ley 41/1999 dispone que estas obligaciones derivadas de órdenes cursadas por un participante declarado en concurso y que deben ser liquidadas por cumplirse lo que hemos señalado anteriormente, se liquidarán con cargo a los fondos o valores disponibles en la cuenta de liquidación del participante para cumplir las obligaciones de éste en el sistema, así como con cargo a las garantías que hubiera constituido. A este respecto, es necesario indicar que, con la intervención de una entidad de contrapartida central, desaparecen las garantías que las entidades participantes en la Sociedad de Sistemas debían constituir al amparo del antiguo artículo 61 del RD 116/1992, puesto que las garantías pasan a constituirse, ahora, en el ámbito de la cámara de contrapartida central. Dicha desaparición de las garantías va unida a la desaparición del principio de aseguramiento de la entrega, principio que constituía una especificidad del antiguo sistema de liquidación y registro de valores español, y que suponía que se aseguraban las operaciones sobre valores en el momento de la contratación con independencia de que hubieran valores y efectivo en el momento de la liquidación<sup>175</sup>. Pues bien, con el nuevo RD 878/2015 ya no existe garantía de que el comprador de unos valores vaya a tener los mismos al finalizar los procesos de liquidación por lo que, en aquéllos casos en los que el comprador no recibe los valores porque la entidad que debía entregarlos ha incumplido, se establece una compensación en efectivo.

Desde nuestro criterio, la desaparición del principio del aseguramiento de la entrega supone, sin lugar a dudas, un paso atrás, puesto que hasta ahora se garantizaba que el comprador de unos valores iba, en todo caso, a recibir los mismos al finalizar los procesos de liquidación y, en garantía de ello, se exigía a las entidades participantes de la Sociedad de Sistemas la constitución de garantías tendentes a asegurar dicha entrega. Sin embargo, bajo el nuevo régimen del RD 878/2015 y la introducción de la entidad de contrapartida central<sup>176</sup>, desaparece este principio y, en consecuencia, se fija una

---

<sup>175</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p. 12.

<sup>176</sup> La conveniencia de introducir en el ámbito de la postcontratación de los valores de renta variable una entidad de contrapartida central con el objeto de simplificar los procedimientos previos a la liquidación, fue puesta de manifiesto por la CNMV y el Banco de España en su informe conjunto titulado «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p. 53.

---

compensación económica para el comprador que no recibe los valores, ahora bien, consideramos que cuando un inversor acude al mercado a comprar unos valores, lo que quiere es tener dichos valores al finalizar los procesos de liquidación y, por tanto, no puede decirse que la compensación en efectivo pueda considerarse una buena sustituta del hecho de que el inversor no reciba finalmente sus valores.

Analizadas las anteriores previsiones que son de aplicación cuando los intermediarios financieros sean entidades participantes cabe preguntarse qué ocurre entonces en el caso de que no lo sean. Pues bien, si se produjese el concurso de un intermediario financiero que no fuera entidad participante no podría acudir a las disposiciones de la Ley 41/1999 para analizar qué pasa con las órdenes cursadas por el mismo y, adicionalmente a lo anterior, hay que añadir que la Sociedad de Sistemas tendría mayores dificultades de enterarse del concurso de dicho intermediario financiero puesto que el artículo 16.3 de la Ley 41/1999, impone a los Juzgados o Tribunales la obligación de comunicar el procedimiento de insolvencia de una entidad de crédito o empresa de servicios de inversión al supervisor y a la Sociedad de Sistemas cuando dicha entidad sea participante en el mismo y, es por ello, por lo que la Circular 20/2016, en su Norma 1ª, punto 5, impone a las entidades participantes notificar a la Sociedad de Sistemas el concurso de un intermediario financiero al que presten servicios en el marco de dicho procedimiento. Por lo tanto, en estos casos, entendemos que será el propio juez del concurso junto con la administración concursal el que tendrá que dilucidar qué ocurre con las operaciones auxiliares que estuvieran en curso de liquidación en el momento en el que se declaró la insolvencia del intermediario financiero que no es entidad participante quizá, mediante una aplicación analógica de las reglas previstas en la Ley 41/1999.

Dicho todo lo anterior, dado que las previsiones sobre irrevocabilidad de las órdenes de transferencia en caso de insolvencia sólo se aplican cuando se trata de entidades participantes, consideramos que se hubiera dotado de una mayor seguridad jurídica al procedimiento especial y opcional de intermediario financiero si se hubiera

exigido que los intermediarios financieros fueran, en todo caso, entidades participantes ya que, como hemos visto, los intermediarios financieros son, a la postre, entidades que participan en el sistema de liquidación gestionado por la Sociedad de Sistemas y que envían órdenes de transferencia de valores y efectivo mediante la realización de las llamadas operaciones auxiliares.

Por otro lado, y dejando ya al margen el hecho de qué pasa con las órdenes de transferencia (si el intermediario financiero es entidad participantes) u operaciones auxiliares (si el intermediario financiero no es entidad participante) en caso de que se produzca el concurso del intermediario financiero, cabe preguntarse qué sucede con los saldos de valores que se encuentren en la cuenta especial del intermediario financiero o con los saldos de valores que se encuentren en su cuenta propia o individual y que procedan de la operativa del propio intermediario financiero si se declarase el concurso de éste. En este sentido, la Circular 20/2016 ha venido a dar respuesta a la necesidad de regular dichos supuestos tras la puesta en marcha del nuevo régimen de compensación, liquidación y registro del mercado de valores español, derogando la Sección 2ª de la Circular 13/2016 que regulaba el procedimiento especial y opcional de intermediario financiero antes de la puesta en marcha del referido nuevo régimen de compensación, liquidación y registro.

La principal novedad que ha introducido la Circular 20/2016 es la existencia de una cuenta especialmente dedicada a registrar los saldos de valores que procedan de la operativa del intermediario financiero con el fin de tener perfectamente identificados dichos saldos y separados de otros valores en los supuestos de concurso del intermediario financiero.

Tal y como hicimos anteriormente al estudiar cómo se tratan las órdenes de transferencia en caso de concurso del intermediario financiero, la Circular 20/2016 también diferencia si el intermediario financiero es o no entidad participante a la hora de regular qué pasa con los valores ubicados en la cuenta especial del intermediario financiero o con los valores procedentes de la operativa de intermediario financiero

ubicados en la cuenta individual o propia en caso de concurso del intermediario. A este respecto, lo que dispone la referida Circular es que en el momento en que la Sociedad de Sistemas reciba notificación del concurso de un intermediario financiero, el saldo de los valores que se encuentre en su cuenta especial deberá ser trasladado por la Sociedad de Sistemas a la cuenta individual de terceros (si el intermediario financiero no es entidad participante) o a la cuenta propia (en caso de ser entidad participante) que la entidad participante, en ambos casos, hubiera indicado que es para la utilización en exclusiva de la liquidación de operaciones procedentes de este procedimiento y, en el supuesto de que no se hubiera identificado ninguna cuenta para registrar en exclusiva los valores procedentes de la liquidación de operaciones procedentes de este procedimiento, la Sociedad de Sistemas deberá proceder a abrir una cuenta individual de terceros o una cuenta propia, según el caso, para proceder a trasladar los valores que se encontrasen en la cuenta especial del intermediario financiero. En el supuesto de que al declararse el concurso del intermediario financiero no existieran valores en la cuenta especial, entonces, el saldo de valores que exista en su cuenta individual de terceros o en su cuenta propia (según el caso) y que proceda de la cuenta especial de intermediario financiero, debe ser trasladado por la Sociedad de Sistemas a una nueva cuenta individual de terceros o a una nueva cuenta propia, salvo que se hubiese indicado que la cuenta individual de terceros o la cuenta propia en cuestión eran para la liquidación en exclusiva de las operaciones procedentes del procedimiento especial y opcional de intermediario financiero.

La razón de ser del traslado de los valores a una cuenta especialmente dedicada para registrar los valores procedentes de la liquidación de operaciones del procedimiento especial y opcional de intermediario financiero reside en que los valores quedan en una situación de indisponibilidad a resultas de lo que decida el juez del concurso, la administración concursal y la CNMV. No obstante lo anterior, la referida Circular 20/2016 contempla la posibilidad de que, en el caso del intermediario financiero que no sea entidad participante, si la entidad participante que le hubiese abierto la cuenta especial de intermediario financiero necesitase disponer de parte o de

todos los valores ubicados en la cuenta individual de terceros abierta específicamente para la operativa del intermediario financiero, entonces, se permiten ulteriores traslados a la cuenta especial del intermediario financiero. Respecto de esta posibilidad de dar marcha atrás hay que señalar, por un lado, que aunque la Circular 20/2016 no especifica claramente por quién se realiza el traslado, hay que entender que el mismo se produce a instancias de la Sociedad de Sistemas ya que debe ser ésta la que tendrá que dar el visto bueno a dicho traslado asumiendo la consiguiente responsabilidad, a pesar de haber sido solicitado por la entidad participante; y, por otro lado, se echa de menos que la Circular 20/2016 no contemple la misma posibilidad para los supuestos en los que el intermediario financiero sea entidad participante ya que, en estos casos, también sería factible que la propia entidad participante tuviera que hacer uso de los referidos valores para liquidar operaciones que estén pendientes y que sean propias de la operativa del intermediario financiero.

Si volvemos atrás y hacemos un análisis de lo dispuesto anteriormente, podemos comprobar cómo mediante este procedimiento que se ha articulado para intentar minimizar los riesgos jurídicos que se plantean en caso de concurso de un intermediario financiero, se han concedido a la Sociedad de Sistemas una serie de atribuciones de disposición sobre los valores que están en la cuenta especial del intermediario financiero o, en su caso, en la cuenta individual de terceros o en la cuenta propia y que proceden de la operativa del intermediario financiero.

En este sentido, resulta de gran interés preguntarse en virtud de qué título la Sociedad de Sistemas puede llevar a cabo el acto de disponer de unos valores que no son de su titularidad para trasladarlos a otra cuenta, especialmente, teniendo en cuenta que no es una Ley la que le atribuye dicha facultad sino una norma de orden interno de la Sociedad de Sistemas como es una Circular. Aunque es cierto que los valores se trasladan a una cuenta individual o propia que, en todo caso, está a nombre del intermediario financiero, sin embargo, no es menos cierto que, aún así, nos encontramos ante un traslado de unos valores que no deja de ser un acto de disposición realizado de forma unilateral por la Sociedad de Sistemas, esto es, sin que el intermediario financiero

lo haya pedido, al amparo de la circunstancia de que éste se encuentra en una situación de concurso de acreedores.

Efectivamente, y como veremos más adelante, los valores que se encuentran en la cuenta especial del intermediario financiero hay que considerar que son, mientras se encuentren en dicha cuenta, del intermediario financiero y lo mismo se predicaría respecto de los valores que se encuentran en la cuenta individual o propia del intermediario financiero, según sea o no entidad participante, y que procedan de la liquidación de operaciones derivadas del procedimiento del intermediario financiero.

Para poder determinar en virtud de qué título la Sociedad de Sistemas podría realizar estos traslados es necesario analizar qué tipo de relación jurídica existe, en este ámbito, entre la Sociedad de Sistemas y el intermediario financiero en cuestión. A este respecto, para el caso de que el intermediario financiero fuese también entidad participante y, por tanto, tenga una relación jurídica directa con la Sociedad de Sistemas, podríamos considerar que estamos ante un mandato de carácter especial y expreso (artículo 1.709, 1.710 y 1.711 del CC), en virtud del cual, el intermediario financiero que es entidad participante consiente, mediante la suscripción del contrato de adhesión a la Sociedad de Sistemas y la consiguiente aceptación de toda la normativa interna de la Sociedad de Sistemas, que ésta pueda disponer de sus valores en caso de concurso, trasladándolos a una cuenta especialmente dedicada al registro de los valores procedentes de la operativa del intermediario financiero.

La anterior argumentación no es sostenible para el supuesto de que el intermediario financiero no fuese entidad participante ya que, en este caso, no hay una relación jurídica directa entre la Sociedad de Sistemas y el intermediario financiero puesto que éste mantiene la relación jurídica con una entidad participante que es la que solicita la apertura de cuentas a la Sociedad de Sistemas para el intermediario financiero en el registro contable, por lo que al no suscribir el contrato de adhesión a la Sociedad de Sistemas, no existe una asunción expresa por parte del intermediario financiero y frente a la Sociedad de Sistemas de la normativa de ésta, por lo que no parece que pueda

sostenerse la teoría del mandato al no existir dicha relación jurídica entre la Sociedad de Sistemas y el intermediario financiero.

El hecho de no existir dicha vinculación jurídica conduce a que sea a través de la relación jurídica que mantiene la entidad participante con el intermediario financiero al que presta servicios, la que deba sustentar la justificación de que la Sociedad de Sistemas disponga de los valores del intermediario financiero. Así pues, en la propia Circular 20/2016, Norma 1ª, punto 6, se dispone que es obligación de las entidades participantes la de recoger en los acuerdos que celebren con los intermediarios financieros la obligación de éstos de sujetarse y cumplir con los requisitos establecidos por la Sociedad de Sistemas para el procedimiento del intermediario financiero, lo cual, significaría que, de forma indirecta a través del contrato de prestación de servicios que exista entre la entidad participante y el intermediario financiero, éste consentiría que la Sociedad de Sistemas, llegado el caso de concurso, pudiera ejecutar el traslado de los valores que se encontrasen en su cuenta especial o en la cuenta individual o propia y que procediesen de la operativa del intermediario financiero a otra cuenta a su nombre a efectos de su bloqueo. Entendemos por tanto que nos encontraríamos ante un mandato del intermediario financiero otorgado a la Sociedad de Sistemas de una forma indirecta, a través del contrato suscrito con la entidad participante.

Haciendo una recapitulación de lo estudiado anteriormente, no debemos olvidar que, aunque no sea una Ley sino una norma de orden interno de la Sociedad de Sistemas la que le atribuya la facultad de poder disponer de los valores del intermediario financiero, dichos valores se trasladan a una cuenta a nombre del intermediario financiero a efectos de bloquearlos a esperas de lo que decida el juez del concurso, la administración concursal y la CNMV, por lo que no se modifica la titularidad de los valores, que seguirán estando a nombre del intermediario financiero.

#### ***2.3.4. EL PRINCIPIO DE LEGITIMACIÓN REGISTRAL EN RELACIÓN CON LA PROPIEDAD DE LOS VALORES***

---

## ***REGISTRADOS EN LA CUENTA ESPECIAL DE INTERMEDIARIO FINANCIERO***

Otra de las cuestiones jurídicas relevantes que se plantean respecto de las cuentas especiales de los intermediarios financieros es la de determinar de quién son los valores mientras éstos se encuentren en dichas cuentas.

En este sentido, entendemos que la duda jurídica que se plantea es muy razonable puesto que, como hemos visto, el intermediario financiero ha comprado los valores en nombre y por cuenta de un cliente esto es, los ha comprado para dicho cliente, por lo que se podría argumentar que, como los ha comprado para dicho cliente, los valores son de dicho cliente pero, sin embargo, lo cierto es que durante las fases transitorias del procedimiento especial y opcional de liquidación del intermediario financiero, los valores se encuentran registrados en una cuenta especial abierta a nombre del intermediario financiero.

Para despejar la duda anterior es necesario acudir al principio de legitimación registral, en virtud del cual, se presume titular legítimo a la persona que aparezca inscrita en el registro contable, la cual, podrá exigir que se realicen en su favor las prestaciones a las que de derecho el valor anotado y, como contrapartida, la entidad emisora que realice las prestaciones a favor del legitimado de buena fe y sin culpa grave se liberará, aún cuando éste no sea el titular del valor (artículo 13 del TRLMV y artículo 16 del RD 878/2015).

Respecto de este principio de legitimación registral, una parte de la doctrina considera que la ausencia de publicidad formal del registro contable constituye una traba para la aceptación del mismo<sup>177</sup>. Sin embargo, esta objeción es superada por otros

---

<sup>177</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, F., «Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta», Valencia, 1999, p. 453; RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones...», cit., p. 395. En el mismo sentido se pronuncian en la doctrina alemana EINSELE, D., «Wertpapierrecht als Schuldrecht», Tübingen, 1995, p. 177; ZÖLLNER, W., «Die Zurückdrängung

considerando, por un lado, que el carácter privado de la anotación en cuenta no priva a la misma, en modo alguno, de idoneidad para constituirse en supuesto base de confianza y, a tal efecto, la anotación cumple la referida función al suministrar toda la información jurídica relevante; y, por otro lado, entendiendo que las anotaciones en cuenta tampoco pierden su sustancia aparential por el hecho de que las mismas no sean susceptibles de examen inmediato por el adquirente protegido, ya que el titular de los valores se limita a transmitir órdenes de venta o de adquisición apoderando a su correspondiente entidad para su ejecución, la cual, será la que efectúe los actos de consulta del registro de anotaciones en cuenta, repercutiendo dichos actos sobre la esfera jurídica del mandante como si hubieran sido ejecutados por él<sup>178</sup>.

Por lo tanto, en virtud de este principio, habría que considerar que en el caso de que se produjese el concurso de un intermediario financiero y éste tuviese valores anotados en su cuenta especial porque no hubieran finalizado los procesos de liquidación diarios, los valores anotados en dicha cuenta, por el principio de legitimación, se considerarían que son propiedad del intermediario financiero y, de hecho, así lo considera la Circular 20/2016 cuando dispone que los valores que existan en la cuenta especial del intermediario financiero se trasladen a una cuenta individual de terceros del intermediario financiero o a una cuenta propia del intermediario financiero en el caso de que éste sea entidad participante, así como cuando dispone que los valores que existan en la cuenta individual de terceros o en la cuenta propia del intermediario financiero que procedan de la operativa del intermediario financiero se trasladen a otra cuenta individual o propia, esto es, la Circular 20/2016 asume que dichos valores son propiedad del intermediario financiero.

Ahora bien, lo anterior no significa que, una vez que dichos valores se encuentren bloqueados en otra cuenta a nombre del intermediario financiero y, al tratarse de una presunción que admite prueba en contrario, el juez que conozca del concurso, en el caso

---

*des Verköperungselements bei den Wertpapieren*», Funktionswandel der Privatrechtsinstitutionen, Festschrift für Ludwig Raiser, Tübingen, 1974, p. 267.

<sup>178</sup> EIZAGUIRRE, J.M., «Derecho de...», cit., pp. 394 y 395.

de que se le llegue a acreditar fehacientemente que los valores son de un cliente final, autorice que los mismos se anoten en la cuenta de dicho cliente, siendo de hecho, la finalidad de trasladar los valores a otra cuenta a nombre del intermediario financiero, la de permitir su indisponibilidad hasta que el juez, la administración concursal y la CNMV decidan qué se debe hacer con los mismos.

En relación con este principio de legitimación registral, merece la pena señalar que en la legislación italiana se recoge un principio parecido en cierta forma, en el apartado primero del artículo 83 quinquies de la Consolidated Law on Finance, en el que se dispone que: *«After registration, the account holder...shall legitimately have full and exclusive exercise of rights pertaining to the financial instruments registered on that account, in accordance with their individual regulations and the provisions of this Title. The account holder may dispose of financial instruments registered to the account in compliance with current regulations on such matters»*.

De conformidad con esta redacción, el titular inscrito puede ejercer los derechos económicos correspondientes a los valores inscritos a su favor y disponer legítimamente de dichos valores. Ahora bien, si comparamos esta previsión de la Consolidated Law on Finance con el principio de legitimación español, puede comprobarse que éste va más allá del mero reconocimiento del ejercicio de derechos económicos por parte del titular inscrito, al recoger expresamente dos principios que no se contienen en la Consolidated Law on Finance, a saber: (i) que se presume titular legítimo a la persona que aparezca legitimada en el registro contable, y (ii) que la entidad emisora que realice las prestaciones a favor del legitimado de buena fe y sin culpa grave se liberará aún cuando éste no sea el titular del valor.

Por su parte, en la normativa portuguesa, el artículo 74 del Securities Code consagra un principio registral fundamental, en virtud del cual, se presume que los derechos existen y que pertenecen a su titular en la forma que conste en la inscripción en el registro contable. En este sentido, el citado artículo dice textualmente: *«registration in individual accounts of book entry securities raises the presumption that*

*rights exist and belong to the account holder, as recorded in the respective registration».*

La anterior presunción de la normativa portuguesa va más allá de la mera presunción de titularidad recogida en el artículo 13 del TRLMV y artículo 16 del RD 878/2015, en los que sólo se recoge que la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo, esto es, no hace alusión a que los derechos inscritos en el registro contable se presume que existen en la forma en la que consten en dicho registro.

Sin embargo, la anterior presunción no es la única que establece el referido artículo 74, puesto que, en su apartado segundo se dispone que, en los casos de cotitularidad y, salvo que se indique lo contrario, se presumirá que las acciones en cotitularidad pertenecen a todos los titulares por partes iguales. A este respecto, opinamos que se echa en falta una previsión similar en el RD 878/2015, el cual, sólo señala que los valores en copropiedad se inscribirán en el correspondiente registro contable a nombre de todos los cotitulares y, se echa de menos, porque, efectivamente, puede haber casos en los que, por error, no se especifique en la cuenta de valores correspondiente el porcentaje de propiedad que pertenece a cada copropietario por lo que, en estos casos, a falta de una previsión específica en el RD 878/2015, habría que acudir a lo dispuesto en el artículo 393 del CC, según el cual, se presumirán iguales, mientras no se pruebe lo contrario, las porciones correspondientes a los partícipes en la comunidad.

Volviendo a la regulación española, a priori, da la impresión de que este principio de legitimación está inspirado en el recogido en el artículo 38 de la LH, en el que se dispone lo siguiente: *«A todos los efectos legales, se presumirá que los derechos reales inscritos en el Registro existen y pertenecen a su titular en la forma determinada por el asiento respectivo. De igual modo, se presumirá que quien tenga inscrito el dominio de los inmuebles o derechos reales tiene la posesión de los mismos».*

Sin embargo, existen diferencias entre ambos preceptos, diferencias que tienen su base en el artículo 14 del TRLMV, referido a los certificados de legitimación como forma de acreditar la legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos y, a partir del cual, se desprende que el principio de legitimación recogido en los artículos 13 del TRLMV y 16 del RD 878/2015, se refiere a la «*legitimación acreedora*»<sup>179</sup>, es decir, la que permite al titular del valor exigir a la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones que le confiera el valor.

En relación con lo anterior, parece claro que la legitimación en materia de anotaciones en cuenta no puede tener el mismo alcance que en el ámbito de la LH, sino que dicha legitimación se limita al reconocimiento de determinados derechos y presunciones en favor del sujeto en cuya cuenta aparecen determinados valores, todo ello, a partir de la fecha de inscripción de los mismos. Ello parece lo más coherente si se tiene en cuenta la propia redacción de los artículos 13 del TRLMV y 16 del RD 878/2015, en los que, a diferencia de lo que sucede con el artículo 38 de la LH, no consta la afirmación de: «*Se presumirá que los derechos reales inscritos en el Registro existen...*». En definitiva, podemos afirmar que la legitimación que proporciona la inscripción del valor está más en línea con la que produce el libro registro de acciones nominativas en una sociedad anónima, según lo dispuesto en el artículo 116 del TRLSC.

Tanto la presunción contenida en el artículo 38 de la LH, como la contenida en los artículos 13 del TRLMV y 16 del RD 878/2015, son presunciones *iuris tantum* y, por lo tanto, admiten prueba en contrario, según lo dispuesto en el artículo 385.3 de la Ley 1/2000.

Ahora bien, es necesario indicar que la legitimación del adquirente ante la sociedad emisora deriva de los asientos del registro contable, por lo que la mera inscripción en el registro contable es suficiente para acreditar la legitimación, de manera que el adquirente no necesitará cumplir ningún requisito adicional. En este sentido, cabe

---

<sup>179</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «*Derecho de los Títulos-Valores...*», cit., p. 907.

preguntarse qué sucede cuando, en el caso de valores representados mediante anotaciones en cuenta que tengan un carácter nominativo existe una discrepancia entre la información que consta en el libro registro de acciones nominativas y el registro contable de valores anotados. A este respecto, el artículo 116 del TRLSC, en su apartado segundo, dispone que sólo reputará accionista a quien se halle inscrito en el libro registro de acciones nominativas, sin embargo, dicho artículo no contiene una presunción de titularidad similar a la del artículo 13.1 del RD 878/2015, por lo que, en caso de discrepancia y tratándose de valores anotados, prevalece la legislación especial, de manera que, en todo caso, prevalecería la información que consta en el registro contable. De hecho, en estos casos, la información del libro registro de acciones nominativas se confecciona a partir de la información que los depositarios centrales de valores y las entidades participantes envían diariamente a las entidades emisoras en relación con las operaciones que se hayan producido sobre dichos valores (artículo 23.1 del RD 878/2015).

## **CAPÍTULO 3.**

# **LAS INSCRIPCIONES EN EL REGISTRO CONTABLE Y SU FORMA DE ACREDITACIÓN**

---

### **3.1. INTRODUCCIÓN**

La razón de ser de este capítulo es doble: por un lado, la de llevar a cabo un estudio de los diferentes tipos de inscripciones contables susceptibles de practicarse en el registro contable de anotaciones en cuenta; y, por otro lado, la de abordar un análisis del documento legal que permite acreditar frente a terceros las referidas inscripciones al no gozar el registro contable de publicidad formal.

En relación con los diferentes tipos de inscripciones que pueden producirse en el registro contable y, en concreto, en relación con la relativa a la transmisión de valores, nos gustaría indicar que hemos querido incluir una referencia expresa sobre cómo se efectúa la transmisión de los valores no admitidos a negociación, a pesar de no ser los valores no negociados el objeto propio de la tesis, con el fin de proporcionar una visión global sobre la materia y dar a conocer las diferencias que existen con respecto a la transmisión de valores admitidos a negociación.

### **3.2. EL PRINCIPIO RECTOR DE LAS INSCRIPCIONES EN EL REGISTRO CONTABLE**

Antes de entrar a analizar los diferentes tipos de inscripciones susceptibles de producirse en el registro contable, resulta necesario comenzar mencionando uno de los principios rectores del registro contable de valores anotados que afecta a cualquier tipo de inscripción que se vaya a producir en dicho registro.

El referido principio no es otro que el principio de prioridad (artículo 17.2 del RD 878/2015), conforme al cual, una vez que se ha producido cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra sobre los mismos valores en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior y, por otro lado, el acto que acceda primeramente al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad (principio conocido

como «*prior in tempore, potior in iure*»), de manera que las entidades encargadas del registro contable tienen que practicar las inscripciones por orden de presentación<sup>180</sup>.

Dicho principio tiene una doble eficacia jurídica ya que, por un lado, ofrece una eficacia excluyente, en virtud de la cual, se produce el cierre del registro para todos aquellos derechos incompatibles con lo inscrito y que llegan con posterioridad, y que, por lo tanto, no pueden ser inscritos. Pensemos, por ejemplo, en que se quiere inscribir un derecho real de prenda sobre unos determinados valores, los cuales, están gravados ya con otro derecho de prenda previo, pues bien, en virtud del principio de prioridad, no podría inscribirse el nuevo gravamen. En estos casos, deberán ser los Tribunales los que decidan sobre la preferencia del segundo derecho y anulen, en su caso, la inscripción previa<sup>181</sup>. Por otro lado, ofrece una eficacia preferente para el supuesto de derechos compatibles entre sí, en cuyo caso, el primero prevalece sobre el segundo.

Para concluir este apartado, cabe señalar que en la regulación portuguesa se contempla un principio similar en el artículo 75 del Securities Code, el cual, dispone que los derechos inscritos que se refieran a los mismos valores prevalecerán sobre cualesquiera otros atendiendo a su prioridad en la inscripción.

### 3.3. LA CONSTITUCIÓN O INMATRICULACIÓN

En el supuesto de que el emisor opte o venga obligado a representar los valores por medio de anotaciones en cuenta en el caso de que quiera que éstos coticen en un mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación, los mismos quedarán constituidos como tales desde el mismo instante en que se produzca la inscripción en el registro contable correspondiente (artículo 10 del TRLMV y artículo 12 del RD 878/2015), es decir, desde que se produzca lo que se conoce como primera inscripción o

---

<sup>180</sup> LACRUZ BERDEJO, J.L. / SANCHO REBULLIDA, F., «*Derecho inmobiliario...*», ob., cit., p. 56.

<sup>181</sup> *Ibid.*

inmatriculación, que no supone otra cosa que el traslado al registro contable de la titularidad de los valores que conste en el documento de emisión<sup>182</sup>.

La primera inscripción o inmatriculación a favor de los suscriptores de los valores respecto de los que se solicite o exista la intención de solicitar la admisión a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, así como respecto de los que no exista intención de solicitar la admisión a negociación, se practicará por el depositario central de valores en las cuentas del registro central y por las entidades participantes en las cuentas del registro de detalle (artículo 39.1 del RD 878/2015), una vez que el depositario central de valores tenga a su disposición una copia del documento de emisión de los valores y una relación de los suscriptores<sup>183</sup>. A este respecto, algún autor distingue entre una fase de constitución «*genérica*» de la emisión en sí misma y de constancia y publicidad de las características de los valores, la cual, se correspondería con la puesta a disposición del depositario central de valores del documento de emisión; y una fase de constitución «*específica*» de los valores, que sería la inscripción de los valores en el registro contable<sup>184</sup>.

En el supuesto de que se trate de valores representados mediante anotaciones en cuenta registrados previamente en otra entidad, ya vayan a ser admitidos a negociación o no vayan a serlo, la primera inscripción en el depositario central de valores y sus entidades participantes se practicará en virtud del traspaso del registro contable desde la referida entidad. En aquellos casos en los que la admisión vaya precedida de una oferta pública de valores, el traspaso podrá referirse al momento inmediatamente anterior a la colocación, si bien, deberá acreditarse ante el depositario central de valores y las entidades participantes quiénes son los titulares de los valores.

---

<sup>182</sup> EIZAGUIRRE, J.M., «*Derecho de...*», cit., p. 388.

<sup>183</sup> Al igual que en la normativa española, bajo la regulación portuguesa las anotaciones en cuenta se crean mediante la realización de las inscripciones correspondientes en las cuentas abiertas en las entidades que pueden gestionar registros contables, esto es, las llamadas «*Registering Entities*» (artículo 73.1 del Securities Code); y la inscripción inicial se realiza sobre la base de la información relevante de la emisión comunicada por el emisor (artículo 73.1 del Securities Code).

<sup>184</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*Manual de derecho del mercado financiero*», cit. p. 270.

Si se trata de valores representados por medio de títulos físicos que vayan a transformarse en anotaciones en cuenta como consecuencia de que se haya solicitado o exista la intención de solicitar la admisión negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, la inscripción se producirá de conformidad con lo previsto para el procedimiento de reversión de títulos físicos en anotaciones en cuenta, esto es, a medida que los titulares vayan presentando los títulos físicos ante la entidad encargada del registro para su conversión y, adicionalmente, cuando se presente ante el depositario central de valores el correspondiente documento de emisión, en este caso, la escritura publica de transformación de la forma de representación de los valores. A este respecto, resulta relevante analizar ante qué entidad se tendrían que presentar los títulos físicos para su conversión en función del tipo de cuenta en la que vayan a estar registrados los valores anotados puesto que, el RD 878/2015, en su artículo 4.2, no concreta ante qué entidad deben presentarse los títulos ya que sólo hace una mención genérica a que deberán presentarse ante la entidad encargada del registro contable.

En relación con lo anterior, está claro que si las cuentas van a estar ubicadas en el registro de detalle de las entidades participantes, los titulares deberán presentar ante éstas los títulos físicos para su conversión y, en el caso de que se trate de cuentas propias de entidades participantes o de cuentas individuales de llevanza directa abiertas a entidades públicas, los títulos físicos deberán presentarse ante el depositario central de valores. La duda se plantea respecto de las cuentas individuales de llevanza indirecta, cuya gestión corresponde a las entidades participantes, pero la práctica de las inscripciones corresponde al depositario central de valores al estar ubicadas en el registro central. En estos casos, pensamos que sólo cabe aplicar la analogía en relación con un supuesto similar que es la inscripción de gravámenes, en el cual, la acreditación de dicho gravamen debe efectuarse ante la entidad participante y, una vez acreditada, la inscripción del mismo se practica por el depositario central de valores. Por lo tanto, en el caso de que los títulos físicos que se van a transformar en anotaciones en cuenta fueran a estar registrados en una cuenta individual de llevanza indirecta, cabría concluir, conforme a nuestra hipótesis fundamentada en el anterior supuesto, que la presentación

de los títulos físicos debería de hacerse ante la entidad participante que vaya a gestionar la cuenta del cliente titular de dichos títulos físicos transformados en anotaciones en cuenta y, una vez presentados y acreditada su titularidad ante dicha entidad, sería el depositario central de valores el que practicaría la inscripción en la cuenta individual abierta en el registro central.

Volviendo a la primera inscripción o inmatriculación referida en el artículo 10 del TRLMV, surge la cuestión de si dicha inscripción es o no constitutiva del valor anotado. Para poder abordar dicha cuestión se hace necesario transcribir literalmente lo que dispone el artículo 10 del TRLMV: *«Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro de la entidad encargada del registro contable y, desde entonces, quedaran sometidos a las disposiciones de este capítulo.»*; y el artículo 12 del RD 878/2015: *«Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro de la entidad encargada del registro contable»*.

Desde nuestra perspectiva, para alcanzar una conclusión adecuada al respecto, debe diferenciarse entre el nacimiento o constitución del valor mobiliario como tal, y el nacimiento o constitución del valor anotado, tal y como ha sido apuntado por algún autor al señalar específicamente que la inscripción no resulta constitutiva del valor en sí, sino simplemente constitutiva de la forma de representación del valor mediante anotaciones en cuenta<sup>185</sup>. En la misma línea, otros apuntan que la inscripción no determina el nacimiento del derecho o la adquisición de la titularidad y, por tanto, no puede asimilarse con la eficacia que posee la inscripción de una hipoteca en el Registro de la Propiedad (artículos 1.875 del CC y 145 LH) y, en consecuencia, la condición de accionista o titular de los derechos que derivan del valor mobiliario se adquiere con la suscripción, de manera que la inscripción en el registro contable se limita a determinar la aplicación del correspondiente régimen especial y, en este sentido, debe de entenderse

---

<sup>185</sup> CENTENO HUERTA, L., «Régimen jurídico de los valores...», ob., cit., pp. 475-476.

la afirmación de que los valores «*se constituirán como tales*»<sup>186</sup>. Por lo tanto, antes de la inscripción, el valor mobiliario existe puesto que éste nace con la suscripción<sup>187</sup>, si bien, su ejercicio y transmisión se rige por el derecho común.

El hecho de que la constitución determine el nacimiento del valor anotado tiene toda la lógica si pensamos en la propia naturaleza del mismo. En este sentido, el valor anotado no es otra cosa que un apunte contable, esto es, una inscripción, no tiene entidad física luego, por tanto, si no se realiza dicho apunte o dicha inscripción en un registro contable, no existirá ningún valor anotado.

En relación con lo expuesto anteriormente, y poniendo como ejemplo un aumento de capital social, los valores mobiliarios correspondientes a dicho aumento quedarían constituidos como tales mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública de aumento de capital social en la que quedaría constancia, por un lado, de todas las circunstancias relevantes de los valores objeto del aumento y, por otro lado, de la suscripción de los mismos. Una vez acreditada la suscripción de los valores se puede decir que éstos ya existirían como valor mobiliario pero, sin embargo, para que los mismos puedan constituirse como valor anotado y estar sometidos a su específico régimen legal, deberían inscribirse en el registro contable correspondiente. En este sentido, los suscriptores de los valores serían titulares de los mismos aunque no se inscribiesen en el registro contable, si bien, a dichos valores no se les aplicaría el régimen jurídico de la anotación en cuenta hasta que no fuesen objeto de tal inscripción rigiéndose, por tanto y hasta entonces, por las normas de derecho común.

Por lo que se refiere al contenido de los valores anotados, éste vendrá determinado por el documento elaborado por el emisor de los valores, en el que constará la información necesaria sobre los valores que integran la emisión, el cual, no es necesario que se eleve a escritura pública para determinados tipos de valores que son: (i) aquéllos

---

<sup>186</sup> RECALDE CASTELLS, A., «*Las anotaciones en cuenta*», cit., p. 325.

<sup>187</sup> ANGULO RODRIGUEZ, L., «*Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos*», *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, pp. 295-296.

que reconozcan o creen deuda y que vayan a ser objeto de una oferta pública de venta o de admisión a negociación en un mercado secundario oficial y respecto de los cuales se exija la elaboración de un folleto sujeto a la aprobación y registro por parte de la CNMV (artículo 41.1, letra a), del TRLMV); y (ii) aquellos que reconozcan o creen deuda y que vayan a ser admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación (artículo 41.1, letra b), del TRLMV). De los referidos valores, quedan excluidos de la exención de otorgamiento de escritura pública los valores participativos, esto es, los valores que, por su conversión, den derecho a adquirir acciones, a condición de que dichos valores sean emitidos por el mismo emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor.

Finalmente, hay que señalar que, con el fin de dar publicidad al contenido de los valores, se impone a la entidad emisora la obligación de depositar, con anterioridad a la práctica de la primera inscripción o inmatriculación, una copia del documento de emisión en la entidad encargada del registro contable, en la CNMV y, en el caso de que se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, en el organismo rector de dicho mercado o sistema (artículo 8 del RD 878/2015). Con ello, el documento alcanzará la publicidad que justifica que el derecho del titular de los valores venga delimitado de acuerdo con lo indicado en él<sup>188</sup>. Por otro lado, la entidad emisora, la entidad encargada del registro contable y, en su caso, el organismo rector, deberán de tener a disposición de los titulares y del público interesado en general una copia del citado documento. Si se trata de valores que negocien a través del Sistema de Interconexión Bursátil, entonces, dicha obligación recaerá sobre la Sociedad de Bolsas y sobre todas las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. El público interesado y los titulares tendrán derecho a examinar dichas copias y a obtener, a su costa, una reproducción de las mismas (artículo 9.3 del RD 878/2015).

---

<sup>188</sup> RECALDE CASTELLS, A., «Las anotaciones en cuenta», cit., p. 326.

La finalidad de esta obligación impuesta a la entidad emisora, a la entidad encargada del registro contable y a los organismos rectores, no es otra que la de servir a los principios de transparencia que rigen los sistemas financieros y mercados de valores, de hecho, una novedad introducida por el RD 878/2015, en su artículo 9.1, es que la entidad emisora, la entidad encargada del registro contable y el organismo rector, deberán publicar la copia del documento de emisión en su página web cuando legalmente estén obligadas a contar con ella. En relación con esta nueva obligación, la misma, aplica por ahora a los emisores cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial puesto que son los únicos que tienen obligación legal de disponer de una página web (artículos 11 bis. 1 y 495 del TRLSC), ya que ni los depositarios centrales de valores ni los organismos rectores de los mercados secundarios tienen obligación legal de disponer de una página web.

## 3.4. LA TRANSMISIÓN

### 3.4.1. CONSIDERACIONES PREVIAS

Una vez producida la primera inscripción o inmatriculación del valor, éste ya puede transmitirse, siendo la inscripción de esas transmisiones de valores derivadas de la liquidación el último paso en la cadena de negociación<sup>189</sup>. Algún autor ha apuntado que esas ulteriores transmisiones no son inscripciones en el sentido registral, sino meros apuntes contables de abono, fruto de la adquisición de valores, o de adeudo, consecuencia de la enajenación<sup>190</sup>. Baste señalar a este respecto que no compartimos la anterior afirmación puesto que todo el sistema de registro contable se fundamenta en la

---

<sup>189</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*La post-contratación en los mercados secundarios de valores...*», cit., p. 64. En términos similares, BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p.17, en el que se especifica que el: «*registro y custodia de valores es la fase final en la que se anotan en las cuentas de los titulares las compras y las ventas finalmente liquidadas*»; GONZÁLEZ PUEYO, J., «*Proceso de consolidación...*», ob., cit., p.12, que se refiere al «*registro-custodia*» como: «*la fase final en la que se anotan en las correspondientes cuentas las compras y ventas de valores una vez liquidadas*».

<sup>190</sup> EIZAGUIRRE, J.M., «*Derecho de...*», cit., p. 388.

realización de apuntes contables de abono o adeudo en las correspondientes cuentas, lo cual, no implica que dichos apuntes no constituyan inscripciones en el registro contable, y ello lo demuestra el hecho de que la primera inscripción o inmatriculación del valor también genera apuntes contables de abono en las cuentas de todos los suscriptores iniciales del valor y no por ello, pierde su consideración de primera inscripción o inmatriculación.

La diferencia primordial que existe entre el título-valor y el valor anotado es que el título-valor está representado por un documento que puede ser tratado como una cosa mueble, mientras que el valor anotado no existe físicamente, sino que es, como hemos comentado, un mero apunte contable. Por ello, para la transmisión de la propiedad del título-valor se requiere, en todo caso, la entrega del documento, siendo ésta la condición para aplicar las normas especiales que regulan la transmisión de derechos representados en estos documentos<sup>191</sup>, lo que no ocurre en el caso de la transmisión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, la cual, tiene lugar por transferencia contable, como así se dispone en el artículo 11.1 del TRLMV, y en el artículo 13.1 del RD 878/2015.

El artículo 11.1 del TRLMV tiene su origen en el hoy derogado D. 1128/1974, en cuyo artículo 6.3, se establecía lo siguiente: «*se entenderán entregados los títulos valores cuando se verifiquen las oportunas anotaciones contables de cargo y abono por el Servicio de Compensación y Liquidación de la Bolsa correspondiente,*», y en el artículo 8.1 del RD 505/1987, en el que se especificaba que las transmisiones de la Deuda: «*se tendrán por realizadas en el momento en que la central de anotaciones o, en su caso, la Entidad gestora efectúen las anotaciones correspondientes*».<sup>192</sup>

En los referidos artículos 11.1 y 13.1 se dispone también que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos, luego la inscripción en el registro contable equivale pues a la entrega del

---

<sup>191</sup> RECALDE CASTELLS, A., «*Las anotaciones en cuenta*», cit., p. 329.

<sup>192</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados...*», cit., p. 105.

documento o «*traditio*»<sup>193</sup>, de modo que el sistema de anotaciones, al remitirse a la tradición de los títulos, está apoyándose en la pieza clave que da sentido al sistema de los títulos-valores: la circulación del derecho por medio de la entrega de la cosa conforme a las exigencias de la teoría del título y el modo<sup>194</sup>. Otras legislaciones de nuestro entorno como la portuguesa también han optado por esta fórmula y señalan que la transferencia de la propiedad de los valores representados por anotaciones en cuenta se produce con la inscripción contable, esto es, mediante la inscripción (abono) en la cuenta del comprador (artículo 71 y artículo 80.1 del Securities Code).

Con base en lo anterior, la mayoría de la doctrina ha entendido que este sistema conserva los principios tradicionales de la teoría del título y el modo, consagrada en el artículo 609 del CC<sup>195</sup>, en virtud del cual: «*La propiedad y los demás derechos sobre los bienes se adquieren y transmiten por la ley, por donación, por sucesión testada e intestada, y por consecuencia de ciertos contratos mediante la tradición*». Efectivamente, la transmisión de los valores anotados requiere, con carácter general, la existencia de un negocio causal traslativo previo y la posterior entrega<sup>196</sup> de los valores anotados, la cual, dado que nos encontramos ante bienes incorporales<sup>197</sup>, tiene lugar mediante la inscripción en el registro contable. A este respecto, conviene aclarar que hay supuestos en los que tienen lugar inscripciones de transmisiones de valores anotados que no responden a un negocio jurídico concreto como puede ser una

<sup>193</sup> DÍAZ MORENO, A., y PRÍES RICARDO, A., «*Negocios sobre...*», cit., p. 327.

<sup>194</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 41; LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 301.

<sup>195</sup> BONET, J.I., «*Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios*», HM, núm. 14, 1993, p. 3; DÍAZ MORENO, A. / PRÍES RICARDO, A. J., «*Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta*», (coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), AA.VV., en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, p. 327; GONZÁLEZ Y MARTÍNEZ, J., «*La teoría del título y el modo*», *Estudios de derecho hipotecario y derecho civil*, I, Madrid, 1948, p. 297 y ss. MADRID PARRA, A., «*Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas*», RDM, núm. 203-204, 1990, p. 203; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., pp. 428 y 429, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «*La desincorporación de los títulos valor*», cit., p. 100; SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados...*», cit., p. 105.

<sup>196</sup> DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., «*La tradición y los acuerdos traslativos en el Derecho español*», ADC, núm. 19, 1966, p. 555 y ss.

<sup>197</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados...*», cit., p. 105. Dicho autor señala que al no existir los títulos nos encontramos con que el valor es un bien incorporal.

compraventa, una donación, etc., sino que tienen lugar, por ejemplo, en cumplimiento de una sentencia judicial o para resolver un error de una inscripción de los valores, esto es, cuando se han inscrito erróneamente los valores a favor de una persona que no es su verdadero titular y es necesario rectificar dicha inscripción y transmitir los valores a su verdadero titular.

### **3.4.2. ESTUDIO DEL NEGOCIO CAUSAL Y EL MODO**

El negocio causal previo o título traslativo por medio del cual las partes se relacionan extracontablemente respecto del derecho inscrito y que tiene por objeto que se transmitan los valores o que se disponga de ellos gravándolos o pignorándolos, tiene una eficacia meramente obligacional, esto es, genera derechos «*in personam*»<sup>198</sup>.

Algunos autores han llegado a afirmar que en el caso de transmisiones referidas a valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales, el título traslativo debería ser necesariamente una compraventa<sup>199</sup>, lo cual, no es preciso, puesto que el requisito de la compraventa se exige, única y exclusivamente, a efectos de que el contrato tenga la consideración de operación del mercado secundario oficial de valores, según lo dispuesto en el artículo 83.1 del TRLMV. A este respecto, y según lo previsto en el mencionado artículo, tienen la consideración de operaciones del mercado secundario oficial las transmisiones por título de compraventa u otros negocios onerosos de cada mercado, cuando se realicen sobre valores que coticen en el mismo y las transmisiones se efectúen con sujeción a las reglas de dicho mercado. Por el contrario, las transmisiones a título oneroso distintas de las anteriores y las efectuadas a título lucrativo sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, no tienen la consideración de operaciones de mercado (artículo 83.2 del TRLMV). Es necesario hacer notar que esta redacción fue modificada por la Ley 47/2007, ya que conforme a la antigua redacción las operaciones de mercado se subdividían a su vez en:

---

<sup>198</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «*Derecho de los Títulos-Valores...*», cit., p. 897.

<sup>199</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 431.

(i) operaciones ordinarias, que eran las realizadas conforme a las reglas del mercado secundario oficial de que se tratase; y (ii) en operaciones extraordinarias, que eran aquellas que no estaban sujetas a todas o algunas de las reglas de dicho mercado.

En todo caso, lo cierto es que la redacción del artículo 83.1 del TRLMV no es nada clarificadora puesto que no precisa qué son esos «*otros negocios onerosos de cada mercado*» dejando, por tanto, la puerta abierta a la interpretación, máxime cuando el apartado segundo excluye de la consideración de operaciones de mercado aquellas transmisiones a título oneroso distintas de las previstas en el apartado primero. A este respecto entendemos que, lo que determina la inclusión en uno u otro apartado y, por tanto, la consideración de una operación a título oneroso como de mercado o no de mercado, es que dicha operación a título oneroso se realice con sujeción o no a las reglas de mercado y en el propio mercado, de manera que, por ejemplo, una operación «*over the counter*» (OTC) sería una transmisión por título de compraventa sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial pero realizada al margen del mercado y sin sujeción a sus reglas de funcionamiento, por lo que no sería una operación de mercado.

En cuanto a la forma que deben revestir dichos negocios causales, el artículo 75 del TRLMV, faculta al Gobierno para establecer que los contratos revistan forma escrita; para dictar normas en virtud de las cuales se disponga que dichos contratos reflejen de forma clara y precisa los compromisos y derechos de cada una de las partes; y para regular los documentos acreditativos de la ejecución de operaciones que hayan de ser entregados por los miembros a los terceros. En el caso de las transmisiones de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales ni en sistemas multilaterales de negociación, el artículo 54.1 del RD 878/2015, exige que estas transmisiones consten en documento escrito acreditativo del acto o contrato traslativo.

Por lo que se refiere al modo, ya hemos señalado que la transmisión de valores anotados tiene lugar por medio de transferencia contable, de manera que la «*traditio*» o

tradición es la inscripción, tradición que, al ser los valores anotados bienes incorporeales es una tradición fingida, una «*ficta traditio*»<sup>200</sup>.

A lo largo de la historia del Derecho se ha entendido siempre y continúa entendiéndose por tradición, aquél mecanismo jurídico por virtud del cual se produce una transmisión y consecuentemente una adquisición derivativa del dominio<sup>201</sup> y, en este sentido, según viene diciendo la doctrina, la tradición consiste en un acto extraordinariamente simple y sencillo que es la entrega de la cosa transmitida hecha por el transmitente al adquirente<sup>202</sup>.

La inscripción en el registro contable de anotaciones en cuenta es distinta de la inscripción que se produce en el Registro de la Propiedad<sup>203</sup>, ya que en éste último la tradición y la adquisición de la propiedad son anteriores a la inscripción<sup>204</sup> y por tanto, se producen con independencia de la inscripción en el Registro de la Propiedad, esto es, la inscripción no es constitutiva, de forma que la inscripción es algo distinto de la tradición, lo que no sucede con el régimen de transmisión de los valores anotados, en el que se vincula la inscripción con la tradición.

En este sentido, el legislador no ha optado por el régimen legal de cesión común para su tradición, recogido en los artículos 1.526 y ss. CC, y 347 y 348 del CCom., sino que ha preferido el régimen de transmisión de derechos reales sobre cosas corporales, recogido en los artículos 609 y 1095 CC, lo que supone exigir la existencia de una tradición que, en el caso de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, tiene que producirse necesariamente mediante la inscripción en el registro contable. A propósito de esto, conviene recordar lo dispuesto en el artículo 11, apartados primero y segundo, del TRLMV: «*La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la*

<sup>200</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados...*», cit., p.106.

<sup>201</sup> DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., «*La tradición y los acuerdos...*», ob., cit., p.555.

<sup>202</sup> DE DIEGO, F.C., «*Instituciones de Derecho Civil español*», t. II, Madrid, 1941, p. 355; ESPÍN CÁNOVAS, D., «*Manual de Derecho Civil español*», vol. II, Madrid, 1959, p. 99.

<sup>203</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados...*», cit., p.105.

<sup>204</sup> MOZOS Y DE LOS MOZOS, J.L., «*Crisis del principio de abstracción y presupuestos romanistas de la adquisición del dominio en el derecho español*», ADC, núm. 25, 1982, pp. 1.027 y ss.

*transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos. La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción».*

A tenor de lo expuesto anteriormente, se plantea el debate doctrinal de si la inscripción de la transferencia en el registro contable es o no constitutiva. A este respecto, la mayoría de la doctrina mantiene que la inscripción de la transmisión es constitutiva<sup>205</sup>, de manera que la propiedad de los valores anotados no se podrá adquirir «*intervivos*» por título oneroso si no se procede a la inscripción de la transmisión<sup>206</sup>, frente a unos pocos autores que mantienen que aunque no se produzca la inscripción de la transmisión, la titularidad dominical habría sido adquirida mediante el correspondiente contrato unido al otorgamiento de escritura pública<sup>207</sup>.

En relación con esta postura, creemos que si se admitiese esta forma de transmisión extrarregistral se iría en contra de los principios del régimen de anotaciones en cuenta, tal y como ha sido apuntado acertadamente por algún autor<sup>208</sup>, ya que la adquisición no sería oponible frente a terceros y el adquirente no estaría legitimado registralmente ni frente a los terceros, ni frente a la sociedad emisora, para el ejercicio de los derechos económicos y políticos que le otorga el valor e, igualmente, no podrían desplegar sus efectos otros principios registrales como el de la inoponibilidad de lo no inscrito (artículo 11 del TRLMV), en cuya virtud, la entidad emisora sólo podrá oponer frente al adquirente de buena fe las excepciones que resulten de la inscripción en relación con el documento de la emisión, y aquellas otras que hubiese podido esgrimir

---

<sup>205</sup> ANGULO RODRIGUEZ, L., «*La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero*» DN, 1992, núm. 19, p. 5 y 6; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 449; RECALDE CASTELLS, A., «*En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones...*», cit., pp. 392-393; SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados...*», cit., p. 106.

<sup>206</sup> DÍAZ MORENO, A./PRÍES RICARDO, A., «*Negocios sobre...*», cit., p. 327.

<sup>207</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «*Derecho de los Títulos-Valores...*», cit. pp. 901 y 902; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., «*La acción como título y como valor mobiliario negociable. La transmisión de acciones*», AA.VV., Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación, Madrid, 1990, p. 343.

<sup>208</sup> DÍAZ MORENO, A./PRÍES RICARDO, A., «*Negocios sobre...*», cit., p. 328; RECALDE CASTELLS, A., «*En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones...*», cit., p. 393.

en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos; ni el principio de fe pública o irreivindicabilidad (artículo 11 del TRLMV), próximo al recogido en el artículo 34 LH, según el cual, el tercero que adquiriera a título oneroso valores anotados de quien aparezca legitimado en el registro contable para transmitirlos no estará sujeto a reivindicación salvo que, en el momento de la adquisición, haya obrado de mala fe o con culpa grave.

En virtud de este principio de irreivindicabilidad, una eventual nulidad de una transmisión previa no afectaría al tercero que, de buena fe, adquiere confiando en la apariencia registral, siempre y cuando, dichas causas de ineficacia no aparezcan en el registro contable. Dicho tercero de buena fe adquiriría válidamente, incluso en los casos de adquisición a «*non domino*»<sup>209</sup>. El objetivo de este principio es proteger la apariencia registral con el fin de conseguir la seguridad jurídica en el tráfico de los valores<sup>210</sup>, y asegurar la finalidad circulatoria del derecho, fundamento económico y social de la institución de la anotación en cuenta.

En la regulación italiana también se contiene un principio parecido en el apartado segundo del artículo 83 quinquies de la Consolidated Law on Finance, en el que se dispone que: «*Any person for whom registration is performed on his or her behalf, based on entitlement and in good faith, shall not liable for claims or action taken by previous owners*». Lo que se desprende de esta redacción es que, cualquier persona a cuyo favor se inscriban valores basada dicha inscripción en justo título y buena fe, no estará sujeta frente a reivindicaciones por parte de anteriores propietarios.

La redacción del principio de irreivindicabilidad español es un poco diferente en el sentido de que, para no estar sujeto a reivindicación de los valores, se exige que: (i) la adquisición de los valores sea onerosa, quedando excluidas las adquisiciones a título gratuito ya que, en estos casos, el adquirente no goza de más protección que la que

---

<sup>209</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*Derecho del mercado financiero*», cit., p. 190.

<sup>210</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*El valor anotado en cuenta...*», cit., pp. 842 y 843.

tuviese su causante o transmitente<sup>211</sup>, puesto que se entiende que el adquirente accede a pasar frente a terceros por la misma situación que el transmitente<sup>212</sup>, lo cual, no significa que el adquirente a título gratuito carezca de protección registral, sino que su protección deriva de la que correspondía a su causante, por lo que estará expuesto a las acciones que podrían haberse opuesto a su causante; (ii) haber adquirido de quien previamente figure inscrito en el registro contable; (iii) no haber actuado con mala fe o con culpa grave (en este punto la regulación italiana es más exigente que la española al exigir la existencia de buena fe), lo que, en principio, no es idéntico a que haya obrado de buena fe, requisito que exige, por ejemplo, el artículo 34 de la LH. En este sentido, al exigirse que el tercero no haya obrado de mala fe o con culpa grave, se amplía el campo de protección del adquirente a todos los casos que, no siendo propiamente de buena fe, no es posible demostrar que el adquirente tuviese consciencia de que actuaba incorrectamente. Dicha ausencia de mala fe sólo es exigible en el momento en que tiene lugar inscripción de la transmisión en el registro no pudiendo exigirse posteriormente<sup>213</sup>; y, (iv) que se trate de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, lo cual, excluye a los títulos físicos que puedan estar inscritos en el libro registro de acciones nominativas<sup>214</sup>.

Cabe preguntarse qué sucede con el titular legítimo que no haya podido ejercitar la acción reivindicatoria al haber quedado enervada por lo establecido en los artículos 11 del TRLMV y 13 del RD 878/2015. Pues bien, en este sentido, el artículo 13.3 del RD 878/2015 prevé expresamente que quedan a salvo los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los actos en cuya virtud hubiera quedado privado de los valores. Por lo tanto, el titular desposeído de los valores podrá dirigirse contra el causante de su pérdida con el fin de reclamarle una indemnización por los daños producidos.

---

<sup>211</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de bienes...», ob., cit., p. 1224.

<sup>212</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «Derecho de los Títulos-Valores...», cit., p. 904.

<sup>213</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., «Régimen de los valores representados...», cit., p. 107-108. Este autor apunta que en el derecho inmobiliario registral, al contrario de lo que sucede en el régimen de la anotación en cuenta, el momento de la adquisición vendría referido al momento en que tiene lugar la tradición, que es cuando se adquiere el dominio.

<sup>214</sup> *Ibid.*, p.107.

Retomando el tema del carácter constitutivo o no de la inscripción, consideramos que el régimen legal de la anotación en cuenta sólo permite la existencia de una única forma de «*traditio*» que es la inscripción de la transferencia contable, tal y como se desprende claramente del artículo 11 del TRLMV cuando señala que: «*la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable*» y ello, por la propia naturaleza de los valores anotados que, como hemos señalado en repetidas ocasiones, constituyen meros apuntes que poseen la misma naturaleza que los asientos contables<sup>215</sup>. Quedaría excluida por tanto cualquier otra forma de «*traditio*» simbólica como el otorgamiento de escritura pública prevista en el artículo 1.462 del CC para beneficiarse del régimen de la anotación en cuenta. En este mismo sentido, algún autor ha afirmado que: «*el Derecho español sólo admite un modo único y exclusivo de transmitir la propiedad de los valores, que sería, precisamente, el de la inscripción contable a favor del adquirente*»<sup>216</sup>; o que «*la inscripción parece desarrollar la función de único modo de adquirir la propiedad, puesto que no es posible la tradición de un bien inmaterial como es el valor anotado*»<sup>217</sup>. Ahora bien, lo anterior no implica que una compraventa de valores anotados no se pueda formalizar en escritura pública (por ejemplo, valores suspendidos de negociación o valores sujetos a gravamen), si bien, será necesario que la misma se presente ante la correspondiente entidad encargada del registro contable para proceder a la inscripción de la transmisión.

El hecho de que la inscripción de la transmisión sea constitutiva nos lleva a un aspecto esencial que no podemos obviar en el ámbito de los valores admitidos a negociación, y es el de que la liquidación de las operaciones sobre acciones y valores equivalentes negociados en mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación tiene lugar dos días<sup>218</sup> después de la fecha de contratación (D+2)<sup>219</sup>, lo que

<sup>215</sup> EIZAGUIRRE, J.M., «*Derecho de...*», cit., p. 389.

<sup>216</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados...*», cit., p.106.

<sup>217</sup> CORTÉS GARCÍA, E., «*La Desmaterialización...*», ob., cit., p. 261.

<sup>218</sup> Nos referimos a días del calendario TARGET2 que funciona todos los días salvo los sábados, los domingos, el día de Año Nuevo, el Viernes Santo y el Lunes de Pascua (según el calendario aplicable en la sede del BCE), el 1 de mayo, el día de Navidad y el 26 de diciembre. Fuente: BANCO DE

da lugar a que la inscripción no puede tener lugar hasta ese momento, de manera que, hasta entonces, el comprador de los valores no figurará como titular de los mismos en el registro contable. En este sentido, supongamos que durante ese periodo de tiempo que dura la liquidación de la operación, el emisor de unos valores acuerda un reparto de un dividendo al que tendrán derecho los titulares que figuren en el registro contable justo en ese periodo de tiempo. Pues bien, como el titular de la operación todavía no liquidada no figuraría en el registro contable, no tendría derecho a participar en ese reparto de dividendo a pesar de haber comprado ya los valores. Para solventar esta situación, lo que se hace es retrotraer los efectos traslativos del contrato de compraventa hasta la fecha de contratación, de manera que el comprador adquiere sus derechos y obligaciones en esa fecha, y así lo declara el artículo 95.3 del TRLMV, que dispone que: *«los beneficios, derechos u obligaciones inherentes a la titularidad de acciones y de valores equivalentes a acciones serán de cuenta y provecho del adquirente desde la fecha de la compra en el correspondiente mercado secundario oficial»*. De conformidad con esta regla, los derechos y obligaciones para el caso de valores de renta variable son adquiridos por el titular desde la fecha de la compra (se retrotraen los efectos de la liquidación a la fecha de compra<sup>220</sup>) de manera que, en el supuesto que anteriormente contemplábamos, se llevan a cabo unos ajustes para que el titular que compró los valores pero que todavía no aparecía en el registro contable en la fecha de corte estipulada por el emisor, reciba sus derechos económicos correspondientes al dividendo. En el caso de los valores de renta fija u otros no equivalentes a las acciones la regla es la contraria (porque la liquidación, con carácter general, se produce en D, esto es, en la

---

ESPAÑA-DIRECCIÓN GENERAL DE OPERACIONES, MERCADOS Y SISTEMAS DE PAGO, *«TARGET2-Banco de España – Calendario y horario de funcionamiento»*, Aplicación Técnica 5/2015, 22 de junio de 2015, p.1.

Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/SistemasDePago/ficheros/AT52015.pdf>

<sup>219</sup> A este respecto señalar que la reforma del Sistema Compensación, Liquidación y Registro de Valores español ha traído consigo el acortamiento de los plazos de liquidación, pasando de tres días (D+3) a dos días (D+2) desde la fecha de contratación en cumplimiento del mandato dado por el artículo 5.2 del Reglamento (UE) N.º 909/2014. El plazo de D+2 empezó a aplicarse el 3 de octubre de 2016 respecto de las operaciones que fueron contratadas el 29 de septiembre de 2016, tal y como consta en el *«Comunicado de la CNMV sobre la evolución de la reforma...»*, ob., cit., p.1.

<sup>220</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., *«La post-contratación en los mercados secundarios de valores...»*, cit., p. 70.

fecha de contratación), de manera que los derechos se adquieren desde la fecha de liquidación, por lo que se produce una coincidencia y eficacia simultánea de la liquidación y de los efectos de la contratación<sup>221</sup>.

En relación con lo anterior, la legislación portuguesa contiene una previsión similar, si bien, no diferencia entre valores de renta fija y de renta variable, de manera que hay que entender que la regla aplica a todo tipo de valores negociados en un mercado regulado. En este sentido, el artículo 80.2 del Securities Code dispone que: «*The purchase of book entry securities on a regulated market grants the buyer, independently of registration and as from the time the operation is carried out, legitimacy for their sale on that market*». En comparación con la regulación española contenida en el referido artículo 95.3 del TRLMV, la legislación portuguesa es menos explícita puesto que sólo hace referencia a que el comprador está legitimado para vender el valor en el mercado desde el día de la operación con independencia de la inscripción, si bien, entendemos que si puede efectuar un acto de disposición sobre el valor como es poder venderlo, igualmente podría ejercer desde ese momento todos los derechos que le otorga la titularidad del valor, entre ellos, el cobro de los derechos económicos o el ejercicio de los derechos políticos sin tener que esperar a la inscripción en el registro contable, ya que ésta se producirá unos días después de efectuada la compraventa una vez que se haya liquidado la operación.

Con esta regulación se pretende proteger al comprador de los valores al fijar el momento de la adquisición de los derechos inherentes al valor en el mismo momento en que da la orden de compra, sin necesidad de que tenga que esperar a la inscripción a su nombre en el registro contable. Esto es lógico desde una perspectiva de protección del inversor, puesto que si la regla fuera a la inversa y se tuviese que esperar a la inscripción en el registro contable para adquirir los derechos, resultaría que el inversor habría comprado en una fecha D pero no adquiriría los derechos hasta D+2 cuando se liquidase

---

<sup>221</sup> *Ibid.*

e inscribiese la operación, lo cual, sin lugar a dudas, concede una menor protección al inversor.

Conviene finalizar este apartado analizando las transmisiones «*mortis causa*» e «*inter vivos*» a título lucrativo, puesto que en ellas la tradición no es exigida conforme el artículo 609 del CC: «*La propiedad y los demás derechos sobre los bienes se adquieren y transmiten por la ley, por donación, por sucesión testada e intestada...*».

Respecto de la sucesión *mortis causa*, la mayoría de la doctrina opina que es a partir de la aceptación cuando el heredero deviene titular de las relaciones que se transfieren, aunque los efectos de aquélla se retrotraen a la muerte del causante<sup>222</sup>. En el caso del legado de cosa específica y determinada, propiedad del testador, el legatario adquiriría la propiedad desde el momento de la muerte del causante<sup>223</sup>. Ahora bien, en todo caso, si nos encontramos ante transmisiones de valores representados en anotaciones en cuenta, consideramos que operaría el régimen especial de transmisión de los mismos, por lo que sí sería necesaria la tradición operada mediante la inscripción contable a favor del nuevo titular, y en tanto ésta no se produjese, aquél no devendría en propietario de los mismos frente a terceros y los valores no estarían sometidos al régimen de la anotación en cuenta<sup>224</sup>.

Por último, en el caso de las transmisiones «*inter vivos*» a título lucrativo, hay que señalar que estas transmisiones no gozan de la misma protección registral que las transmisiones a título oneroso en las que se protege al tercero que, sin mala fe o culpa grave, adquiere de quien figura en el registro contable (artículo 11.3 del TRLMV)<sup>225</sup>.

---

<sup>222</sup> MORENO QUESADA, B., «*Aceptación y repudiación de la herencia*», (coord., SÁNCHEZ CALERO, F.J.), AA.VV., (cap. 23), Curso de Derecho Civil IV, Derechos de Familia y Sucesiones, Valencia, 2015, p. 403; MARTÍNEZ ESPÍN, P., «*Lecciones de derecho civil. Derecho de sucesiones*», (dir. CARRASCO PERERA, A.), 2ª ed., Madrid, 2016, p. 86.

<sup>223</sup> DÍAZ MORENO, A., y PRÍES RICARDO, A., «*Negocios sobre...*», cit., p. 330.

<sup>224</sup> DÍAZ MORENO, A., y PRÍES RICARDO, A., «*Negocios sobre...*», cit., p.330; SANTOS MARTÍNEZ, V., «*Valores Informatizados*», cit., p.45. Estos autores opinan que el heredero o legatario de valores anotados adquieren la propiedad de conformidad con la regulación del CC sin necesidad de inscripción en el registro contable.

<sup>225</sup> SANTOS MARTÍNEZ, V., «*Valores Informatizados*», cit., p. 41.

Respecto de este tipo de transmisiones, nos gustaría hacernos eco de la opinión de algún autor que, contrariamente a lo dispuesto en el artículo 609 del CC, entiende que la donación no es un contrato esencialmente transmisivo, es decir, no es un modo de adquirir sin necesidad de entrega, sino que es un contrato de enajenación que requiere de la tradición, que es el modo, de manera que la transmisión de lo donado se produce simultáneamente a la celebración del acuerdo si lo que se dona es un derecho que no necesita de la tradición para su traspaso (un crédito), o si, aún necesiéndola, se entrega a la vez o el donante se obliga a entregarla posteriormente (una cosa mueble, o inmueble si se hace mediante escritura y ésta hace de tradición instrumental)<sup>226</sup>. De acuerdo con esta postura, al haber optado el legislador por el régimen de transmisión de derechos reales de los artículos 609 y 1095 CC para la transmisión de los valores anotados y exigir, por tanto, una tradición, en el caso de donaciones de valores anotados nos encontraríamos con que, una vez celebrado el contrato de donación, el donante se obligaría a entregar los valores en un momento posterior, entrega que se consumaría mediante la anotación de la correspondiente transmisión en el registro contable, una vez que el donatario hubiese presentado el contrato de donación en la entidad en la que estuvieran registrados los valores donados. En todo caso, independientemente de que se defienda que la donación es título y modo o que, por el contrario, exige una tradición, en el caso de donaciones de valores anotados será necesario que se produzca la inscripción en el registro contable para que ésta despliegue los efectos propios del régimen jurídico de la anotación en cuenta.

---

<sup>226</sup> ALBALADEJO GARCÍA, M. /DÍAZ ALABART, S., «*La donación*», Madrid, 2002, pp. 35 y 36.

### ***3.4.3. SUPUESTOS DE TRANSMISIÓN***

#### ***3.4.3.1. CONSIDERACIONES PREVIAS: EL PRINCIPIO DE TRACTO SUCESIVO***

Con carácter previo, es necesario señalar que el registro contable de valores anotados se rige por el principio del tracto sucesivo, en virtud del cual, para que pueda practicarse la inscripción de la transmisión de los valores es necesario que, con carácter previo, los valores que se transmitan estén inscritos a favor del transmitente (artículo 17.3 del RD 878/2015).

#### ***3.4.3.2. TRANSMISIONES DERIVADAS DE COMPRAVENTAS DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES O SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN***

El inversor que desee efectuar transmisiones de valores que estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación debe sujetarse a los procedimientos de contratación y liquidación establecidos en dicho mercado o sistema por los organismos rectores. En este sentido, la autonomía de la voluntad de las partes se ve limitada, en cierta forma y en lo que resulte aplicable, por las reglas técnicas del mercado o sistema.

Una vez llegada la fecha de liquidación de la operación, y haya sido ésta objeto o no de previa compensación por una entidad de contrapartida central, los depositarios centrales de valores, tras haber comprobado que existe suficiente cantidad de valores, abonarán los valores y practicarán el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes entidades en el registro central de acuerdo con el principio de entrega contra pago (artículo 40.1 del RD 878/2015). Con carácter simultáneo, las entidades participantes deberán practicar la anotación correlativa en las cuentas de sus registros de detalle cuando la liquidación afecte a valores anotados en las mismas. A pesar de que el primer apartado del referido artículo menciona a los depositarios centrales de valores y

parece que éstos intervienen en todos los casos, lo cierto es que en aquéllos casos en que las transmisiones afecten solamente a cuentas ubicadas en el registro de detalle, serán sólo las entidades participantes las encargadas de realizar los correspondientes abonos y adeudos, puesto que el depositario central no tendrá que intervenir debido a que no habrá variación en el saldo global de las cuentas generales de terceros ubicadas en el registro central.

Por otro lado, desde nuestro punto de vista, la redacción de este primer apartado no es del todo exacta cuando señala que los depositarios centrales abonarán los valores y practicarán el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes entidades del registro central, puesto que, con la posibilidad contemplada en el RD 878/2015 de abrir cuentas individuales en el registro central a nombre de clientes, el adeudo o abono se podría producir en dichas cuentas individuales abiertas a nombre de un cliente concreto. Si bien es cierto que dichas cuentas individuales son gestionadas por las entidades participantes que las abren a solicitud de sus clientes, quien figura en el registro central es el cliente, de manera que la redacción correcta del apartado primero del artículo 41 debería de haber incluido la mención a los clientes y no sólo a las entidades, como titulares de cuentas abiertas en el registro central.

#### ***3.4.3.3. TRANSMISIÓN DE VALORES NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES NI EN SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN***

Para realizar la inscripción de la transmisión de valores que no estén admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales ni en sistemas multilaterales de negociación, será necesario que se presente ante la entidad encargada del registro contable el documento acreditativo de la transmisión en cualquier soporte duradero (artículo 54.1 del RD 878/2015).

Respecto de este tipo de inscripciones, conviene destacar una novedad importante introducida por el RD 878/2015 consistente en que ya no se contempla la posibilidad,

anteriormente contemplada en el artículo 50.2 del RD 116/1992, de que la entidad encargada del registro contable pudiera realizar la inscripción cuando le constase el consentimiento del titular inscrito y de la persona a cuyo favor hubiera de practicarse la inscripción, salvo en el caso de que dicha entidad encargada tuviera constancia de que no existía título verdadero, válido y bastante para realizar la inscripción, en cuyo caso, no la practicaría. Ahora bien, si se analiza detalladamente dicho supuesto, se puede llegar a la conclusión de que la eliminación del mismo no representa ningún problema en el sentido de que, en dicho supuesto, se exigía que a la entidad encargada del registro le constase el consentimiento del titular inscrito y de la persona a cuyo favor había de realizarse la inscripción, consentimiento que, aunque no lo dijera expresamente el artículo 50.2 del RD 116/1992, debería ser escrito, con el fin de que la entidad encargada pudiera acreditar, en el futuro, el motivo por el que realizó la inscripción. Por lo tanto, dicho consentimiento constaría en documento escrito de manera que, en definitiva, dicho supuesto relativo al consentimiento quedaría englobado en el actual artículo 54.1 del RD 878/2015, que exige cualquier documento acreditativo del acto o contrato para realizar la inscripción.

En consecuencia, sólo se amparan aquellas pretensiones con causa lícita y moral, en virtud de lo dispuesto en el artículo 1.275 del CC, para poder practicar una inscripción, por ello, se impone a las entidades encargadas del registro contable que soliciten la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos, debiéndose quedar con copia de los documentos acreditativos de los actos y contratos durante un periodo de diez años. A este respecto, conviene mencionar que se ha ampliado el plazo por el que las entidades vienen obligadas a guardar los referidos documentos, puesto que bajo la regulación del RD 116/1992, el plazo obligatorio que debían observar era de seis años (artículo 30 del CCom.).

En consecuencia, antes de inscribir la transmisión, la entidad encargada deberá comprobar la identidad de los contratantes y el poder de disposición de los enajenantes. En el caso de que con anterioridad a la transmisión hubiese sido expedido un certificado de legitimación, para poder proceder a la transmisión será necesario que dicho

certificado sea devuelto, puesto que la expedición de un certificado de legitimación implica el bloqueo de los valores a los que se refiere e impide efectuar transmisiones de dichos valores o anotar gravámenes sobre los mismos, en tanto en cuanto no sean restituidos (artículo 22.1 del RD 878/2015). No será necesario restituir dicho certificado en el caso de que hubiese sido privado de valor, lo que ocurre cuando hubiese caducado al haber transcurrido el plazo reglamentario o el convenido en dicho certificado.

En el caso de que se transmitan valores sujetos a derechos reales limitados u otro tipo de gravámenes, una vez producida la inscripción, la entidad encargada deberá de notificarlo al acreedor pignoraticio, usufructuario o beneficiario del gravamen para que, sin perjuicio de que pueda solicitar la emisión de un nuevo certificado, devuelva el anterior que tuviese expedido a su favor tan pronto como reciba la notificación.

En relación con lo comentado anteriormente sobre la devolución de los certificados de legitimación, desde nuestro punto de vista, el hecho de que la regulación exiga, como regla general, la devolución de los certificados, obedece a la necesidad de garantizar una correspondencia entre la realidad registral y extraregistral. En este sentido, pensemos, por ejemplo, en el caso del levantamiento de una inscripción prendaria: si la entidad encargada admitiese el levantamiento sin solicitar la devolución del certificado resultaría que existiría en el tráfico jurídico un certificado de legitimación que certificaría que unos valores están pignorados cuando, en realidad, no lo están, lo cual, sin ninguna duda, quebranta la seguridad del tráfico jurídico.

#### ***3.4.3.4. TRANSMISIÓN DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES O EN SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN POR TÍTULO DISTINTO DE COMPRAVENTA***

Las inscripciones en el registro contable derivadas de transmisiones de valores que estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación y que obedezcan a un negocio jurídico diferente de la compraventa, se realizarán del mismo modo que el previsto para los valores no

admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación, esto es, cuando se presente ante la entidad encargada del registro contable el documento acreditativo del acto o contrato correspondiente (artículo 41.1 del RD 878/2015).

Los supuestos englobados en este artículo son, por ejemplo, las donaciones, las aportaciones de capital mediante valores a sociedades, la disolución del régimen de gananciales, etc. También están incluidos los traspasos, que tienen lugar cuando, sin cambiar la titularidad de los valores, éstos se pasan de una cuenta de valores a otra, ya sea dentro de la misma entidad depositaria o entre cuentas ubicadas entre distintas entidades depositarias, así como los préstamos de valores.

### **3.5. LA INSCRIPCIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS U OTROS GRAVÁMENES**

#### ***3.5.1. CONSIDERACIONES PREVIAS: EL PRINCIPIO DE TRACTO SUCESIVO***

Con carácter previo resulta necesario señalar que, en la práctica de la inscripción de derechos reales limitados u otros gravámenes aplica el principio del tracto sucesivo, en virtud del cual, la inscripción de la constitución, modificación o extinción de derechos reales limitados o gravámenes sobre valores inscritos requiere que, con carácter previo, los valores que van a ser objeto del gravamen o derecho real estén inscritos a favor del disponente (artículo 17.3 del RD 878/2015).

### ***3.5.2. DETERMINACIÓN DE LA CUENTA EN LA QUE PRACTICAR LA INSCRIPCIÓN***

La práctica de la inscripción de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes se encuentra regulada en el artículo 12.1 del TRLMV, en el que se dispone que: *«La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente».*

Como se puede comprobar, el artículo 12.1 del TRLMV realiza una mención genérica de los derechos reales u gravámenes que pueden tener acceso al registro contable, sin hacer una enumeración exhaustiva, lo cual, por otra parte es lógico, puesto que con esta fórmula se engloban todos los posibles casos. Sin embargo, a pesar de esta mención genérica, del artículo 19.1 del RD 878/2015 se puede deducir que esos otros gravámenes engloban, entre otros, embargos judiciales o administrativos, al disponer el mencionado artículo lo siguiente: *«también se podrán expedir otras certificaciones que acrediten, bien la existencia de embargos judiciales o administrativos, bien la constitución de prendas o cualquier otro acto o circunstancia que haya tenido acceso al registro».* Por otra parte, esta técnica es la utilizada por otras legislaciones de nuestro entorno como la italiana, así, en el apartado primero del artículo 83 octies de la Consolidated Law on Finance, se hace un referencia genérica a que se pueden inscribir *«restrictions of any kind»*, y así se dispone que: *«Restrictions of any kind on financial instruments governed by this section, including restrictions envisaged under special regulations on public debt securities, may be established only by registration in a special account held by the intermediary».*

Dicho lo anterior, uno de los temas importantes en relación con la inscripción de derechos reales limitados o gravámenes es determinar dónde se practica ésta. En este sentido, la inscripción debe efectuarse en la cuenta correspondiente, como señala el artículo 12.1 del TRLMV, cuenta que, por otro lado, está indeterminada, puesto que el referido artículo no especifica a quién debe corresponder, si al propietario de los valores

o al beneficiario del gravamen. La doctrina entiende que dicha cuenta se corresponde con la cuenta del propietario de los valores<sup>227</sup>, puesto que el TRLMV especifica que dicho gravamen será oponible a terceros desde el momento en el que se haya practicado la inscripción (artículo 12.2 del TRLMV), por lo que para que tal oponibilidad sea operativa, parece lógico que el gravamen se tenga que inscribir en la cuenta del propietario de los valores. El propio artículo 12.1 nos da una pista, al final del mismo, acerca de dónde debe inscribirse el gravamen cuando señala que: «*la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título*». En este sentido, la constitución de la prenda exige que se ponga en posesión de ésta al acreedor pignoraticio (artículo 1863 del CC), por lo que, al decir el propio artículo que la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio, cabe deducir que dicha inscripción se practica en la cuenta del titular de los valores.

En la práctica, efectivamente, la inscripción del gravamen se produce en la cuenta del titular de los valores puesto que es dónde se encuentran los valores objeto de gravamen. De hecho, no podría ser de otro modo, ya que si el gravamen se inscribiese en la cuenta del beneficiario del mismo, ello exigiría el traslado de los valores a la cuenta de éste para poder inscribir luego el gravamen sobre ellos, de manera que, mediante dicho traslado, desde un punto de vista jurídico, se estaría operando un cambio en la titularidad de los valores por lo que nos encontraríamos entonces ante una fórmula jurídica distinta, consistente en la transmisión de la propiedad de los valores objeto de gravamen contemplada en el artículo 6.2 del RDL 5/2005.

No obstante lo anterior, existe un supuesto contemplado en la legislación en el que los valores objeto de pignoración se trasladan a una cuenta abierta a nombre del beneficiario de la garantía o de un tercero que actúa en su nombre y sin que dicho traslado suponga un cambio en la propiedad de los valores, es decir, el pignorante seguiría manteniendo la propiedad de los mismos. Dicho supuesto es el contemplado

---

<sup>227</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «*Derecho de los Títulos-Valores. Parte General*», Santiago de Compostela, 2006, p. 904.; SÁNCHEZ CALERO, F., «*Régimen de los valores representados...*», cit., p.109.

para las garantía constituidas a favor del Banco de España en la disposición adicional 6ª, 2., letra b), 3º, de la Ley 13/1994, en la cual, se dispone que cuando el objeto de la garantía sean valores representados mediante anotaciones en cuenta, la aportación de la garantía podrá formalizarse: *«Bien mediante transferencia contable o anotación de los valores o instrumentos financieros, sin desplazamiento de la propiedad, en una cuenta a nombre del beneficiario o de un tercero actuando directa o indirectamente en nombre o por cuenta del beneficiario. Dicha cuenta tendrá como único objetivo recibir las anotaciones de las pignoraciones realizadas sobre valores e instrumentos representados mediante anotaciones en cuenta manteniendo el garante la propiedad de los mismos»*. Las otras dos fórmulas de constitución de garantías ante Banco de España contempladas en la mencionada disposición adicional son las que hemos analizado anteriormente, esto es, mediante la anotación de la garantía en la cuenta del titular de los valores conservando ésta la propiedad de los mismos, y mediante transferencia contable, con desplazamiento de la propiedad de los valores objeto de la garantía a la cuenta del beneficiario de la garantía o de un tercero que actúe en su nombre.

Si observamos la legislación de otros países de nuestro entorno existente sobre este tema concreto, la legislación portuguesa hace expresa referencia a que la anotación de una prenda se realiza en la cuenta del titular de los valores, tal y como dispone el artículo 81.1 del Securities Code: *«the pledge of securities is carried out by an entry in the securities holders' account indicating the amount of securities given as pledge, the obligation guaranteed and the beneficiary's identity»*. Del mismo modo, la inscripción de usufructos, embargos y cualquier circunstancia que grave los valores se inscribirá también en la cuenta del titular de los mismos (artículo 81.5 del Securities Code). En consecuencia, la legislación portuguesa es coincidente con la española en este sentido.

En otro orden de cosas, resulta curioso la posibilidad que prevé el artículo 81.2 del Securities Code consistente en que el acreedor tenga, en cuenta abierta a su nombre, la constancia de la existencia de una prenda para el caso de que, como consecuencia de la prenda, el deudor le haya conferido a él los derechos de voto inherentes a los valores, puesto que, el artículo 81.4 contempla la posibilidad de que los derechos sobre los

valores sean ejercitados por el acreedor pignoraticio cuando así se acuerde entre acreedor y deudor. En relación con este tema, y haciendo una comparativa con la legislación española, el RD 878/2015 no menciona expresamente cómo se inscribe en el registro contable la situación en la que el acreedor pignoraticio tiene los derechos económicos y/o políticos de los valores, situación que, por otra parte, sí está contemplada en el artículo 132 del TRLSC, en el cual, se prevé la posibilidad de que los estatutos sociales dispongan que el ejercicio de los derechos económicos y políticos correspondan al acreedor pignoraticio. En la práctica, dicha circunstancia debería reflejarse cuando se practique la inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente.

En relación con todo lo expuesto anteriormente, podemos afirmar que la propia naturaleza de la anotación en cuenta exige que, del mismo modo que sucede para la transmisión de los valores, para que un derecho real o gravamen se constituya y surta efectos frente a terceros, es necesario que se inscriba en la cuenta correspondiente (artículo 12, apartados primero y segundo, del TRLMV). Es decir, la inscripción es constitutiva, lo cual, se confirma precisamente en el caso de que el gravamen a inscribir sea una prenda, puesto que si no se realiza la inscripción, no se produciría el desplazamiento posesorio a favor del acreedor pignoraticio.

### ***3.5.3. ACREDITACIÓN E INSCRIPCIÓN DEL DERECHO REAL O GRAVAMEN***

Una vez analizado que la prenda o cualquier otro gravamen sobre valores anotados debe inscribirse en el registro contable, es necesario estudiar ante quién se debe acreditar la constitución, extinción o transmisión del derecho real limitado o gravamen correspondiente.

En este sentido, la peculiar estructura del registro contable español basada en un sistema de doble escalón, exige diferenciar ante qué entidad debe acreditarse tal constitución, transmisión o extinción, siempre y cuando nos encontremos ante valores anotados, ya estén o no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de

valores o en un sistema multilateral de negociación, cuyo registro contable se lleve por un depositario central de valores.

La forma de acreditar la constitución, extinción o transmisión de derechos reales limitados y otros gravámenes es mediante documento justificativo del acto o contrato de que se trate (artículo 54 del RD 878/2015), y la entidad ante la que debe acreditarse tal constitución, extinción y transmisión de los mismos dependerá de dónde estén anotados los valores objeto de los derechos reales limitados o gravámenes.

En relación con lo anterior, la acreditación se deberá realizar ante el depositario central de valores en el caso de valores que se encuentren registrados en las cuentas propias de las entidades participantes abiertas en el registro central o en las cuentas individuales de llevanza directa abiertas en el registro central a las entidades de derecho público determinadas por el Ministro de Economía y Competitividad. Por el contrario, la acreditación deberá efectuarse ante la entidad participante del depositario central de valores en el caso de los valores que se encuentren registrados o bien, en las cuentas individuales abiertas en el registro central a nombre de clientes de las entidades participantes, o bien, en las cuentas del registro de detalle (artículo 42.1 del RD 878/2015).

La regla general, por tanto, es que si se trata de valores que se encuentran registrados en el primer nivel o registro central la acreditación debe realizarse ante el depositario central de valores, con la única excepción de las cuentas individuales abiertas en el registro central a nombre de clientes, en cuyo caso, la acreditación debe efectuarse ante la entidad participante en la que consten registrados los valores; mientras que si los valores se encuentran registrados en las cuentas del registro de detalle, la acreditación debe efectuarse ante la entidad participante correspondiente.

El hecho de que para el caso de las cuentas individuales abiertas a nombre de clientes de la entidad participante la constitución de gravámenes deba acreditarse ante dicha entidad y no ante el depositario central de valores, puesto que se trata de cuentas abiertas en el registro central, se debe a que es la entidad participante la que solicita ante

el depositario central de valores la apertura de la cuenta en nombre del cliente y es, por tanto, la encargada de gestionar dicha cuenta. Es decir, la relación contractual la tiene la entidad participante con su cliente de manera que, en virtud de la misma, el cliente le solicita a la entidad participante que, en su nombre, solicite al depositario central de valores la inscripción o cancelación de un gravámen.

Revisten especial relevancia por tanto, desde un punto de vista jurídico, las referidas cuentas individuales abiertas a nombre de clientes de las entidades participantes puesto que, como hemos mencionado, a pesar de estar ubicadas en el registro central, la acreditación de la constitución, extinción y transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes debe realizarse ante la entidad participante. En este sentido, es responsabilidad de la entidad participante exigir la debida acreditación documental de la constitución, transmisión y extinción del derecho real limitado o gravamen (artículo 22 del RSS), por lo que será dicha entidad la que deberá asegurarse de que toda la documentación es correcta y suficiente para acreditar la referida constitución, transmisión o extinción, con el fin de proceder, posteriormente, a solicitar al depositario central de valores la inscripción correspondiente.

Una vez acreditada suficientemente la constitución, extinción o transmisión del derecho real limitado o gravamen, es necesario proceder a su inscripción para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 12.1 del TRLMV. En la práctica de la inscripción ocurre lo mismo que en la acreditación, es decir, ésta se realizará por el depositario central de valores o por las entidades participantes dependiendo de dónde se encuentren los valores objeto del derecho real limitado o gravamen. En este sentido, la inscripción se practicará por el depositario central de valores en el caso de valores ubicados en todas las cuentas abiertas en el registro central, esto es, en las cuentas propias de las entidades participantes, en las cuentas individuales de llevanza directa abiertas a entidades públicas y en las cuentas individuales de clientes de las entidades participantes; y, por las entidades participantes, en el caso de valores ubicados en las cuentas del registro de detalle (artículo 42.2 del RD 878/2015).

Como vemos, las cuentas individuales abiertas en el registro central a nombre de clientes de las entidades son realmente peculiares desde un punto de vista jurídico, puesto que sobre ellas reside una dualidad en cuanto a la acreditación de la constitución, transmisión o extinción del derecho real limitado o gravamen y en cuanto a su inscripción. Así, ya hemos visto que la acreditación debe efectuarse ante la entidad participante, lo cual, encuentra su razón de ser en el hecho de que son las entidades participantes las que solicitan la apertura de dicha cuenta para su cliente y, por tanto, las responsables de gestionar la misma y de conocer debidamente a su cliente. Ahora bien, al tratarse de cuentas ubicadas en el registro central, lo lógico es que la inscripción la practique el depositario central de valores, como así de hecho proclama el artículo 42.2 del RD 878/2015, pero dicha inscripción la realiza el depositario a solicitud de la entidad participante por lo que ésta es responsable de asegurarse de que la documentación presentada para llevar a cabo la constitución, transmisión o extinción del derecho real limitado o gravamen es completa y correcta.

Una vez practicada la inscripción de la constitución del derecho real limitado o gravamen, se procederá al desglose de los valores afectados (artículo 34.4 del RD 878/2015). El desglose de los valores es una operación que tiene como finalidad separar y diferenciar los valores afectados por derechos reales limitados u otros gravámenes de aquéllos otros que no lo están, esto es, dichos valores dejan de ser fungibles con el resto, ya que estos valores no podrán ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que los mercados secundarios oficiales o los sistemas multilaterales de negociación tengan establecidos y tampoco podrán ser puestos a disposición del depositario central de valores por las entidades participantes en los procesos de liquidación (artículo 42.3 del RD 878/2015). El hecho de que no puedan ser objeto de negociación no impide que dichos valores puedan ser objeto de transmisión mediante operaciones concertadas entre las partes por fuera del mercado.

### **3.5.4. CLASES DE DERECHOS REALES LIMITADOS SUSCEPTIBLES DE INSCRIPCIÓN**

#### **3.5.4.1. «NÚMERUS APERTUS» DE DERECHOS REALES**

Con carácter previo al análisis de los distintos tipos de derechos reales limitados que pueden tener acceso al registro contable, es importante reseñar que la jurisprudencia (entre otras, Sentencia 808/2001 de 26 de julio, del Tribunal Supremo; Sentencia 1790/1999, de 22 diciembre, del Tribunal Superior de Justicia de Extremadura; Sentencia 353/2007, de 12 de junio, de la Audiencia Provincial de Barcelona) y la Dirección General de los Registros y del Notariado, consideran que existe un número abierto de derechos reales y ello en virtud de: (i) el principio de autonomía de la voluntad consagrado en el artículo 1.255 del CC; (ii) el hecho de que el CC no contiene ninguna prohibición a que los particulares puedan crear derechos reales; (iii) el artículo 2.2 de la LH, en el que se dispone que: *«en los Registros se inscribirán los títulos en que se constituyan, reconozcan, transmitan, modifiquen o extingan derechos de usufructo, uso, habitación, enfiteusis, hipoteca, censos, servidumbres y otros cualesquiera reales»*; y (iv) el artículo 7 del RH, que precisa lo siguiente: *«Conforme a lo dispuesto en el artículo segundo de la Ley, no sólo deberán inscribirse los títulos en que se declare, constituya, reconozca, transmita, modifique o extinga el dominio o los derechos reales que en dichos párrafos se mencionan, sino cualesquiera otros relativos a derechos de la misma naturaleza, así como cualquier acto o contrato de trascendencia real que, sin tener nombre propio en derecho, modifique, desde luego o en lo futuro, algunas de las facultades del dominio sobre bienes inmuebles o inherentes a derechos reales»*.

En este sentido, la Dirección General de los Registros y del Notariado se ha pronunciado en varias resoluciones a favor de la defensa de un «*numerus apertus*» de derechos reales, entre otras, en la Resolución de 8 de junio de 2011, relativa a la inscripción de una hipoteca flotante en mancomunidad sobre varias fincas; en la

Resolución de 4 de marzo de 1993, para admitir la posibilidad de inscribir figuras como la multipropiedad; o en la Resolución de 13 de julio de 2015, para admitir la posibilidad de inscribir la figura del leasing o contrato de arrendamiento financiero. No obstante lo anterior, la referida Dirección General señala que la creación de derechos reales atípicos debe ser algo excepcional y estar sujeta a una serie de límites, entre los que destacan los siguientes: (i) que exista una causa justificada para su creación, lo cual, supone que el objeto del derecho real atípico no pueda quedar protegido por algún derecho real existente o por algún derecho personal; (ii) que, en la medida de lo posible, se eviten las vinculaciones indefinidas de bienes debiendo fijar plazos de duración; (iii) y que se determinen claramente todos los aspectos sobre el contenido y el ejercicio del derecho, con el fin de cumplir con el principio registral de determinación<sup>228</sup>.

Dentro del conjunto de derechos reales limitados se distinguen dos grandes categorías en atención a la función económica que desempeñan, y así, se habla de derechos reales limitados de disfrute y de derechos reales limitados de realización del valor o de garantía. Además de estas dos categorías, en algunas ocasiones se habla de una tercera, si bien, su inclusión en este grupo es discutida, y son los llamados derechos reales de adquisición, que otorgan a su titular la posibilidad de adquirir por su propia voluntad y en determinadas circunstancias una cosa ajena con eficacia absoluta, aunque la misma no tiene relevancia a efectos del presente estudio puesto que, de producirse y cumpliéndose los requisitos fijados en el artículo 1.955 del CC, ni siquiera daría lugar a un cambio de titularidad, porque el poseedor, para cumplir con lo dispuesto en el mencionado artículo, tendría que haber tenido registrados los valores negociables en su propia cuenta. Un caso en el que sería posible este tipo de prescripción adquisitiva sería aquél en el que los valores hubiesen sido inscritos por error en la cuenta de otra persona que no fuera su titular legítimo, y hubiese transcurrido el tiempo necesario para que operase la prescripción adquisitiva.

---

<sup>228</sup> En el mismo sentido se pronuncia la Sentencia de la Sección 16 de la Audiencia Provincial de Barcelona de 17 de junio de 2008.

### 3.5.4.2. DERECHOS REALES LIMITADOS DE GARANTÍA

En el CC se contemplan tres derechos reales de garantía o de realización del valor, a saber: (i) la prenda; (ii) la hipoteca; y (iii) la anticresis. En la legislación especial se contemplan los derechos reales limitados de prenda sin desplazamiento y de hipoteca mobiliaria. De las posibilidades anteriores, la hipoteca y la anticresis se constituyen sobre bienes inmuebles, y la prenda sin desplazamiento y la hipoteca mobiliaria sólo se pueden constituir sobre determinados bienes mencionados en su legislación específica, de manera que, de todos los derechos anteriores, el único que da lugar a inscripciones en el registro contable es la prenda.

El artículo 12.1 del TRLMV exige que la constitución de la prenda sobre valores anotados en cuenta se inscriba en el registro contable, por lo que para que la prenda sea oponible frente a terceros, es necesaria dicha inscripción<sup>229</sup>, la cual, equivale al desplazamiento posesorio. En este sentido, el legislador consideró conveniente que, para la tutela del acreedor, no era adecuado regular una modalidad de prenda sin desplazamiento, en la que junto a la inscripción de la prenda se inscribiese la prohibición legal de enajenar los valores por parte del propietario sin el consentimiento del acreedor, como ocurre en la regulación contenida en el artículo 65 LHMPDP.

Desde un punto vista de las formalidades exigidas, la constitución de la prenda sobre valores anotados no exige escritura pública, pudiendo formalizarse en documento privado que será título bastante para solicitar a la entidad encargada la inscripción en el registro contable<sup>230</sup>, y así se desprende del propio artículo 54.1 del RD 878/2015, por remisión normativa del artículo 55.1 que regula la inscripción de gravámenes y derechos reales, y que reza: *«Las inscripciones derivadas de la transmisión de valores se practicarán por las entidades encargadas, en cuanto se presente el documento, en*

---

<sup>229</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *«Régimen de los valores representados...»*, cit., p. 110. Para este autor la inscripción en el registro contable es el momento que marca que la prenda sea oponible a terceros.

<sup>230</sup> MEJÍAS GÓMEZ, J. *«Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta...»*, ob., cit., p. 127.

*cualquier soporte duradero, acreditativo del acto o contrato traslativo.*». Comprobamos cómo el citado artículo no exige ninguna formalidad específica al documento en que se formalice la prenda, de manera que la prenda sobre valores anotados difiere así de la prenda posesoria del artículo 1865 del CC, puesto que aunque ésta puede nacer interpartes con la simple entrega de la cosa, sólo será oponible frente a terceros cuando conste en documento público la certeza de su fecha<sup>231</sup>, y ello es debido a que como hemos comentado anteriormente, en la prenda sobre valores anotados, la oponibilidad frente a terceros no depende de que se haya dejado constancia de su fecha en póliza o escritura pública sino de su inscripción en el registro contable<sup>232</sup>.

Ahora bien, en relación con los requerimientos formales debemos tener en cuenta también lo dispuesto en el artículo 322 del CCom., que será objeto de estudio posteriormente y, en el cual, sí se exige la formalización de la prenda en escritura pública para proceder a la enajenación de valores anotados dados en garantía y admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, de manera que, cuando se pignoren valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, el hecho de que posteriormente pueda ser necesario ejecutar la prenda, exigirá que la misma conste en escritura pública.

No obstante lo anterior, la formalidad derivada del artículo 322 del CCom., debe entenderse como lo que es, es decir, como una exigencia formal de la que no se puede hacer depender la eficacia de la prenda<sup>233</sup>, puesto que la oponibilidad frente a terceros deriva, como hemos señalado, de la inscripción en el registro contable.

Frente a esta exigencia de escritura pública del artículo 322 del CCom. para poder instar la enajenación de los valores dados en prenda, el RDL 5/2005, ha venido a dar carta de naturaleza en nuestro derecho a las llamadas «*garantías financieras*», que son

---

<sup>231</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 595.

<sup>232</sup> DÍAZ MORENO, A., «*La prenda de anotaciones en cuenta*», RCDI, núm. 603, 1991, pp. 398 y 399.

<sup>233</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 597.

una serie de contratos con función directa (prenda) o indirecta (dobles y operaciones con pacto de recompra) de garantía que pueden calificarse de especiales, cuando no de excepcionales, por cuanto se les dota de un régimen privilegiado de constitución y ejecución para facilitar y asegurar determinadas operaciones financieras ejecutadas por entidades públicas, organismos rectores de los mercados, y entidades financieras vinculadas al funcionamiento de los mercados organizados o de los sistemas de pago y compensación<sup>234</sup>.

Las garantías financieras que se acojan al régimen del RDL 5/2005, deberán constar por escrito, o mediante una fórmula jurídicamente equivalente, sin que pueda exigirse ninguna otra formalidad para su constitución, validez, eficacia frente a terceros, ejecutabilidad o admisibilidad como prueba (artículo octavo). Por lo tanto, los requisitos formales exigidos para aquellos acuerdos que tengan como garantía valores negociables y que puedan acogerse a lo previsto en el RDL 5/2005 son más laxos que los exigidos al amparo del artículo 322 del CCom., al no exigir escritura pública para proceder a la enajenación de los valores pignorados.

En cuanto a la ejecución de los valores objeto de la prenda en caso de incumplimiento de las obligaciones garantizadas por parte del deudor, habría que diferenciar si aplica el régimen previsto en los artículos 320 a 324 del CCom., o si, por el contrario, es una prenda sometida al RDL 5/2005.

En el caso de que sea de aplicación el régimen del CCom., las características básicas del procedimiento son las siguientes: (i) el acreedor, sin necesidad de requerir al deudor, salvo pacto en contrario, vencido el plazo del préstamo, podrá pedir la enajenación de los valores dados en garantía a los organismos rectores del correspondiente mercado secundario oficial, los cuales, hechas las oportunas comprobaciones, ordenarán la enajenación de los valores a través de un miembro del correspondiente mercado; y (ii) el acreedor pignoraticio sólo podrá hacer uso de este procedimiento durante los tres días hábiles siguientes al vencimiento del préstamo. No

---

<sup>234</sup> JAVIER CORTÉS, L., «Las garantías de la...», ob., cit., p. 353.

obstante lo anterior, ha sido admitido por la jurisprudencia<sup>235</sup> la posibilidad de pactar la no sujeción a dicho plazo en la póliza de pignoración. Como vemos, el acreedor dispone de un procedimiento especial particularmente ventajoso para el ejercicio del «*ius distrahendi*» en relación con el procedimiento previsto en el artículo 1872 del CC, y ello debido a que el legislador ha prescindido de determinados requisitos proteccionistas del deudor en el entendimiento de que resultan innecesarios al llevarse a cabo la enajenación en un mercado secundario oficial<sup>236</sup>.

Si por el contrario aplica el régimen del RDL 5/2005, el artículo duodécimo del referido cuerpo legal dispone que el acreedor, para proceder a la enajenación de los valores, deberá entregar a la entidad depositaria de los mismos un requerimiento en el que manifieste que se ha producido un supuesto de incumplimiento u otro motivo por el que se resuelva el contrato o acuerdo y declare el vencimiento anticipado y la liquidación del mismo. La entidad depositaria, una vez comprobada la identidad del deudor y la capacidad del firmante del requerimiento, adoptará las medidas necesarias para la enajenación de los valores a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial. En relación con esto último, parece que el RDL 5/2005 deja fuera de su ámbito de aplicación a los valores negociados en sistemas multilaterales de negociación al disponer, expresamente, que se enajenarán a través del miembro de un mercado secundario oficial, si bien, con fundamento en el artículo séptimo en el que se regula qué puede ser objeto de la garantía financiera y habla de valores negociables, habría que entender que están incluidos los valores admitidos a negociación en los sistemas multilaterales de negociación. Dicho lo anterior, al no existir uniformidad entre los dos artículos, consideramos que, llegado el caso, correspondería al miembro del correspondiente sistema multilateral de negociación valorar si ejecuta o no la prenda al amparo del RDL 5/2005. Aparte de la enajenación de los valores, bajo el RDL 5/2005 la ejecución también podrá llevarse a cabo mediante la apropiación de los valores pignorados.

---

<sup>235</sup> Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 17 de junio de 2003; y Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 26 de abril de 2012.

<sup>236</sup> JAVIER CORTÉS, L., «*Las garantías de la...*», ob., cit., p. 352.

Una cuestión importante a señalar es que la ejecución de las garantías financieras bajo el RDL 5/2005 no se ve afectada por la declaración de concurso del deudor puesto que se las exceptúa del régimen del artículo 58 de la Ley 22/2003<sup>237</sup>.

#### **3.5.4.3. DERECHOS REALES LIMITADOS DE GOCE**

En el Código Civil se contemplan los siguientes derechos reales limitados de goce: (i) de usufructo; (ii) de servidumbre; (iii) de censo; (iv) de enfiteusis; (v) de superficie; (vi) de uso; y (vii) de habitación.

De todos los derechos reales limitados de goce mencionados, el de servidumbre; el de censo; el de enfiteusis; y el de habitación no resultan aplicables a nuestros efectos, puesto que el objeto de los mismos son bienes inmuebles. El derecho real de superficie tampoco resulta relevante a nuestros efectos, ya que confiere a su titular el derecho a edificar en suelo, subsuelo, o vuelo ajeno, en su variedad urbana; y en su variedad rústica, otorga a su titular el derecho de plantar o sembrar teniendo la propiedad de lo plantado. Por lo que se refiere al derecho de uso, éste confiere al titular del mismo el derecho a percibir una parte de los frutos de una cosa que basten a las necesidades de su consumo y el de su familia.

Por ello, del conjunto de todos los derechos reales limitados de goce existentes, el único susceptible de generar inscripciones en el registro contable es el usufructo, ya que éste tiene como objeto cosas apropiables que pueden ser tanto muebles como inmuebles, siempre que estén dentro del comercio y sean susceptibles de utilización y disfrute.

A efectos prácticos, y de conformidad con lo previsto en el artículo 12 del TRLMV, la constitución del derecho de usufructo deberá inscribirse en la cuenta en la que estén anotados los valores sobre los que se constituye el derecho, de manera que, en dicha cuenta deberá inscribirse la nuda propiedad a favor del propietario y el derecho de usufructo a favor del usufructuario con el fin de garantizar que el usufructuario perciba

---

<sup>237</sup> *Ibid*, p. 353.

los dividendos que generen los valores y a los que tiene derecho en todo caso, ya que, salvo disposición contraria de los estatutos, el ejercicio de los demás derechos corresponde al nudo propietario (artículo 127.1 del TRLSC).

### 3.6. INSCRIPCIÓN DE EMBARGOS

El TRLMV se refiere en su artículo 12.1 a la constitución de «*otra clase de gravámenes*» y, dentro de esa «*otra clase*» se incluye el embargo judicial y el administrativo. Como ejemplo de embargo administrativo se puede mencionar el previsto en el artículo 98.1 del RD 1415/2004, en el que se dispone que el embargo se efectuará mediante la comunicación de la diligencia de embargo a la entidad donde se encuentren anotados los valores, posteriormente, el recaudador ejecutivo de la Seguridad Social ordenará su ejecución y, finalmente, el importe obtenido se ingresará en la cuenta designada por la Tesorería General de la Seguridad Social.

En cuanto al embargo judicial, el artículo 623.2 de la Ley 1/2000 dispone, respecto a los valores que cotizan en mercados secundarios oficiales, lo siguiente: «*Cuando se trate de valores o instrumentos financieros que coticen en mercados secundarios oficiales, la notificación del embargo se hará al órgano rector a los mismos efectos del párrafo anterior y, en su caso, el órgano rector lo notificará a la entidad encargada de la compensación y liquidación*». Respecto de la anterior redacción, conviene mencionar que no entendemos el motivo por el que el legislador, al regular esta figura, dispuso que el embargo debía notificarse en primer lugar al organismo rector del correspondiente mercado cuando dicho organismo no tiene facultades para inscribir embargos, siendo la correspondiente entidad encargada del registro contable de los valores embargados la que puede realizarlo.

La inscripción del embargo como gravamen procederá, en todo caso, en el momento en que se presente ante la entidad encargada del registro la resolución judicial en la que se declare el embargo.

La constitución del embargo deberá ser comunicada por la entidad encargada del registro contable a los titulares plenos o limitados, para que sustituyan los certificados expedidos a su favor por otros nuevos en los que conste el gravamen, actuándose así de forma similar al supuesto contemplado en el artículo 54.2 del RD 878/2015 para el caso de transmisión de valores sujetos a derechos reales limitados, en el que se impone la sustitución de los certificados emitidos.

En la inscripción del embargo se identificará al titular del gravamen, esto es, al administrador de los valores anotados embargados, quien no tendrá facultades de gestión sobre los mismos, en tanto el ejecutado, titular de los valores, siga teniendo la plena legitimación para ejercitar las prestaciones que confiera el valor anotado. En definitiva, la legitimación para el ejercicio de los derechos no se modifica con la inscripción del embargo, pues el titular del embargo sólo aparece legitimado con ese carácter y no respecto de los valores objeto de embargo<sup>238</sup>.

### **3.7. INSCRIPCIÓN DE OTRAS MEDIDAS DE GARANTÍA**

En los registros contables de valores anotados también debe ser posible inscribir determinadas medidas de garantía o cautelares contempladas en la legislación, tales como las anotaciones preventivas de demandas, de sentencias y de embargos, cuando las mismas recaigan sobre valores negociables. En este sentido, el artículo 727 de la Ley 1/2000 contempla, entre otras medidas cautelares, el embargo preventivo de bienes y la anotación preventiva de demanda. Supongamos, por ejemplo, un proceso en el que se discute sobre la titularidad de unos valores, pues bien, si el demandante considera que los valores en conflicto son suyos, lo prudente será que solicite una anotación preventiva de embargo como medida cautelar sobre dichos valores, con el fin de que los mismos queden bloqueados hasta la finalización del proceso en el que se dilucide sobre

---

<sup>238</sup> CORTÉS GARCÍA, E. «*La Desmaterialización...*», ob., cit., p. 297.

la titularidad de los mismos, evitando así que el demandado pueda disponer de ellos durante la pendencia del proceso.

Igualmente, también se contempla en la legislación la posibilidad de inscribir una anotación preventiva de sentencias con el fin de practicar una inscripción o cancelación de los asientos en registros públicos, por lo que ha de entenderse que también aplicaría a los registros contables de valores anotados, mientras éstas no sean firmes o, aun siéndolo, no hayan transcurrido los plazos para ejercitar la acción de rescisión de sentencias dictadas en rebeldía, todo ello, de conformidad con lo establecido en el artículo 524.4 de la Ley 1/2000.

## **3.8. OTRAS POSIBLES INSCRIPCIONES**

### ***3.8.1. PACTOS PARASOCIALES***

Los pactos parasociales se definen como los convenios celebrados entre algunos o todos los socios de una sociedad anónima o limitada con el fin de completar, concretar o modificar, en sus relaciones internas, las reglas legales o estatutarias que rigen la sociedad. Si el pacto es válido, se convierte en ley entre las partes, según el artículo 1091 del CC.

Lo característico de los pactos parasociales es que no se integran en el ordenamiento de la persona jurídica, sino que permanecen en el recinto de las relaciones obligatorias de quienes los suscriben<sup>239</sup>, lo que significa que no se propagan a los miembros y órganos de la persona jurídica y que no pueden hacerse valer frente a terceros.

Por su propia naturaleza, los pactos parasociales quedan fuera del ámbito de los estatutos sociales. En este sentido, la no integración en el ordenamiento de la persona

---

<sup>239</sup> PAZ-ARES. C. «*El enforcement de los pactos parasociales*», Actualidad Jurídica Uría & Menéndez, Artículos, 2003, N°5/2003, p. 19.

jurídica implica que quedan privados de la eficacia organizativa del contrato de sociedad, también llamada eficacia externa o real<sup>240</sup>. Así, el artículo 29 del TRLSC, dispone lo siguiente: «*Los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad*».

Los pactos parasociales, en función de su contenido, pueden agruparse en tres grandes categorías que pueden denominarse como: (i) pactos de relación, (ii) pactos de atribución, y (iii) pactos de organización<sup>241</sup>. En los pactos de relación prima la voluntad de los socios de regular sus relaciones sin mediación de la sociedad; los de atribución, por su parte, son los que tienen como finalidad atribuir determinadas ventajas a la propia sociedad; y, finalmente, los de organización son los que recogen la voluntad de los socios de reglamentar el funcionamiento de la propia sociedad y la toma de decisiones<sup>242</sup>. Respecto de dicho contenido, una cuestión muy debatida es la de cuáles son los límites al mismo, esto es, qué se puede incorporar y que no se puede incorporar a un pacto parasocial<sup>243</sup>. Pues bien, dichos límites vendrían determinados por las normas de derecho civil que rigen las obligaciones y contratos y, con carácter adicional, por las normas de derecho societario. Así, algunos autores niegan que se apliquen a los pactos parasociales los límites configuradores del tipo social postulándose a favor de que sólo aplican los límites generales reguladores de las obligaciones y contratos<sup>244</sup>; mientras que otros, apuestan por una aplicación prudente de los principios configuradores del tipo<sup>245</sup>.

---

<sup>240</sup> *Ibis.*, p. 31.

<sup>241</sup> *Ibis.*, p. 19.

<sup>242</sup> Esta clasificación elaborada por PAZ-ARES. C., «*El enforcement...*», cit. p. 19-20, se inspira en la realizada por Oppo, OPPO, G., «*I contratti parasociali*», Milano, 1942, págs. 6-12.

<sup>243</sup> PÉREZ RAMOS, C., «*Problemas que plantean los pactos parasociales*», Actum Mercantil & Contable, núm. 20, 2012.

Disponible en: <http://blog.efl.es/articulo-doctrinal/problemas-que-plantean-los-pactos-parasociales>.

<sup>244</sup> PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «*La cuestión de la validez de los pactos parasociales*». Actualidad Jurídica Uría Menéndez. Homenaje al profesor D. Juan Luis Iglesias Prada. Madrid 2011, p.254.

<sup>245</sup> VAQUERIZO, A., «*Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*». (dirs. BELTRÁN, E. / ROJO, A.), II, Madrid, 2011, p. 402.

En relación con los pactos parasociales en las sociedades cotizadas, el artículo 531 del TRLSC, establece lo siguiente: «*La celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales, o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones o de obligaciones convertibles o canjeables en las sociedades anónimas cotizadas, habrá de ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores...2. Una vez efectuada cualquiera de estas comunicaciones, el documento en el que conste el pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil en el que la sociedad esté inscrita. 3. El pacto parasocial deberá publicarse como hecho relevante».*

En cuanto a las comunicaciones de los pactos parasociales a las que se refiere el artículo 531 del TRLSC, hay que señalar que, en tanto en cuanto no se efectúen dichas comunicaciones, estos pactos no producirán efecto alguno entre los socios, en el sentido de que no están obligados a cumplirlos, y si en ellos se prevé alguna sanción por su incumplimiento, ésta no será válida<sup>246</sup>. Esta solución legal contrasta con la del derecho italiano que declara nulos los pactos no comunicados y publicados en plazo<sup>247</sup>.

Con respecto al depósito del pacto parasocial en el Registro Mercantil, algún autor ha señalado que «*se trata, simplemente, de una obligación de transparencia, que ciertamente no se comprende muy bien cuando este efecto se logra mediante la comunicación a la CNMV. Ni siquiera se obtiene una presunción de validez, pues no se trata de una inscripción, sino de mero depósito, cuyo acceso al Registro se produce sin calificación del contenido (ex. artículo 219 TRLSA y 368 RRM)*»<sup>248</sup>.

En definitiva, cabe concluir que los pactos parasociales no tienen acceso, como tales, a los registros contables de valores anotados, sino que pueden tener acceso a través de otras fórmulas jurídicas, por ejemplo, en el supuesto en el que para asegurarse

<sup>246</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. / SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «*Instituciones de derecho mercantil*», vol. I, 2015, Pamplona, p. 653.

<sup>247</sup> ALBELLA AMIGO, S., «*Régimen de publicidad de los pactos parasociales*», (coord.. URÍA, F.), AA.VV, (cap. XIV), Madrid, 2006, p. 868.

<sup>248</sup> PAZ-ARES. C., «*El enforcement...*», cit. p. 43.

el cumplimiento de un pacto parasocial las partes acuerden constituir una prenda sobre valores negociables.

### **3.8.2. AGRUPACIÓN DE ACCIONES A EFECTOS DEL NOMBRAMIENTO DE CONSEJEROS POR EL SISTEMA DE REPRESENTACIÓN PROPORCIONAL**

En primer lugar, resulta conveniente comenzar este apartado señalando que el objetivo que se persigue a través del sistema de representación proporcional para el nombramiento de miembros del Consejo de Administración es el de conseguir la presencia de minorías significativas en los referidos Consejos. En este sentido, este derecho se integra en un sistema de participación activa de las minorías, sin parangón en otros ordenamientos jurídicos.<sup>249</sup>

Este sistema legal fue objeto de regulación en el artículo 71 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, el cual, fue objeto de desarrollo reglamentario mediante el Decreto de 29 de febrero de 1952. Desde su instauración en la Ley de 1951, el sistema fue objeto de grandes críticas por parte de la doctrina para la cual, tras la publicación de la referida Ley, se hacía necesario la publicación de una norma aclaratoria, dada la ausencia de previsión legal en cuanto al procedimiento a seguir en la elección, ya que el artículo 71 se limitaba a señalar el método que habría de seguirse para alcanzar la proporcionalidad, así como la prohibición de que las acciones agrupadas para el ejercicio del derecho concurren a un nuevo nombramiento de administradores durante el mandato de quienes fueron elegidos por este sistema<sup>250</sup>. Esta

---

<sup>249</sup> GARRIGUES, J., «En torno al artículo 71 de la Ley de Sociedades Anónimas», RDM, 1952, pp. 405 y 406; GARRIGUES, J. / URÍA, M. «Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas», (edición puesta al día por MENÉNDEZ, A. / OLIVENCIA, M.), Madrid, 1976, p. 45.

<sup>250</sup> JUSTE MENCÍA, J., «Los derechos de minoría en la sociedad anónima», Pamplona, 1995, p. 268 y 269.

fue la razón por la cual, este sistema de representación proporcional fue escasamente utilizado durante los últimos cuarenta años<sup>251</sup>.

El RD 821/1991 vino a derogar el Decreto de 29 de febrero de 1952 y a desarrollar el artículo 137 de la hoy derogada LSA, con el fin de establecer un nuevo régimen normativo que potenciase el uso del sistema de representación proporcional.

Los dos requisitos necesarios para que se pueda acudir a este sistema son, por un lado, que la administración se encuentre organizada de forma colegial, esto es, mediante un Consejo de Administración y, por otro lado, que existan vacantes en dicho Consejo<sup>252</sup> en el momento de celebrarse la Junta, siendo indiferente que las vacantes se produzcan antes de la Junta o en el transcurso de la misma. En relación con esto, el artículo 3 del RD 821/1991 introduce una novedad importante al permitir que la agrupación se lleve a efecto aún cuando en ese momento no existan vacantes, en previsión de que las mismas se vayan a producir antes de la Junta general o durante la misma, con el fin de poder ejercer el derecho en el seno de la Junta general. Respecto a las posibles causas de la vacante no se excluye ninguna, de forma que podrá ejercitarse el derecho tanto para la provisión de plazas de nueva creación, como para cubrir aquéllas que quedasen libres por cualquier motivo<sup>253</sup>.

Este derecho de representación proporcional podrá ejercitarse sólo por aquéllos que posean el derecho de voto, ya que sería absurdo contemplar la posibilidad de que determinadas acciones participaran en la elección sin que su valor nominal fuera tenido en cuenta a la hora de calcular las cuotas necesarias para efectuar un nombramiento<sup>254</sup>.

---

<sup>251</sup> MARTÍNEZ SANZ, F., «*La representación proporcional de la minoría en el Consejo de Administración de la Sociedad Anónima*», Madrid, 1992, p. 17.

<sup>252</sup> JUSTE MENCÍA, J., «*Los derechos de minoría...*», ob., cit., p. 282.

<sup>253</sup> ALCOVER GARAU, G., «*La representación proporcional de la minoría en el consejo de administración de la sociedad anónima y el principio mayoritario en el funcionamiento de la junta general de accionistas*», RSD, núm. 2, 1994, p.85, nota 7.

<sup>254</sup> BELTRÁN, E. / MENÉNDEZ, A., «*Las acciones sin voto*», (dir: MENÉNDEZ, A., OLIVENCIA, M., URÍA, R.), Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, Madrid, 1994, p. 439; GÓMEZ MENDOZA, M., «*Acciones sin voto*», AA.VV, Derecho de sociedades anónimas, II, capital y acciones, vol. 1, Madrid, 1994, p.134; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., «*La acción como*

Por otro lado, este derecho está a disposición de todo accionista o grupo de ellos que decida hacer uso de él, por ello, puede suceder que todos los accionistas agrupen sus títulos de modo que la totalidad de los miembros del Consejo sean elegidos por este sistema, sin embargo, esto no será lo habitual ya que lo que ocurrirá es que una minoría desee imponer su decisión a la mayoría<sup>255</sup>, de hecho, el artículo 5.2 del RD 821/1991 dispone que «*las vacantes que no hubieran sido cubiertas por los accionistas agrupados se cubrirán por mayoría de votos de las acciones no agrupadas*», cumpliendo de este modo con la finalidad perseguida por este sistema al dar prioridad al derecho de la minoría.

Del RD 821/1991 hay que destacar, especialmente, a los efectos del presente apartado, el artículo 9.2, en virtud del cual, cuando las acciones estén representadas mediante anotaciones en cuenta, la entidad encargada del registro contable deberá consignar en la anotación la fecha de nombramiento del consejero y la duración de la agrupación.

Por lo tanto, la agrupación de acciones para proceder a nombrar a consejeros por el sistema de representación proporcional origina la práctica de inscripciones en el registro contable de valores anotados.

Las personas legitimadas para solicitar la constancia de la fecha del nombramiento y de la duración del mismo son, según lo dispuesto en el artículo 9.2 del RD 821/1991, la sociedad y los interesados. Por interesados hay que incluir: (i) a los accionistas que agruparon sus acciones para ejercitar el derecho de representación proporcional; (ii) al resto de accionistas de la sociedad, por cuanto también van a tener interés en que exista un reflejo de esa agrupación con el fin de evitar que intervengan en posteriores nombramientos de consejeros; y (iii) a la CNMV, ya que, entre sus funciones, se encuentra la de velar por la transparencia de los mercados, la correcta formación de los

---

*fundamento de la condición de socio y como conjunto de derechos*», AA.VV., Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación, Madrid, 1990, p. 275.

<sup>255</sup> JUSTE MENCÍA, J., «*Los derechos de minoría...*», ob., cit., p. 308.

precios en los mismos, y la protección de los inversores, promoviendo cuanta información sea necesaria para proteger a los mismos<sup>256</sup>.

El cumplimiento de las formalidades relativas a la consignación de la fecha del nombramiento y de su duración se acreditará, en el caso de la representación de acciones mediante anotaciones en cuenta, a través del certificado de legitimación expedido por la entidad encargada del registro contable, según lo dispuesto en el artículo 10 del RD 821/1991.

En el caso de que no se cumpla con la obligación de consignar las circunstancias anteriores, la consecuencia prevista es que no se podrá practicar la inscripción del nombramiento del correspondiente miembro del Consejo de Administración elegido por el sistema de representación proporcional en el Registro Mercantil. A este respecto, el artículo 140 del RRM dispone que, en la inscripción del nombramiento, se hará constar: (i) la identidad de los nombrados; (ii) la fecha del nombramiento; (iii) el plazo de duración; (iv) el cargo para el que, en su caso, hubiese sido nombrado; y (v) la indicación de que se ha utilizado el sistema de representación proporcional con expresión de las acciones agrupadas con las que se hubiera formado el correspondiente cociente, indicando su valor nominal, clase y serie, en el caso de que existieran varias, y la numeración de las mismas.

A través de la medida sancionadora consistente en no inscribir el nombramiento en el Registro Mercantil si no se consignan las circunstancias en la anotación en cuenta, se pretendía conseguir un efecto disuasorio del incumplimiento de las obligaciones formales previstas en el artículo 9.2 del RD 821/1991, sin embargo, dicha sanción no tiene, desde nuestro punto de vista, excesiva eficacia puesto que no debemos olvidar que la inscripción en el Registro Mercantil del nombramiento de un administrador no es constitutiva puesto que, tal y como se dispone en el artículo 214.3 del TRLSC, el nombramiento de los administradores surtirá efectos desde su aceptación, la cual, debe

---

<sup>256</sup> MARTÍNEZ SANZ, F., «*La representación proporcional de la minoría en el Consejo de Administración...*», ob., cit., p. 116.

entenderse como aceptación tácita, momento a partir del cual éstos deben ser considerados administradores a todos los efectos. Por lo tanto, cabe concluir que la falta de inscripción en el registro contable y en el registro mercantil no afectará a la validez y efectividad del nombramiento.

En este sentido, se ha planteado como alternativa para lograr el cumplimiento de la obligación del artículo 9.2 del RD 821/1991 la inclusión, vía estatutaria, de la obligación de consignar la agrupación de acciones en el registro contable de los valores anotados afectados como requisito previo para la adquisición de la condición de administrador de la persona nombrada por este sistema.

Bajo nuestra consideración, la inclusión en los estatutos sociales de esta obligación le daría, sin lugar a dudas, un mayor poder coercitivo para cumplirla pero, sin embargo, y de conformidad con lo previsto en la Ley, una vez aceptado el nombramiento la persona en cuestión ésta sería administrador aunque no se hubiesen inscrito las circunstancias de su nombramiento en el registro contable, por lo que a la sociedad, a los socios, o a los administradores que estuvieran en contra del nombramiento, les quedaría interponer una acción ante los Tribunales contra el citado nombramiento, con apoyo, entre otras cosas, en un incumplimiento de los estatutos sociales. Por otro lado, entendemos que la introducción de esta previsión en los estatutos sociales estaría haciendo más oneroso el ejercicio del derecho de representación de las minorías, al añadir un requisito adicional no previsto en la Ley.

### ***3.8.3. RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES***

El artículo 123.1 del TRLSC dispone que: *«Solo serán válidas frente a la sociedad las restricciones o condicionamientos a la libre transmisibilidad de las acciones cuando recaigan sobre acciones nominativas y estén expresamente impuestas por los estatutos»* y. el artículo 123.1 del RRM, contiene idéntica previsión redactada en otros términos.

El anterior artículo 123.1 del TRLSC, al referirse a acciones nominativas, debe ponerse en relación con los artículos 113.1 y 118.2 del mismo cuerpo legal. Así, el artículo 113.1 establece que: *«Las acciones representadas por medio de títulos podrán ser nominativas o al portador, pero revestirán necesariamente la forma nominativa mientras no haya sido enteramente desembolsado su importe, cuando su transmisibilidad esté sujeta a restricciones, cuando lleven aparejadas prestaciones accesorias o cuando así lo exijan disposiciones especiales»* y, en el artículo 118.2, referido a la forma de representación mediante anotaciones en cuenta, se afirma lo siguiente: *«Esta modalidad de representación de las acciones también podrá adoptarse en los supuestos de nominatividad obligatoria previstos por el artículo 113. En ese caso, cuando las acciones no hayan sido enteramente desembolsadas, o cuando lleven aparejadas prestaciones accesorias, tales circunstancias deberán consignarse en la anotación en cuenta»*.

De los anteriores artículos y, en concreto, del artículo 118.2, queda claramente patente que las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta admiten restricciones a su libre transmisibilidad, punto que ha sido cuestionado por algunos autores bajo la antigua regulación del TRLSA<sup>257</sup>, que era idéntica a la citada anteriormente. Dicho lo anterior, lo que sí es cierto es que, como acertadamente se ha señalado por los referidos autores<sup>258</sup>, es cuando menos sorprendente que el artículo 118.2 del TRLSC no incluya, entre las circunstancias que deben consignarse en la anotación en cuenta, la existencia de restricciones a la libre transmisibilidad y sólo haga referencia a los supuestos de que existan prestaciones accesorias o desembolsos pendientes. Lo anterior ha llevado a estos autores a afirmar que en la anotación contable no se consignaría la circunstancia de la existencia de restricciones a la libre

---

<sup>257</sup> DÍAZ MORENO, A. / PRÍES RICARDO, A. J., «Negocios sobre...», cit., pp. 339-340. Dichos autores señalan expresamente que: *«Desde luego, las acciones nominativas son títulos—valores, ya que la LSA se refiere a ellas siempre considerándolas como títulos, lo que nos permite plantear dudas sobre la eficacia frente a la sociedad de limitaciones a la libre transmisibilidad que versen sobre acciones representadas mediante anotaciones en cuenta»*.

<sup>258</sup> DÍAZ MORENO, A. / PRÍES RICARDO, A. J., «Negocios sobre...», cit., p.343, llaman la atención sobre el hecho de que en el art. 60.2 LSA *«no se mencione, entre las circunstancias que deben consignarse en la anotación en cuenta, que la transmisibilidad de las acciones se encuentre restringida»*.

transmisibilidad, mientras que algún otro autor, en esta misma línea, y sobre la base del artículo 49.1 del TRLSA (actual artículo 94.1 del TRLSC), que dispone que las acciones que tengan el mismo contenido de derechos constituyen una misma clase, ha concluido que al ser la limitación a la libre transmisibilidad una cláusula estatutaria, cuando ésta ocurre, afecta a todas las acciones de una misma clase y, por eso, no es necesario que conste en la anotación en cuenta puesto que ya consta en los estatutos sociales y en la propia escritura depositada en la entidad encargada del registro contable<sup>259</sup>. Respecto de este último autor, nos sorprende que diga que no es necesario hacer constar la restricción a la libre transmisibilidad en la anotación en cuenta argumentando que ya consta en la escritura depositada en la entidad encargada del registro contable, lo cual, no es coherente con el funcionamiento del registro contable, puesto que todas las características del valor que consten en el documento de emisión (y, la existencia de restricciones es una de ellas), en este caso, en la escritura, deben trasladarse al registro contable (artículo 6 de la LMV y su actual artículo 7 del TRLMV).

Respecto de las opiniones expuestas anteriormente, debemos mostrar nuestro desacuerdo con las mismas, en el sentido de que, en todo caso, la existencia de restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones deben hacerse constar en el registro contable (anotación en cuenta, como se refieren los mencionados autores) por los siguientes motivos: (i) el primero, ya apuntado anteriormente, porque una restricción a la libre circulación es una característica del valor y, como tal, debe figurar en el registro contable (artículo 7 del TRLMV); (ii) porque la existencia de restricciones a la libre circulación implica, necesariamente, que deba producirse el desglose de los valores afectados y la consiguiente inmovilización de los mismos (artículo 34.4 del RD 878/2015), con el fin de diferenciarlos del resto de los valores; (iii) porque las restricciones a la libre transmisibilidad tienen efectos frente a terceros, los cuales, deben conocerlas y, por tanto, deben inscribirse en el registro contable por los principios de

---

<sup>259</sup> MADRID PARRA, A., «Representación y transmisión de acciones...», cit., p. 175.

buena fe, protector del adquirente que a título oneroso y sin mala fe y culpa grave adquiere confiando en la exactitud del registro (artículo 11.3 del TRLMV); y de inoponibilidad a terceros de lo no inscrito (artículo 11.4 del TRLMV); y (iv), finalmente, porque aunque el artículo 118.2 del TRLSC no incluya entre las circunstancias que deben consignarse en la anotación en cuenta la existencia de restricciones a la libre transmisibilidad, y sólo haga referencia a los supuestos de que existan prestaciones accesorias o desembolsos pendientes, por analogía, consideramos que si se hacen constar las anteriores circunstancias igualmente, deben de hacerse constar las restricciones a la libre transmisibilidad.

Prueba de lo anterior es el hecho de que en el Procedimiento 120 «*Registro de Detalle*» de la Sociedad de Sistemas, al regular qué datos hay que suministrar para realizar una inmovilización de valores, se dispone expresamente: «*Se requerirá información relativa al motivo que origina la inmovilización y, en su caso, a los datos del certificado*». De lo anterior se puede inferir que, al emplear la palabra genérica «*motivo*», sin especificar nada más, cabe cualquier circunstancia que jurídicamente deba dar lugar a una inmovilización de valores.

Finalmente, cabe señalar que, una vez inscrita la restricción a la libre transmisibilidad y efectuado el consiguiente desglose de las acciones correspondientes, lo cual, es predicable respecto de valores admitidos a negociación en Bolsa, en el Mercado Alternativo Bursátil, y en el Mercado de Valores Latinoamericanos, éstos dejarán de ser objeto de negociación (artículo 42.3 del RD 878/2015).

### **3.9. LA CANCELACIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS Y OTROS GRAVÁMENES**

Para proceder a la cancelación de los derechos reales limitados según lo dispuesto en el artículo 55.2 del RD 878/2015, se exige, por un lado, la constancia del consentimiento del titular del derecho real limitado o gravamen, o bien, la acreditación

del hecho determinante de su extinción; y, por otro lado, la devolución de los certificados de legitimación que hubieran sido expedidos en el caso de que éstos no hubiesen perdido su vigencia.

La acreditación del hecho extintivo deberá realizarse mediante la presentación, ante la entidad encargada del registro contable, del documento acreditativo de la extinción. El titular del derecho real limitado también podrá renunciar al mismo solicitando la cancelación de su derecho a la entidad encargada del registro contable, en tanto que el deudor también podría solicitar a la entidad encargada la cancelación del derecho real, acreditando ante la misma, el pago de la deuda garantizada con dicho derecho.

### **3.10. LA AMORTIZACIÓN**

A la hora de abordar la cuestión de la amortización de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, el RD 878/2015 distingue entre amortización de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación y amortización de valores que no están admitidos a negociación en dichos mercados o sistemas. Dado que el objeto de la tesis es el sistema del registro contable de los valores admitidos a negociación, nos centraremos en el análisis de la amortización de éstos, si bien, cabe señalar que la regulación de la amortización para ambos es prácticamente idéntica.

La regulación de la amortización de los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación se encuentra contenida en el artículo 43 del RD 878/2015, en el cual, se contemplan tres supuestos que analizaremos a continuación.

En el supuesto de que se trate de una reducción de capital con amortización de acciones se requerirá que se presente ante el depositario central de valores una copia de la escritura de reducción, debidamente inscrita en el Registro Mercantil. Una vez

presentada, el depositario procederá a dar de baja en las cuentas de las entidades participantes los correspondientes valores afectados, y dirigirá las comunicaciones necesarias a éstas que adeudarán los valores en las cuentas de sus clientes.

Si se trata de una amortización por pago de obligaciones u otros valores representativos de deuda, una vez producido el pago a través de la entidad participante, ésta lo comunicará al depositario central de valores que procederá a dar de baja los correspondientes valores, comunicándolo a la entidad participante para que los adeude en las cuentas de sus clientes.

Finalmente, en los restantes supuestos de amortización de valores, será preciso acreditar ante el depositario central de valores el consentimiento del titular a dicha extinción, o bien el documento fehaciente que demuestre la extinción de los mismos.

En relación con el supuesto de amortización por pago de obligaciones u otros valores representativos de deuda, resulta relevante, desde un punto de vista del registro contable, traer a colación la regulación contenida en el artículo 315 del RRM, en el que se contiene el procedimiento a seguir para efectuar la cancelación en el Registro Mercantil de emisiones de obligaciones representadas por anotaciones en cuenta, y así dispone que, para que se practique la cancelación total de los valores de una emisión, será necesario que se presente certificación expedida por la entidad encargada del registro contable en la que conste la cancelación total o parcial. Este artículo resulta de aplicación a todas aquellas emisiones de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda que consten en escritura pública y que se hubiesen inscrito en el Registro Mercantil por no cumplir los requisitos previstos en el artículo 41 del TRLMV para exceptuarse del otorgamiento de escritura pública.

Pues bien, en estos casos, no sería posible que la entidad encargada del registro contable llevase a cabo la amortización sin que se le hubiese presentado la correspondiente escritura inscrita en el Registro Mercantil. Ahora bien, como hemos visto, el artículo 315 del RRM exige que se le acredite la cancelación total por parte de la entidad encargada del registro contable, de manera nos encontramos en un círculo

vicioso por lo que, para solucionarlo, lo que se hace en la práctica es que la entidad encargada expide un certificado por el que acredita el bloqueo, no la amortización ni cancelación, de las obligaciones que posteriormente se amortizarán, el cual, se presenta en el Registro Mercantil para que proceda a la inscripción de la escritura.

Con lo anterior queremos poner de manifiesto que la redacción del artículo 315 del RRM no es la más acertada en el caso de amortización de obligaciones representadas por anotaciones en cuenta e inscritas en el Registro Mercantil, puesto que, el registro de titularidades de esas obligaciones realmente es el registro contable llevado por la entidad encargada del mismo, no el Registro Mercantil, por lo que a quien se le tiene que acreditar la desaparición definitiva de las obligaciones es a la entidad encargada del registro contable no al Registro Mercantil. Por ello, desde nuestro punto de vista, consideramos que sería más acertado que el artículo 315 del RRM hablase de que la entidad encargada del registro contable expedirá un certificado de bloqueo de los valores y no certificado de cancelación total o parcial.

Dicho lo anterior, conviene señalar que la consecuencia práctica y jurídica de una amortización de valores es que éstos desaparecen del registro contable correspondiente, esto es, dejan de existir, por lo tanto, como podemos comprobar, una amortización de valores tiene implicaciones jurídicas de gran calado. Dada la importancia de las consecuencias de este acto, dedicamos un apartado específico a abordar las amortizaciones que se producen por error.

### ***3.10.1. AMORTIZACIONES POR ERROR***

La cancelación de la anotación en cuenta también puede producirse por error de la entidad encargada del registro contable, por destrucción o sustracción del soporte (se entiende que es el soporte informático), o por otras actuaciones fraudulentas.

En los casos anteriores, será preciso que la entidad encargada del registro contable restablezca el derecho al titular del mismo, y rectifique el registro de conformidad con

lo dispuesto en el artículo 24.1 del RD 878/2015, el cual, permite que la entidad encargada del registro contable, sin necesidad de resolución judicial, rectifique los errores puramente materiales o aritméticos, ya que fuera de estos casos, será necesaria una resolución judicial. En relación con lo anterior, y haciendo una comparativa con la regulación portuguesa, el artículo 79 del Securities Code contempla la posibilidad de que las inscripciones en el registro contable puedan ser modificadas por la entidad encargada del registro contable, bien de oficio o bien a instancia de la parte interesada, todo ello, dentro del plazo fijado al efecto. A este respecto, estimamos que el hecho de que las inscripciones registrales puedan ser modificadas sin la intervención de un juez da un menor grado de seguridad y protección al titular registral, ya que no debemos olvidar que nos encontramos ante un registro contable que lo que acredita son derechos reales frente a terceros, por lo que hay que ser excesivamente cauto, jurídicamente hablando, a la hora de modificar las inscripciones registrales y esa mayor cautela se consigue, sin lugar a dudas, con la intervención de un juez. Por otro lado, según el referido artículo 79, la rectificación de las inscripciones, en el caso de que se produzca, tiene efectos retroactivos desde la fecha en que se produjo la inscripción que es modificada, sin perjuicio de que quedan a salvo los derechos adquiridos por terceros de buena fe, se entiende, que confiando en la exactitud del registro contable. El plazo fijado por el artículo 79 del Securities Code para recurrir los actos de inscripción ante los Tribunales es de 90 días desde que se tuvo conocimiento del hecho que da lugar al recurso, si bien, ese plazo de 90 días debe estar, en todo caso, comprendido dentro de los tres años desde que se produjo la inscripción. Con esta redacción, lo que se deduce es que transcurridos esos tres años, aunque exista un error en la inscripción, si éste se descubre una vez transcurrido el citado plazo, no se podría recurrir la inscripción.

Volviendo a la regulación española, para proceder a la rectificación de los errores mencionados anteriormente, la entidad encargada del registro contable deberá basarse en la información que, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 29 del RD 878/2015, debe conservar durante diez años, la cual, debe permitirle comprobar que se trata de un error y reconstruir los asientos practicados a nombre de cada titular.

En relación con esa obligación de conservar la documentación que permite reconstruir los asientos contables, nos gustaría señalar que ésta es la única referencia que se contiene a la reconstrucción de los asientos contables en caso de que por cualquier circunstancia desaparezcan los registros de anotaciones en cuenta. La legislación portuguesa contiene, en cambio, una regulación un poco más detallada en el artículo 51 del Securities Code, según el cual, en caso de destrucción o pérdida de los valores, sea cual fuere su forma de representación, la reconstrucción se tendrá que hacer por la entidad que estuviera a cargo del registro contable o depósito de los valores en colaboración con el emisor, a partir de los documentos y registros informáticos anteriormente existentes y que se hubieran conservado. El proceso de reconstrucción debe ser publicado y comunicado a cada posible tenedor y éste sólo se podrá llevar a cabo una vez transcurridos 45 días, durante los cuales, cualquier interesado podrá oponerse a la reconstrucción y solicitar la *«judicial reform»*, concepto este último que el referido artículo 51 no aclara expresamente, si bien, parece deducirse que se trata de la intervención del juez en el proceso de reconstrucción de los asientos contables.

En el supuesto de que, por cualquier causa, no existiera la información que permitiera a la entidad encargada reconstruir el registro contable, entonces, el titular afectado por el error debería acudir a un proceso judicial para demostrar que era el titular de unos valores que, indebidamente, le quitaron y conseguir la correspondiente sentencia declarativa de su titularidad y de la consiguiente responsabilidad de la entidad encargada por el error cometido. Dicha responsabilidad se encuentra prevista en el artículo 8.4 del TRLMV y en el artículo 28.4 del RD 878/2015, en virtud de los cuales, la entidad responsable procederá a adquirir valores de las mismas características para su entrega al perjudicado siempre que ello sea posible razonablemente. En este caso, al consistir el perjuicio en la privación de determinados valores la responsabilidad de la entidad encargada se podría hacer efectiva en especie siempre que ello sea posible y, en el caso de que no sea posible, tendría que entrar en juego una compensación en dinero. La entrega de otros valores de características similares no impide que tenga lugar una indemnización por los daños y perjuicios sufridos por la privación de los valores y,

específicamente, que tengan lugar responsabilidades administrativas o de otro orden (artículo 28.5 del RD 878/2015)<sup>260</sup>.

### **3.11. LA RECTIFICACIÓN DE INSCRIPCIONES: EL CASO DE LA OFERTA PÚBLICA DE SUSCRIPCIÓN DE ACCIONES DE BANKIA**

En este apartado abordaremos el análisis del artículo 24.1 del RD 878/2015 a través del estudio de dos Sentencias del Tribunal Supremo, números 23 y 24/2016, de 3 de febrero, dictadas en el caso de la oferta pública de suscripción de acciones de Bankia del año 2011.

El registro contable de los valores anotados se encuentra bajo la salvaguarda de los Tribunales, y así viene establecido en el 24.1 del RD 878/2015 al disponer que: *«la entidad encargada del registro contable sólo podrá rectificar las inscripciones inexactas en virtud de resolución judicial, salvo en el caso de errores puramente materiales o aritméticos que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento en cuya virtud se haya practicado la inscripción»*. A este respecto, el término *«inscripciones inexactas»* utilizado por el artículo 24.1 del RD 878/2015 para referirse a los casos de rectificaciones operadas por resolución judicial, no se refiere únicamente, y bajo nuestro punto de vista, a los casos de corrección de errores en una inscripción, puesto que, si así fuera, el legislador hubiera utilizado el término de *«inscripciones erróneas»*, sino que bajo el mismo entendemos que están incluidos los casos de modificaciones de la titularidad operadas por una resolución judicial, como es el caso de las dos Sentencias del Tribunal Supremo que vamos a analizar a continuación, las cuales, constituyen un excelente ejemplo de rectificación del registro contable de valores anotados y, decimos bien cuando nos referimos a rectificación del registro contable ya que, como veremos, las dos Sentencias del Tribunal Supremo

---

<sup>260</sup> ESPINA, D., *«Las anotaciones en cuenta...»*, ob., cit., pp. 373-374.

vienen a declarar la nulidad del contrato de suscripción de acciones en el marco de la oferta pública de suscripción lanzada por Bankia en el año 2011, con efectos «*ex tunc*», esto es, desde siempre, lo que significa que los valores suscritos por los demandantes en el marco de dicha oferta nunca debieron estar inscritos a su nombre sino al nombre de Bankia, lo que supone, sin lugar a dudas, que ahora, dictadas las Sentencias, tenga que realizarse una rectificación de las inscripciones que constan en el registro contable, encajando dicha rectificación, en la regulación del referido artículo 24 del RD 878/2015.

Ambas Sentencias están dictadas en el seno de los procedimientos que resuelven los recursos extraordinarios por infracción procesal y de casación interpuestos por Bankia contra la resolución dictada por la Audiencia Provincial de Valencia (la sentencia 23/2016) y la Audiencia Provincial de Oviedo (la sentencia 24/2016) y, ambas Sentencias desestiman los recursos interpuestos por Bankia y condenan a ésta a recomprar los valores que habían sido suscritos por los demandantes en la oferta pública de suscripción y a abonarles los intereses legales correspondientes.

Lo realmente interesante de ambas sentencias es la *ratio decidendi* de las mismas puesto que, al contrario de lo que podía pensarse, no se fundamentan en la responsabilidad civil del emisor derivada de las inexactitudes o falsedades en el folleto informativo (artículo 38 del TRLMV) sino en la acción de nulidad contractual por vicio en el consentimiento (artículos 1.300 y 1.303 del CC), lo cual, parece que va en contra del principio de que la ley especial prevalece sobre la ley general.

A propósito de lo anterior, la sentencia 23/2016 justifica del siguiente modo el hecho de que se aplique la ley general (acción de nulidad en el contrato por vicio en el consentimiento) sobre la especial: *«Aunque los arts. 28.2 de la LMV y 36 del RD 1310/2005 fijan una responsabilidad específica por la información ofrecida en el folleto por los daños y perjuicios que cause a los titulares de los valores adquiridos cuando tales informaciones sean falsas o por omisiones de datos relevantes, atribuible a los firmantes del folleto, sus garantes, emisores y sus administradores, ello no excluye la posibilidad de ejercitar una acción de nulidad contractual por vicio estructural*

(artículos 1265, 1266 y 1300 Código Civil), pues al fin y al cabo, la suscripción de nuevas acciones es un negocio jurídico que debe cumplir los requisitos de validez de todo contrato y especialmente los que validan la emisión del consentimiento como elemento esencial de su perfeccionamiento.».

Por su parte, la Sentencia 24/2016 viene a reconocer que diversas resoluciones de Audiencias Provinciales, así como un sector de la doctrina científica, consideran que la declaración de nulidad de un contrato de suscripción de acciones supone, de facto, anular el aumento de capital social y consideran que la anulación de la adquisición de las acciones objeto de una oferta pública de suscripción no es posible por lo previsto en el artículo 56 del TRLSC, ya que éste establece una relación tasada de las causas de nulidad de la sociedad entre las que no se encuentran los vicios del consentimiento y, por ello, sostienen que habría que acudir exclusivamente a la responsabilidad por daños y perjuicios prevista en las normas sobre el folleto informativo (artículo 38.3 del TRLMV y 36 del RD 1310/2005), pues no cabría una acción de nulidad contractual por vicios del consentimiento. Señala la Sentencia que en nuestro Derecho interno, los desajustes entre la normativa societaria, fundamentalmente, el artículo 56 del TRLSC y la normativa del mercado de valores, básicamente, el artículo 38 del TRLMV provienen, a su vez, de que, en el Derecho Comunitario europeo, las Directivas sobre folleto, transparencia y manipulación del mercado, por un lado, y las Directivas sobre sociedades, por otro, no están coordinadas. No obstante lo anterior, de la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 19 de diciembre de 2013 (TJCE 2013, 388) (asunto C-174/12, caso Alfred Hirmann contra Immofinanz AG), se desprende que las normas sobre responsabilidad por el folleto y por los hechos relevantes son «*lex specialis*» respecto de las normas sobre protección del capital para las sociedades cotizadas.

Según la interpretación del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, el accionista-demandante de la responsabilidad por folleto ha de ser considerado un tercero, por lo que su pretensión no tiene «*causa societatis*», de manera que no le son de aplicación las normas sobre prohibición de devolución de aportaciones sociales. De

acuerdo con la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea anteriormente referida, el Derecho de la Unión no se opone a una normativa nacional que establezca la responsabilidad de una sociedad anónima como emisora frente a un adquirente de acciones de dicha sociedad por incumplir las obligaciones de información previstas en las Directivas comunitarias, y que obligue a la sociedad a reembolsar al adquirente el importe correspondiente al precio de adquisición de las acciones y a hacerse cargo de las mismas, que es a lo que se condenó a Bankia sobre la base de la nulidad del contrato por vicio en el consentimiento. Por tanto, los acreedores de la sociedad no están protegidos hasta el punto de que la sociedad no pueda contraer deudas de resarcimiento, lo cual, abre la puerta a que aunque la previsión legal parezca apuntar prioritariamente a la acción de responsabilidad civil por inexactitud en el folleto, exista también la posibilidad de la nulidad contractual por error-vicio del consentimiento (artículos 1.300 y 1.303 del CC) cuando concurren los requisitos previstos para su apreciación. En estos casos, aunque no se trata de una acción de resarcimiento propiamente dicha, los efectos prácticos que tiene la declaración de nulidad de un contrato de suscripción de acciones, esto es, la restitución de lo pagado por las acciones y la restitución de éstas a la sociedad emisora para que pueda amortizarlas, son equiparables a los de una acción de resarcimiento.

Centrándonos en el tema del error-vicio en el consentimiento, es doctrina jurisprudencial de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo, al interpretar el artículo 1.266 del CC, que para que el error invalide el consentimiento como elemento esencial de un contrato es necesario que concurren los siguientes requisitos: (i) que el error recaiga sobre la cosa que constituye el objeto del contrato o sobre aquellas condiciones que principalmente hubieran dado lugar a su celebración, de modo que se revele paladinamente su esencialidad; (ii) que el error no sea imputable a quien lo padece; (iii) que exista un nexo causal entre el error y la finalidad que se pretendía en el negocio jurídico concertado; y (iv) que se trate de un error excusable, en el sentido de que sea inevitable, no habiendo podido ser evitado por el que lo padeció mediante el empleo de una diligencia media o regular.

Conviene traer a colación en este momento la Sentencia del Tribunal Supremo número 689/2015, de 16 de diciembre, ya que hace un compendio de la reciente jurisprudencia en la materia del error-vicio en el consentimiento y así, dispone lo siguiente: *«Hay error vicio cuando la voluntad del contratante se forma a partir de una creencia inexacta. Es decir, cuando la representación mental que sirve de presupuesto para la realización del contrato es equivocada o errónea. En primer término, para que quepa hablar de error vicio es necesario que la representación equivocada merezca esa consideración, lo que exige que se muestre, para quien afirma haber errado, como suficientemente segura y no como una mera posibilidad dependiente de la concurrencia de inciertas circunstancias. El art. 1266 del CC dispone que, para invalidar el consentimiento, el error ha de recaer -además de sobre la persona, en determinados casos- sobre la sustancia de la cosa que constituye el objeto del contrato o sobre aquellas condiciones de la cosa que principalmente hubieren dado motivo a celebrarlo, esto es, sobre el objeto o materia propia del contrato. Además el error ha de ser esencial, en el sentido de proyectarse, precisamente, sobre aquellas suposiciones - respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato- que hubieran sido la causa principal de su celebración, en el sentido de causa concreta o de motivos incorporados a la causa. Es cierto que se contrata por razón de determinadas percepciones o representaciones que cada contratante se hace sobre las circunstancias -pasadas, concurrentes o esperadas- y que es en consideración a ellas que el contrato se le presenta como merecedor de ser celebrado. Sin embargo, si dichos motivos o móviles no pasaron, en la génesis del contrato, de meramente individuales, en el sentido de propios de uno solo de los contratantes o, dicho con otras palabras, no se objetivaron y elevaron a la categoría de causa concreta de aquel, el error sobre ellos resulta irrelevante como vicio del consentimiento... Las circunstancias erróneamente representadas pueden ser pasadas, presentes o futuras, pero, en todo caso, han de haber sido tomadas en consideración, en los términos dichos, en el momento de la perfección o génesis de los contratos...El error vicio exige que la representación equivocada se muestre razonablemente cierta, de modo que difícilmente cabrá admitirlo cuando el funcionamiento del contrato se proyecta sobre el futuro con un*

*acusado componente de aleatoriedad, ya que la consiguiente incertidumbre implica la asunción por los contratantes de un riesgo de pérdida, correlativo a la esperanza de una ganancia. Aunque conviene apostillar que la representación ha de abarcar tanto al carácter aleatorio del negocio como a la entidad de los riesgos asumidos, de tal forma que si el conocimiento de ambas cuestiones era correcto, la representación equivocada de cuál sería el resultado no tendría la consideración de error. Por otro lado, el error ha de ser, además de relevante, excusable. La jurisprudencia valora la conducta del ignorante o equivocado, de tal forma que niega protección a quien, con el empleo de la diligencia que era exigible en las circunstancias concurrentes, habría conocido lo que al contratar ignoraba y, en la situación de conflicto, protege a la otra parte contratante, confiada en la apariencia que genera toda declaración negocial seriamente emitida.».*

Partiendo de lo anterior, ambas Sentencias del Tribunal Supremo se hacen eco de las graves inexactitudes que se contenían en el folleto informativo ya que en el mismo constaba como dato relevante de solvencia un beneficio anunciado de 309 millones de euros, mientras que las cuentas reformuladas de Bankia del ejercicio 2011 reflejaban una pérdida real y efectiva de 3.030 millones de euros, por lo que dichas cuentas reformuladas determinaban que la situación financiera narrada en el folleto informativo y las perspectivas del emisor no fueron reales y no reflejaban, por tanto, ni la imagen de solvencia publicitada y divulgada, ni la situación económico financiera real. En este sentido, la Sentencia 23/2016 dice textualmente: «La incorrección, inveracidad, inexactitud o los errores contables sobre esos datos publicitados en el folleto, lleva a concluir que la información económica financiera contable divulgada al público suscriptor resultó inexacta e incorrecta en aspectos relevantes, primordiales y sustanciales como son los beneficios y las pérdidas de la sociedad emisora; por tanto, se vulneró la legislación expuesta del Mercado de Valores.». Respecto de esto último, resulta cuando menos curioso que el Tribunal Supremo afirme que se vulneró la legislación del mercado de valores y luego no base sus sentencias en la responsabilidad civil por irregularidades en el contenido del folleto.

Ambas sentencias concluyen que concurren los presupuestos necesarios para apreciar la existencia de un error en el consentimiento ya que: (i) se anunció y explicitó públicamente al inversor una situación de solvencia con relevantes beneficios netos y con buenas perspectivas económicas que resultaron no ser reales; (ii) esos datos económicos, al encontrarnos ante un contrato de inversión, constituían los elementos esenciales de dicho negocio jurídico, ya que con tales datos, el inversor evaluaba su decisión de suscripción, resultando obvia la representación que se hacía el inversor, ante esa información divulgada: *iba a ser accionista de una sociedad con claros e importantes beneficios* cuando, realmente, estaba suscribiendo acciones de una sociedad con pérdidas millonarias; (iii) siendo contratos de inversión donde prima la obtención del rendimiento en forma de dividendos, la comunicación pública de unos beneficios millonarios resultaba determinante en la captación y prestación del consentimiento; y (iv), finalmente, el requisito de excusabilidad es patente ya que la información está confeccionada por el emisor en el seno de un proceso de autorización del folleto, y por ende de viabilidad de la oferta pública, supervisado por un organismo público, lo cual, sin lugar a dudas, generaba confianza y seguridad jurídica en el inversor.

Con carácter adicional a lo anterior, las sentencias tienen además en cuenta el hecho de que como se trataba de la salida a Bolsa de una entidad que hasta ese momento no estaba admitida a negociación y, por tanto, que no tenía una historia previa de cotización, el folleto se convertía en el único medio informativo con el que contaba el inversor para evaluar los activos y pasivos de la entidad emisora, su situación financiera, sus beneficios y pérdidas, así como las perspectivas del emisor y de los derechos inherentes de dichas acciones y, en consecuencia, adoptar su decisión. Por consiguiente, el nexo de causalidad era evidente puesto que el folleto se publicaba para que los potenciales inversores tomaran su decisión.

Como consecuencia de la apreciación de dicho error en el consentimiento el Tribunal Supremo, en ambas sentencias, declaró la nulidad del contrato de suscripción de acciones con efectos *«ex tunc»* y, en consecuencia, condenó a Bankia a recomprar a los inversores los valores suscritos por éstos en la oferta pública de suscripción,

pagándoles el importe invertido más los intereses legales correspondientes, lo que dio lugar, como mencionamos anteriormente, a una rectificación del registro contable operada por una sentencia judicial para que los valores pasaran de estar inscritos a nombre de los inversores a estar inscritos a nombre de Bankia.

## 3.12. LOS CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN

### ***3.12.1.DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO. DIFERENCIACIÓN RESPECTO DE OTRAS FIGURAS***

A modo de cierre de este capítulo abordaremos el tema de los certificados de legitimación como la forma que tienen los titulares de valores de acreditar frente a terceros las inscripciones que se hayan producido en el registro contable.

El contenido del registro contable no es público, por ello, para darlo a conocer a los terceros a efectos de, por ejemplo, acreditar la titularidad de unos valores o la existencia de un embargo o gravámen constituido sobre los mismos, se emiten los certificados de legitimación (artículo 19.1 del RD 878/2015).

Los certificados de legitimación son un sucedáneo o traslado de la legitimación registral<sup>261</sup>, esto es, un medio auxiliar de prueba escrita del contenido del registro contable<sup>262</sup>, de manera que a través de los certificados de legitimación, el titular de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta puede acreditar su legitimación para poder transmitirlos o para ejercer los derechos derivados de los mismos. Asimismo, también se pueden expedir certificados que acrediten: (i) la existencia de embargos judiciales o administrativos, (ii) la constitución de prendas u

---

<sup>261</sup> VARA DE PAZ, N., «*La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta*», Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, junio de 2007, p. 22.

<sup>262</sup> RECALDE CASTELLS, A., «*La desmaterialización de los valores privados en España...*», cit., pp. 3.144 y ss.

otros derechos reales limitados, y (iii) cualquier otro acto o circunstancia que haya tenido acceso al registro.

Los certificados de legitimación no deben confundirse con los «*certificados de inscripción*» que deben expedir las entidades encargadas del registro contable al realizar una inscripción, y que solamente acreditan la formalización de la anotación y su identificación, por lo que no acreditan la titularidad sobre los derechos anotados ni acreditan el estado del valor en un momento posterior al de su expedición. Tampoco hay que confundirlos con los «*extractos de valores*» que, en cumplimiento de las obligaciones de información contractuales, expiden las entidades encargadas del registro contable, los cuales, acreditan el saldo de valores del titular en el momento de la expedición, pero carecen de función de legitimación para el ejercicio de derechos. En definitiva, tanto el «*certificado de inscripción*» como el «*extracto de valores*» son documentos justificativos de la existencia o titularidad de los valores en el registro de la entidad encargada del mismo en el momento de su expedición pero no en ningún momento posterior, mientras que los «*certificados de legitimación*» son los documentos que, de conformidad con la legislación, acreditan durante su plazo de vigencia la titularidad sobre los derechos derivados de los valores anotados<sup>263</sup>, y las demás circunstancias a las que se refieran, y ello es así porque la expedición de los certificados de legitimación conlleva el bloqueo de los valores afectados, lo que garantiza que las concretas circunstancias reflejadas en el certificado no se modifiquen.

Los certificados de legitimación tampoco deben confundirse con los denominados «*certificados de posición*» que no están contemplados como tal en la regulación puesto que se trata de unos documentos expedidos por la Sociedad de Sistemas para acreditar, respecto de un determinado valor, la posición que tiene cada una de las entidades participantes en sus registros de detalle. Dichos certificados se emiten, por ejemplo, a solicitud de una entidad emisora en los supuestos de reversión de anotaciones en cuenta a títulos físicos, con el fin de que ésta pueda conocer entre qué entidades participantes

---

<sup>263</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*El valor anotado en cuenta...*», cit., pp. 867 y 868.

está registrado el valor y el saldo global que tiene registrado cada una de ellas. Estos certificados de posición también están muy vinculados al ejercicio de los derechos económicos que tienen su origen en diversas operaciones financieras (reducciones de capital social mediante la disminución del valor nominal con desembolso de efectivo para el accionista; abono de dividendos e intereses; cobro de dividendos pasivos, suscripciones preferentes, etc.), debido a que dichos derechos se ejercitan por los titulares de valores a través de la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes en cuyos registros estén inscritos los valores afectados (artículo 23.1 del RSS).

Los certificados de posición recogen por tanto, la posición global neta de las entidades participantes respecto de un determinado valor a una fecha concreta, y sirven para acreditar ante la entidad emisora los derechos que les corresponden en una operación financiera. El antiguo ROF, en su artículo 25.2, disponía lo siguiente en relación con los certificados de posición: *«El S.C.L.V. generará certificados de posición para cada entidad participante en los casos en que la percepción de un derecho se aplique al conjunto de los valores de una misma emisión y en proporción tal que pueda basarse en la posición global de la entidad. Estos certificados recogerán la posición de la entidad en el momento de su emisión y legitimarán a la entidad participante para el ejercicio de los derechos correspondientes ante la sociedad emisora o entidad agente designada»*.

Conviene precisar que las entidades participantes están legitimadas para ejercer el derecho en nombre y por cuenta de los titulares de los valores, lo que significa que, si una vez que la entidad participante correspondiente ha recibido el montante económico no lo entrega al titular de los valores, éste puede reclamar su derecho a la entidad participante incumplidora y no a la emisora o a la entidad agente que ya ha cumplido<sup>264</sup>. No obstante, antes de proceder al cumplimiento, la emisora o el agente de pagos,

---

<sup>264</sup> VARA DE PAZ, N., «La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados...», ob., cit., p.12.

comprobará la equivalencia del contenido del certificado de posición con el total de la emisión de que se trate<sup>265</sup>.

Presentado el certificado de posición, la entidad emisora cumple frente a las entidades participantes utilizando los medios técnicos que la Sociedad de Sistemas pone a disposición de las entidades participantes. Así pues, si se trata de una operación financiera de reducción de capital social mediante la disminución del valor nominal con desembolso de efectivo o un abono de dividendos e intereses, la Sociedad de Sistemas procederá a cargar el importe de dicha operación en la cuenta de efectivo de la entidad emisora o de su entidad agente en el Banco de España, y a realizar el correspondiente abono en las cuentas de efectivo de las entidades participantes en el Banco de España, las cuales, posteriormente, realizarán el abono a los titulares de los valores. En el caso contrario de que sea el emisor el que tenga que recibir el importe, por ejemplo, en el cobro de dividendos pasivos o en el caso de desembolso por el ejercicio de derechos de suscripción, la Sociedad de Sistemas procederá a abonar el importe en la cuenta de efectivo en el Banco de España de la entidad agente o de la entidad emisora y a cargarlo en las cuentas de efectivo en el Banco de España de las entidades participantes, quienes a su vez lo cargarán a los titulares de los valores.

Volviendo al concepto de los certificados de legitimación, éstos no son títulos-valores<sup>266</sup>, es decir, no están destinados a la circulación ni tampoco incorporan los derechos<sup>267</sup>, su finalidad es única y exclusivamente la de legitimar, y es por ello por lo que el TRLMV (artículo 14.2) y el RD 878/2015 (artículo 21) declara que son nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados<sup>268</sup> y que dichos certificados no confieren más derechos que los relativos a la legitimación. A este respecto, la doctrina percibió los certificados de legitimación con cierto recelo puesto que podían

---

<sup>265</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta», Madrid, 2004, p. 313.

<sup>266</sup> SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores Informatizados», cit., p. 67.

<sup>267</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «Derecho del mercado financiero», cit., p. 194.

<sup>268</sup> A este respecto, destacamos la opinión del autor SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», ob., cit. p. 3567, que señala que «puesto que el certificado no incorpora el contenido de los valores anotados no puede ser objeto autónomo de circulación en el tráfico jurídico».

constituir una puerta de acceso a la reincorporación del derecho al título, por eso, se diseñó este régimen cauteloso tendente a evitar que esos certificados se convirtieran en nuevos títulos-valores<sup>269</sup>.

En la regulación italiana, en la cual, también se contempla la expedición de certificados (no expresamente calificados como certificados de legitimación) por los «*intermediaries*» (entidades similares a las entidades participantes), se contienen los mismos principios en el artículo 83 quinquies, apartado tercero, de la Consolidated Law on Finance «*Disposition instructions given in relation to the aforementioned certificates shall be null and void*». En otras legislaciones de nuestro entorno como la portuguesa, también se contempla la expedición de certificados por parte de las entidades encargadas de los registros contables para acreditar la propiedad de los valores y la existencia de derechos reales limitados (artículo 78 del Securities Code).

En definitiva, los certificados de legitimación tienen una mera finalidad instrumental, y constituyen un medio de prueba privilegiado de la existencia de los derechos, aunque no son indispensables para la transmisión o el ejercicio de los mismos, de hecho, el propio artículo 24.1 del RSS señala que los certificados se utilizarán en los supuestos en los que se requiera una acreditación especial para dicha transmisión o ejercicio de derechos por realizarse fuera de los cauces o procedimientos generales desarrollados al efecto. No debemos olvidar tampoco que la legitimación en sí misma considerada reside y surge del registro contable, siendo por tanto los certificados un vehículo de esa legitimación<sup>270</sup>. De hecho, en el ejercicio de los derechos económicos, los certificados de legitimación no juegan ningún papel, no sólo porque puede darse la circunstancia de que no se hayan emitido, puesto que se emiten a solicitud del titular, sino porque aún en el caso de que se hubiesen emitido, los certificados de legitimación legitiman al titular y no a las entidades participantes respecto de las cuentas de detalle.

---

<sup>269</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...*», cit., p. 236; RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «*Instrumentación y gestión de los valores...*», cit., p., 54.

<sup>270</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «*Un nuevo registro jurídico de bienes...*», cit., p. 1.223.

### 3.12.2. CONTENIDO

El contenido que deben tener los certificados de legitimación viene explícito en el artículo 19.1 del RD 878/2015, según el cual, en los certificados ha de hacerse constar: (i) la identidad del titular de los valores y, en su caso, del titular de los derechos reales limitados o gravámenes; (ii) la identidad del emisor y de la emisión; (iii) la clase; (iv) el valor nominal; (v) el número de valores que comprenda el certificado; (vi) la fecha de expedición; (vii) la finalidad; y (viii) el plazo de vigencia.

Con anterioridad a la entrada en vigor de la reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores español, esto es, del RD 878/2015, en los certificados de legitimación tenían que constar, con carácter adicional a todo lo mencionado anteriormente, las referencias de registro (artículo 18.1 del RD 116/1992).

Las referencias de registro eran códigos alfanuméricos generados por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en cada compra o cambio de titularidad, y su aportación era imprescindible para liquidar las ventas puesto que era el medio para justificar la existencia previa de valores<sup>271</sup> por parte del vendedor. Se utilizaban para todas las clases de valores negociados en Bolsa excepto para los derechos de suscripción. La composición de las referencias de registro y las reglas aplicables para expedirlas eran fijadas por la Sociedad de Sistemas<sup>272</sup>. La referencia de registro estaba compuesta por 15 dígitos que la Sociedad de Sistemas gestionaba con el fin de amparar los saldos de cada valor de las entidades participantes, permitiéndose así la identificación individualizada de cada transacción (artículo 32 del RD 116/1992)<sup>273</sup>.

---

<sup>271</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p. 34; GONZÁLEZ PUEYO, J., «*Proceso de consolidación...*», ob., cit., p. 38.

<sup>272</sup> OFICINA DE ATENCIÓN AL INVERSOR DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Guía de órdenes de valores*», mayo 2011, p. 43.

<sup>273</sup> SALINAS ADELANTADO, C., «*El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*», Valencia, 1996, p. 176.

Las referencias de registro mantenían un estrecho vínculo con el sistema de registro de doble escalón y, así, por lo que se refiere al registro de detalle, la especificación de las titularidades singulares pasaba por la adjudicación a favor del titular, de la referencia o referencias que amparaban los valores correspondientes<sup>274</sup>, de manera que la referencia de registro permitía relacionar un conjunto de valores con la entidad participante en cuyo registro de detalle estaban registrados los mismos<sup>275</sup>.

Las referencias de registro tenían un carácter mutable debido a que identificaban, con carácter general, siempre la transacción y no el valor, de manera que cada vez que se realizaba una transacción la referencia de registro era distinta aunque se hubiese hecho sobre el mismo valor. Los supuestos en los que la referencia de registro sí identificaba a los valores eran aquéllos en los que se había constituido algún derecho real o gravamen sobre el valor de manera que debía procederse a la inmovilización y al desglose del mismo<sup>276</sup>. Así, mientras continuase la situación que produjo la inmovilización y el desglose, no podrían transmitirse los valores y, en consecuencia, la referencia de registro que identificaba la transacción pasaba a identificar también los valores sobre los que se realizó el desglose<sup>277</sup>.

La reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores español ha dado lugar a la desaparición de las referencias de registro como herramienta de control en el registro contable de los valores de renta variable, siendo sustituidas por un sistema de registro basado en saldos<sup>278</sup> y, en este sentido, el RD 878/2015 ya no contiene un precepto análogo al artículo 32 del RD 116/1992.

---

<sup>274</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto...», ob., cit., p. 2846.

<sup>275</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «Instrumentación y gestión de los valores...», cit., p.163.

<sup>276</sup> *Ibid.*, p. 168.

<sup>277</sup> HORNA VIEDMA, S., «En torno a la notificación de la pignoración de acciones», RdS, núm.1, 1994, pp. 136-139. Este autor señalaba que cuando se constituía un derecho de prenda se producía la inmovilización tanto de la referencia de registro como de la anotación en cuenta, ya que si la referencia de registro no se inmovilizaba, se podría transmitir y cambiaría su numeración perdiéndose, por tanto, la identificación de la misma.

<sup>278</sup> BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, «Cambios para los emisores», octubre 2015, Madrid, p. 4.

A este respecto, esta desaparición de las referencias de registro ya venía apuntada desde los comienzos del diseño del que sería el nuevo Sistema Compensación, Liquidación y Registro de Valores español tanto por la Ley 32/2011<sup>279</sup>, como por la CNMV y el Banco de España que, en su informe conjunto titulado «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*», de diciembre de 2007<sup>280</sup>, ya señalaban la conveniencia de revisar y, en su caso, modificar el (página 52) «*seguimiento numérico de titularidades basado en la justificación previa a la liquidación de las referencias numéricas discretas, las RR, de cada operación a liquidar, reemplazándolo por otro sistema de seguimiento numérico de las operaciones más ágil y flexible, que puede estar basado en un sistema de saldos*». Posteriormente, la CNMV, en el documento sometido a consulta pública de 14 de enero de 2011, titulado «*Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro*», ya proponía definitivamente (página 2) «*reemplazar el proceso actual de seguimiento de titularidades mediante referencias de registro (RR), por un sistema de control de la llevanza de las cuentas y saldos de valores que proporcione prestaciones equivalentes en términos de seguridad y facilidades para la supervisión*»<sup>281</sup>. A propósito de este documento de la CNMV, del mismo se desprende que la referencia de registro era, básicamente, un mecanismo de supervisión o control<sup>282</sup> y, en efecto, las mismas dotaban al sistema de liquidación y

---

<sup>279</sup> La Exposición de Motivos señalaba expresamente lo siguiente: «*Como tercer eje, se pretende eliminar el actual sistema de control basado en las referencias de registro para pasar a un sistema basado exclusivamente en saldos, estableciéndose procedimientos alternativos de control.*». Por su parte, la Disposición final cuarta titulada «*Unificación del sistema de registro para valores de renta fija, deuda pública y renta variable*», disponía que: «*Reglamentariamente se adoptarán las medidas necesarias para la unificación de los sistemas de registro por medio de saldos de la renta variable, la renta fija y la deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta, sin perjuicio de las particularidades que se deban predicar de cada uno de éstos valores.*»

<sup>280</sup> Documento accesible en:

[http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/otros/sclv\\_eu\\_12\\_2007.pdf](http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/otros/sclv_eu_12_2007.pdf)

<sup>281</sup> Documento accesible en:

<http://www.cnmv.es/docportal/aldia/reformacyl.pdf>

<sup>282</sup> En el mismo sentido, en la Exposición de Motivos de la Ley 32/2011 se recogía explícitamente que: «*Las referencias de registro han sido una especificidad de nuestro sistema de compensación, liquidación y registro. Han desempeñado satisfactoriamente su función exclusiva de mecanismo de control, aunque también conllevan ciertos inconvenientes. Por tanto, la sustitución de dichas referencias por el uso de saldos redundará en una mayor eficiencia del sistema, pero a la vez, deberá venir*

registro de una alta seguridad y de trazabilidad para las tareas del supervisor, facilitando el control de éste<sup>283</sup>.

Algunas de las manifestaciones de cómo opera técnicamente este nuevo sistema de saldos las podemos encontrar en el Manual de Procedimientos aprobado por la Sociedad de Sistemas y, así, en el Procedimiento 100 «Valores incluidos en el Sistema», se regula el llamado Lote de Control y se dispone que: «Los valores incorporados al Sistema estarán identificados por su código de valor (ISIN). La cantidad de valores o el importe nominal total de cada código de valor que se encuentre registrado en el Sistema se denominará Lote de Control..., IBERCLEAR verificará que, en todo momento, la suma de los saldos de todas las cuentas abiertas en el Registro Central para cada ISIN es equivalente a su Lote de Control. El saldo del Lote de Control será siempre positivo o cero.»; y, en el Procedimiento 220 «Inmovilización registral de los valores», se especifica lo siguiente: «Cuando el titular de la cuenta solicite la inmovilización o cuando solicite que se expida un certificado de legitimación..., IBERCLEAR traspasará los valores desde el saldo disponible de una cuenta abierta en el Registro Central, al saldo de la cuenta bloqueada correspondiente» y, en otro apartado, «El levantamiento de la inmovilización de valores se realizará mediante la solicitud de traspaso desde una cuenta bloqueada a otra cuenta abierta en el Registro Central de la misma entidad...Los valores se traspasarán desde el saldo de la cuenta bloqueada al saldo disponible de la cuenta de destino.»

Pues bien, tras la desaparición de las referencias de registro surge la pregunta de qué sucede con los certificados de legitimación que fueron emitidos bajo el RD 116/1992 y, por tanto, con anterioridad a la entrada en vigor del RD 878/2015, los cuales, como hemos señalado, contienen menciones a las referencias de registro. Pues bien, con el objetivo de evitar que las entidades encargadas del registro contable tuvieran que recopilar todos los certificados expedidos hasta ese momento, lo cual, sería

---

*acompañada por mecanismos alternativos de control, de responsabilidad y de resolución de incidencias que aseguren que el nuevo sistema ofrece al menos las mismas garantías que el actual.»*

<sup>283</sup> BENITO NAVEIRA, J. / SOLLOA MENDOZA, I., «La reforma de la post-contratación...», ob., cit., p.94.

una tarea imposible de llevar a la práctica puesto que muchos certificados estarían aportados en juzgados, organismos rectores de los mercados o incorporados a pólizas de pignoración y, en el resto de los casos, sería muy difícil conseguir que los titulares que tuvieran en su poder un certificado acudieran a la entidad encargada del registro contable correspondiente a devolverlo, la disposición transitoria segunda del RD 878/2015 ha dispuesto que los certificados de legitimación expedidos con anterioridad a la entrada en vigor del mismo seguirían manteniendo su vigencia, si bien, la información sobre las referencias de registro se tendría por no puesta.

No obstante lo anterior, se contemplan un par de excepciones a la continuidad de la vigencia de los certificados expedidos con anterioridad a la entrada en vigor del RD 878/2015. La primera de ellas se refiere al supuesto de que un titular que tenía una cuenta en el registro de detalle pase a tener una cuenta individual en el registro central, en cuyo caso, la entidad que expidió el certificado de legitimación respecto de los valores inscritos en la cuenta del registro de detalle deberá recabarlos y realizar las actuaciones necesarias para la expedición de uno nuevo respecto de la nueva cuenta individual. La segunda se refiere al supuesto en que la entidad que emitió el certificado dejase de ser entidad participante a la entrada en vigor del RD 878/2015, en cuyo caso, la nueva entidad encargada del registro contable debería realizar las actuaciones correspondientes para recabar el antiguo certificado y expedir uno nuevo.

### ***3.12.3. SOLICITUD***

Los certificados de legitimación sólo se expiden a solicitud del titular de los valores o del beneficiario de los derechos reales limitados o gravámenes (artículo 20.1 del RD 878/2015), lo que excluye que los terceros puedan solicitarlos en línea con la idea ya comentada de que el registro contable no goza de publicidad formal. La obtención del certificado se configura pues, como un derecho de quién sea titular de derechos sobre los valores<sup>284</sup> y, por ello, en la medida en que la titularidad de todos los

---

<sup>284</sup> SANTOS MARTÍNEZ, V., «Valores Informatizados», cit., p. 68.

derechos sobre un determinado valor puede no recaer sobre la misma persona, los certificados podrán ser solicitados por personas distintas<sup>285</sup>.

Si realizamos una comparativa con la legislación portuguesa, bajo la misma, pueden solicitar los certificados tanto los titulares de los valores como los acreedores legalmente reconocidos de los titulares de los valores, según lo dispuesto en el artículo 78.3 del Securities Code: «*the certificate may be requested by any party which has the right to petition the registration*», y en el apartado cuarto del mismo artículo: «*Legally recognised creditors of the holder of the securities may request an affirmative or negative certificate regarding the existence of any situations that burden those securities*». En relación con este último apartado, se entiende que los certificados positivos o negativos tienen la finalidad de poder verificar la existencia de derechos reales que puedan limitar la disponibilidad sobre los valores, ya que si estamos hablando de acreedores, éstos querrán garantizarse su deuda mediante, por ejemplo, la pignoración de valores, por lo que les resultará útil conocer si los valores tienen algún gravamen previo.

Desde nuestro punto de vista, esta previsión de la legislación portuguesa también está cubierta por la española pero a la inversa, esto es, el acreedor que tiene una deuda pendiente y quiere garantizarse su cobro, pedirá al deudor que pignore una serie de valores y, para ello, le pedirá que le presente un certificado de legitimación que acredite que es el titular de los valores y que los mismos se encuentran libres de cargas.

#### **3.12.4. ENTIDADES ENCARGADAS DE LA EXPEDICIÓN**

Bajo la nueva regulación del RD 878/2015, se ha producido una modificación significativa en relación con la entidad encargada de la expedición de los certificados, a raíz de la creación de las cuentas individuales en el registro central.

---

<sup>285</sup> MEJÍAS GÓMEZ, J. «*Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta...*», ob., cit., p. 117. Este autor pone como ejemplo el supuesto de un usufructo de acciones el cual, daría lugar a la expedición de dos certificados, uno para el nudo propietario y otro para el usufructuario.

En este sentido, en función de dónde se encuentren los valores respecto de los cuales se solicita la expedición de un certificado, la entidad encargada de su expedición será el depositario central de valores o la entidad participante.

Si se trata de valores que están directamente anotados en cuentas abiertas en el registro central (cuentas propias, cuentas individuales de llevanza indirecta y cuentas individuales de llevanza directa), entonces, la entidad encargada de su expedición será el depositario central de valores (artículo 20.2 del RD 878/2015).

No obstante, es necesario realizar una matización a lo anterior respecto de los valores que se encuentran registrados en las cuentas individuales de llevanza indirecta, puesto que, en estos casos, aunque la expedición del certificado corresponde al depositario central de valores, éste sólo lo expedirá cuando se lo solicite la entidad participante que gestione dicha cuenta porque se lo hubiera solicitado previamente el cliente titular o el beneficiario de los derechos.

Como vemos, respecto de las cuentas individuales de llevanza indirecta se produce una disociación de tareas, la cual, tiene su origen en la particularidad de que, como hemos mencionado en otras ocasiones, aunque este tipo de cuentas están abiertas en el registro central, su gestión no corresponde al depositario central de valores sino a la entidad participante que solicitó su apertura por cuenta de su cliente. A este respecto, consideramos que esta configuración es totalmente congruente con la estructura del registro contable puesto que como los valores se encuentran en el registro central, la entidad que debe expedir el certificado es el depositario central de valores, si bien, debido a que éste no tiene una relación jurídica con el titular de los valores, es necesario entonces que la expedición se la solicite la entidad participante.

Por lo que se refiere al número de certificados de legitimación que pueden emitirse, el artículo 14.3 de la LMV y el 20.4 del RD 878/2015, son claros al señalar que no podrán expedirse para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos

derechos más de un certificado<sup>286</sup>, pretendiéndose con ello evitar la multiplicación de los mismos que podría servir de base al titular para ejercitar varias veces su derecho en fraude de terceros (supuestos de doble y sucesivas ventas)<sup>287</sup>.

Ahora bien, según esta redacción, al utilizar dichos preceptos legales la conjunción «y», es posible entender que la ley permite que se expidan varios certificados de legitimación para los mismos valores pero para ejercitar diferentes derechos, ya que el principio de unidad contemplado en los referidos artículos no quiere decir que sólo pueda existir un único certificado en relación con unos determinados valores.

Un caso práctico de lo anterior sería, por ejemplo, el supuesto en el que un titular de valores va a efectuar una pignoración de los mismos ante notario, para lo cual, deberá aportar junto con la póliza de pignoración un certificado de legitimación que acredite su titularidad. Una vez incorporado a la póliza de pignoración y formalizada ésta, la entidad encargada del registro contable inscribirá la prenda y, en el caso que el acreedor pignoraticio quiera proceder a la ejecución de los valores, entonces, deberá aportar al organismo rector del mercado secundario (si acude al procedimiento del artículo 322 del CCom.), junto con la póliza de pignoración, un certificado de legitimación en el que conste que los valores están pignorados. Éste sería un caso en el que se habrían expedido dos certificados sobre unos mismos valores si bien, para ejercitar dos derechos diferentes, uno de ellos para acreditar la titularidad y otro para acreditar la existencia de una prenda.

Un idéntico principio al español y con idéntica redacción se contiene en la regulación italiana, en el artículo 83 quiquies, apartado cuarto, de la Consolidated Law on Finance: «there can be no more than one certificate may not be issued for the same financial instruments for the purpose of legitimising exercise of the same rights». Como

---

<sup>286</sup> ALONSO ESPINOSA, F.J., «Problemas en materia de transmisión y documentación de acciones», RDBB, núm. 45, 1992, p. 61.

<sup>287</sup> SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., «La acción como título y como valor mobiliario negociable...», ob., cit., p. 344.

vemos, una exigencia de dos circunstancias al igual que ocurre en la regulación española, esto es, no puede emitirse más de un certificado para los mismos valores y ejercicio de los mismos derechos.

Finalmente, una cuestión diferente es si en los supuestos de pérdida, destrucción, o sustracción, cabría emitir un duplicado para el ejercicio del derecho en cuestión. En principio, y dado que de la regulación no se desprende lo contrario, entendemos que se podría expedir otro, si bien, y con el fin de garantizar la seguridad jurídica, sería necesario poner en conocimiento de la entidad emisora que el primer certificado debe ser considerado nulo (porque se ha perdido o sustraído), con el fin de evitar que un tercero pudiese ejercitar los derechos si consiguiese falsear su identidad e, igualmente, sería necesario que la entidad encargada del registro contable hiciera constar, en el propio certificado, una mención expresa de que se trata de un duplicado.

### ***3.12.5. EFECTO PRÁCTICO: EL BLOQUEO***

Además de acreditar la legitimación, la expedición de los certificados de legitimación tiene un efecto trascendental y es que, una vez que se ha expedido un certificado de legitimación, los valores referidos en dicho certificado quedan inmovilizados, esto es, bloqueados. La inmovilización de los valores tiene como finalidad dar seguridad en los negocios jurídicos,<sup>288</sup> al impedir que se efectúen transmisiones sobre los valores afectados en tanto no se restituyan los certificados o éstos pierdan su vigencia<sup>289</sup>. En este sentido, el depositario central de valores no podrá dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones, en tanto que no hayan sido restituidos los correspondientes certificados de legitimación o éstos hayan perdido su vigencia, respecto de valores registrados en cuentas abiertas en el registro central (cuenta propia de las entidades participantes y cuentas individuales de llevanza directa e indirecta), salvo que se trate de transmisiones que deriven de

---

<sup>288</sup> VARA DE PAZ, N., «*La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados...*», ob., cit., p. 24.

<sup>289</sup> MADRID PARRA, A., «*Representación y transmisión de acciones...*», cit., p. 208.

---

ejecuciones forzosas judiciales o administrativas. Lo mismo aplica para el caso de las entidades participantes respecto de valores registrados en las cuentas del registro de detalle (artículo 22.3 del RD 878/2015).

En relación con lo anterior, la obligación de restituir el certificado de legitimación encuentra su razón de ser, tal y como hemos apuntado en alguna otra ocasión, en garantizar la seguridad jurídica, en el sentido de garantizar que lo que consta en el certificado se corresponda con la realidad registral. Si se pudieran dar curso a transmisiones sin la obligación de restituir el certificado (con la excepción de las ejecuciones judiciales o administrativas), nos encontraríamos con que existen unos certificados de legitimación cuyo contenido no se corresponde con la realidad registral. Un ejemplo práctico de esto se produce cuando un acreedor pignoraticio desea proceder a la ejecución de los valores dados en prenda por el procedimiento previsto en el artículo 322 y siguientes del CCom., para lo cual, es necesario que entregue organismo rector del mercado secundario oficial, con carácter previo a dicha ejecución, el correspondiente certificado de legitimación acreditativo de que los valores están gravados con un derecho real de prenda.

En los supuestos de ejecuciones judiciales o administrativas de valores que estén sujetos a un gravamen, como hemos visto, no será necesario la restitución del certificado de legitimación para dar curso a la correspondiente transmisión derivada de la ejecución, si bien, el depositario central de valores o la entidad participante que intervenga en la inscripción de la transmisión deberá notificar dicha transmisión al usufructuario, acreedor pignoraticio o beneficiario de los derechos reales o gravámenes con el fin de que restituya el certificado que tuviera expedido a su favor y le sea entregado uno nuevo sin que ello afecte a la validez y eficacia de sus derechos (artículo 22.4 del RD 878/2015). La finalidad de esta restitución y expedición de un nuevo certificado es hacer constar el nuevo titular de los valores en el nuevo certificado de legitimación, valores que, por otro lado, seguirán estando sujetos al gravamen que existía con anterioridad a su transmisión.

Sin perjuicio de todo lo dispuesto anteriormente, y con carácter adicional a las ejecuciones judiciales o administrativas, hay otro supuesto en el que no es obligatorio proceder a la restitución del certificado y es cuando éste haya quedado privado de valor (artículo 22.6 del RD 878/2015). Hay que entender que el RD 878/2015 se refiere a los casos en el que el certificado haya caducado por haber perdido su vigencia, en los cuales, no tiene sentido devolver el certificado porque una vez transcurrido el periodo de vigencia los valores tendrán que haber quedado desbloqueados. En este sentido, la vigencia de los certificados de legitimación coincide con la de la circunstancia de la que dan cuenta, es decir, si se ha expedido para acreditar la existencia de embargos judiciales o administrativos, la constitución de prendas, o cualquier otro acto o circunstancia que haya tenido acceso al registro, distinto de la titularidad de los valores, el plazo de vigencia será el de dicha circunstancia y, en el resto de los casos, el plazo de vigencia será el que conste en el propio certificado, si bien, éste no podrá exceder de seis meses y, si no se ha expresado plazo de vigencia, la vigencia será de tres meses (artículo 22.7 del RD 878/2015).

En otras legislaciones de nuestro entorno como la portuguesa también se contempla el bloqueo de los valores, en concreto, en el artículo 72.1 del Securities Code, en el cual, se regulan dos supuestos concretos en los que siempre se produce el bloqueo por la expedición de certificados:

- Valores respecto de los cuales han sido expedidos certificados para permitir el ejercicio de los derechos inherentes a dichos valores. Dicho bloqueo se mantendrá durante el periodo de validez de dicho certificado, que será el periodo durante el cual se tiene que mantener la titularidad de los valores para poder ejercer los derechos. El bloqueo finalizará cuando el derecho sea ejercitado, lo cual, coincidirá con el último día de validez del certificado; y
- Valores respecto de los cuales ha sido expedido un certificado para servir de título ejecutivo en el ámbito de un proceso judicial ejecutivo. En estos casos, el bloqueo se mantendrá hasta que el certificado sea devuelto o bien

hasta que una sentencia firme emitida en el seno de dicho proceso sea presentada.

Con carácter adicional a los supuestos anteriores, el referido artículo 72.1 también contempla otros dos supuestos en los que igualmente se produce el bloqueo de forma obligatoria: (i) valores que estén sujetos a embargos u otras cargas o gravámenes mientras duren los mismos; y (ii) valores que sean objeto de una oferta pública de venta, en cuyo caso, el bloqueo permanecerá hasta que la operación sea liquidada. El apartado segundo del mismo artículo recoge dos casos en los que se puede proceder al bloqueo de los valores de forma opcional: (i) cuando el titular de los mismos lo solicita voluntariamente; y (ii) cuando lo solicite la entidad encargada del registro («*Financial Intermediary*» según la denominación que emplea el Securities Code) en relación con valores respecto de los cuales se ha dado una orden para que sean vendidos en el mercado. Este último bloqueo tiene como objetivo obvio garantizar que el titular de los mismos no disponga de ellos antes de que se ejecute su orden de venta y así se dispone en el apartado cuarto del mismo artículo: «*in the course of the blockage, the registering entity is not allowed to transfer the blocked securities*».

Si realizamos un análisis comparativo con la normativa española, podemos apreciar que la normativa portuguesa es mucho más exhaustiva en este tema que la regulación española, puesto que contempla minuciosamente los casos en los que se puede producir un bloqueo de valores, incluso contempla la posibilidad de que el bloqueo lo pueda solicitar un «*Financial Intermediary*» porque haya recibido una orden de proceder a la venta de los mismos. En este sentido, creemos que el hecho de que se contemple la posibilidad de solicitar el bloqueo de valores respecto de los cuales se ha dado una orden de venta ofrece, sin lugar a dudas, unas mayores garantías jurídicas, puesto que con ello se evitan supuestos de doble venta.

### ***3.12.6. DISCORDANCIA ENTRE LOS CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN Y EL REGISTRO CONTABLE***

Cabe preguntarse qué ocurriría en el caso de que se produjese una divergencia entre lo que consta en un certificado de legitimación y el contenido del registro contable, por ejemplo, en el supuesto de que un certificado de legitimación acreditase que un titular es propietario de cien valores cuando, en realidad, según el registro contable, no es propietario de ningún valor. Este supuesto se podría dar, por ejemplo, cuando dicho titular hubiese solicitado a la entidad encargada del registro contable la expedición de un certificado de legitimación para acreditar su titularidad de los cien valores frente a terceros y, la entidad encargada, por negligencia, no hubiera bloqueado los valores al expedir el certificado de legitimación y hubiera permitido una transmisión de los mismos por parte de su titular.

El problema en el supuesto anterior se plantea en relación con aquéllos terceros que han confiado en el contenido del certificado de legitimación y, en consecuencia, han creído que dicho titular era propietario de cien valores cuando, en realidad, según los asientos del registro contable, no sería titular de ningún valor puesto que los habría transmitido. ¿Qué ocurre en estos casos? ¿qué prevalece, el contenido del certificado de legitimación o el contenido del registro contable?

En relación con las preguntas anteriores, consideramos que lo que prevalece en todo caso es el contenido del registro contable, puesto que es de dónde se deriva la legitimación, tal y como se dispone en los artículos 13.1 del TRLMV y 16.1 del RD 878/2015, según los cuales: *«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 de derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta»*. En consecuencia, la legitimación en sentido propio la confiere el registro contable, el asiento de inscripción, de manera que, en caso de discrepancia, la legitimación derivada del certificado de legitimación

discrepante será ineficaz y no liberará al deudor ni permitirá que el tercero adquiera a «*non domino*»<sup>290</sup>.

Algún autor opina, contrariamente, que durante el tiempo que están vigentes los certificados de legitimación, y a los efectos en él indicados, la eficacia legitimadora de los registros contables se traspa a los certificados<sup>291</sup>.

Es claro que tanto el TRLMV como el RD 878/2015 vinculan la presunción de titularidad a los asientos registrales y no al certificado de legitimación, por lo tanto, en caso de que el certificado de legitimación sea erróneo, desde nuestra óptica, prevalece en todo caso el contenido del registro contable.

Ahora bien, evidentemente, el tercero que confió en el contenido de dicho certificado como medio de acreditar la legitimación, por ejemplo, para adquirir los valores a los que se refería el certificado en una operación por fuera del mercado, podrá ejercitar una acción frente a dos sujetos: por un lado, frente al titular que vendió los valores sin serlo, al haber actuado de mala fe y haber cometido un delito de estafa (artículo 248 del CP); y, por otro lado, frente a la entidad encargada del registro contable por expedir un certificado de legitimación que no se corresponde con la realidad registral<sup>292</sup>. En este sentido, la entidad encargada del registro, por una omisión negligente, no habría inmovilizado los valores (artículo 22.1 del RD 878/2015) y habría dado curso a una transmisión de los mismos, por lo que su responsabilidad estaría fundamentada en el hecho de que habría incumplido con su obligación de asegurar la integridad de los datos identificativos de cada una de las cuentas, así como la exactitud de las inscripciones, desgloses y bloqueos practicados en las mismas (artículo 34.5 del

---

<sup>290</sup> VARA DE PAZ, N., «*La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados...*», ob., cit., p. 46.

<sup>291</sup> PERCIDES HUETOS, A.B., «*El libro registro de socios. La legitimación del socio en las sociedades de capital*», Madrid, 2000, cit. p. 254.

<sup>292</sup> MEJÍAS GÓMEZ, J. «*Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta...*», ob., cit., p. 110, este autor hace notar que en caso de discrepancia entre el contenido del certificado y la realidad registral del registro contable la correspondiente entidad encargada del registro respondería de los daños causados.

RD 878/2015). Se trataría pues de una acción basada en la responsabilidad civil extracontractual del 1.902 del CC, al concurrir los requisitos exigidos para el ejercicio de dicha acción puesto que existiría una conducta culposa de la entidad encargada del registro consistente en una omisión negligente (no bloquear los valores al expedir el certificado), la cual, habría causado un perjuicio a un tercero que, de buena fe, confió en el contenido del certificado de legitimación.

### ***3.12.7. LOS CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN COMO TÍTULOS EJECUTIVOS***

Como hemos visto, los titulares de los valores ejercitan sus derechos a través de la entidad encargada del registro contable de manera que no hay una relación directa entre el titular de los valores y el emisor. En el caso de que por el incumplimiento del emisor la gestión del cobro de los derechos fracase, el titular de los valores podría pretender el ejercicio de los derechos a través de la vía ejecutiva. Así, las deudas en dinero que sean líquidas y vencidas derivadas del incumplimiento de las obligaciones patrimoniales del emisor pueden dar lugar a una demanda ejecutiva.

En este sentido, el artículo 517.2, apartado séptimo, de la Ley 1/2000, dispone que los certificados de legitimación no caducados expedidos por las entidades encargadas de los registros contables respecto de valores representados mediante anotaciones en cuenta, siempre que se acompañen de la copia de la escritura pública de representación de valores o de la escritura pública de emisión, cuando ésta sea necesaria según la legislación vigente, llevarán aparejada ejecución.

Por lo tanto, la admisibilidad de las demandas ejecutivas para recuperar las deudas líquidas y vencidas derivadas del incumplimiento de las obligaciones patrimoniales del emisor, está condicionada a que se aporte el título complejo formado por el certificado de legitimación, que es un documento privado, y la escritura de representación mediante anotaciones en cuenta o la de emisión, que es un documento público. En consecuencia, el certificado de legitimación, por sí mismo, no es un título ejecutivo, ya que es

necesario presentar la escritura pública para que alcance la fuerza ejecutiva. El certificado de legitimación acompañado de la escritura, sí constituye un título ejecutivo en el que se expresa la legitimación activa y pasiva de una relación obligacional<sup>293</sup>.

En relación con los procedimientos ejecutivos, merece la pena señalar que podrían surgir algunos problemas en el seno de los mismos como, por ejemplo, que el certificado de legitimación estuviera caducado, en cuyo caso, el juez encargado de la ejecución debería denegar el despacho de la misma<sup>294</sup>, si bien hay que indicar que, una vez instada la ejecución al haberse presentado el certificado y el documento de emisión, y despachada judicialmente esa ejecución, ya no se produce la caducidad del certificado incluso aunque hubiese transcurrido el tiempo de su vigencia<sup>295</sup>. Otro de los problemas que podrían aparecer es que exista una disparidad entre el contenido de la escritura y del certificado de legitimación, en cuyo supuesto, como apunta algún autor, los Tribunales deberían de buscar una solución para que dichas divergencias no impidieran la ejecución<sup>296</sup>.

Por otro lado, el hecho de que para unos mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos sólo pueda expedirse un único certificado (artículo 20.4 del RD 878/2015), evita el problema de la posibilidad de ejecuciones con base en un mismo título.

En otras legislaciones de nuestro entorno como la portuguesa también se concede finalidad ejecutiva a los certificados expedidos por las entidades encargadas del registro contable. En este sentido, el artículo 84 del Securities Code señala expresamente que los certificados pueden constituir títulos ejecutivos cuando cumplan una serie de condiciones, a saber: (i) que se indique la finalidad para la que se expide, (ii) que no tengan limitación temporal y, (iii) que la firma y los poderes de la persona que lo expide

---

<sup>293</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «El valor anotado en cuenta...», cit., p. 869.

<sup>294</sup> RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones...», cit., p.392.

<sup>295</sup> RECALDE CASTELLS, A., «Las anotaciones en cuenta», cit., p. 335.

<sup>296</sup> SENES MOTILLA, C., «Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...», ob., cit., p. 3569.

en representación de la entidad encargada del registro contable sean reconocidos como válidos por un notario.

Si realizamos una comparación con lo dispuesto en el artículo 517.2.7 de la Ley 1/2000, se puede comprobar que hay unas pequeñas diferencias con respecto a la legislación portuguesa en cuanto a los requisitos exigidos por ésta para su validez. Así, en la legislación española no se exige que un notario tenga que validar los poderes y la firma de la persona que suscribe el certificado y tampoco se exige que los certificados hayan sido expedidos sin límite temporal, simplemente que no hayan caducado, lo cual, es más lógico, puesto que lo normal es que los certificados tengan una duración determinada, equivalente a la circunstancia de la que traen causa (por ejemplo, si se expiden para acreditar la existencia de una prenda deberían tener la misma duración que ésta).

# **CAPÍTULO 4.**

## **LAS ENTIDADES ENCARGADAS DEL REGISTRO CONTABLE**

---

## **4.1. INTRODUCCIÓN**

El objetivo del presente capítulo es realizar un estudio de las entidades que son las encargadas de gestionar el registro contable de valores español, esto es, de la Sociedad de Sistema o Iberclear, como se la conoce comercialmente, así como de sus entidades participantes, entidades sin las cuales no podría existir la Sociedad de Sistemas, prestando especial atención a las relaciones jurídicas que se establecen entre ambas.

Dentro de cada una de las categorías anteriores, dedicaremos un apartado específico al análisis de las relaciones jurídicas que se establecen entre la Sociedad de Sistemas y sus clientes (emisores de valores), y entre las entidades participantes y sus clientes (inversores), dedicando especial interés en este último caso a la figura del contrato de depósito y administración de valores, fundamento de la relación jurídica entre las entidades participantes y sus clientes.

## **4.2. EL DEPOSITARIO CENTRAL DE VALORES ESPAÑOL: LA SOCIEDAD DE SISTEMAS**

### ***4.2.1. PROCESO DE CREACIÓN***

La Ley 44/2002 fomentaba la integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores existentes en España con el objetivo de reducir de costes y eliminar barreras para una posible unión con los sistemas de otros países<sup>297</sup>.

En la Exposición de Motivos de la referida Ley se señalaba que la multiplicidad de sistemas de compensación y liquidación existentes en España había dificultado la integración de los mercados de valores españoles con sus homólogos europeos.

---

<sup>297</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*La post-contratación en los mercados secundarios de valores...*», cit., p. 29.

Igualmente, se señalaba que la Ley establecía a lo largo de su articulado las modificaciones legales necesarias para llevar a cabo un proceso de integración de los sistemas de compensación y liquidación. Para conseguir este propósito, se diseñó un sistema flexible mediante la creación del actual depositario central de valores español, esto es, de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U., o Sociedad de Sistemas, a partir de la fusión del antiguo SCLV y CADE. A este respecto, la disposición derogatoria única, letra b), de la mencionada Ley 44/2002, derogó el artículo 54 de la LMV en el que se contenía el régimen del antiguo SCLV.

El desarrollo de dicho objetivo de integración se encontraba plasmado en el artículo 1 de la Ley 44/2002, denominado «*integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores*», que preveía la adición de un nuevo artículo 44 bis en la LMV, en el que se imponía expresamente la constitución de una sociedad anónima denominada Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. o Sociedad de Sistemas, y a la que se atribuía el ejercicio de las funciones previstas en dicho artículo 44 bis de la LMV.

El proceso de creación de la Sociedad de Sistemas se encuentra recogido en la disposición adicional sexta del TRLMV. En virtud de lo dispuesto en la misma, la Sociedad de Sistemas se creó a partir de la transformación de la sociedad «*Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.*», que con la participación del SCLV y del Banco de España había sido creada previamente. Esta sociedad procedió a adaptar su denominación y objeto social con el fin de poder desarrollar las funciones que aparecían recogidas en el artículo 44 bis de la LMV, de manera que se convirtió así en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.

En un primer momento, el capital social de la Sociedad de Sistemas se repartió entre los accionistas del SCLV y del Banco de España. En este sentido, el Banco de España realizó una aportación no dineraria consistente en los medios necesarios para

que la Sociedad de Sistemas pudiese realizar las funciones correspondientes a la gestión del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, mientras que los accionistas del SCLV aportaron sus propias acciones en el SCLV.

Una vez efectuadas e inscritas en el Registro Mercantil las anteriores operaciones y una vez obtenida la preceptiva autorización por parte de la CNMV y el Banco de España, la Sociedad de Sistemas asumió las funciones contenidas en el artículo 44 bis de la LMV. Conviene señalar que la Ley 44/2002 daba un plazo de seis meses, a contar desde su entrada en vigor, para que la Sociedad de Sistemas asumiera las funciones previstas en el referido artículo.

Una vez que la Sociedad de Sistemas asumió las funciones contenidas en el artículo 44 bis de la LMV, quedó derogado el artículo 54 de la LMV en el que se contenía el régimen del SCLV.

#### ***4.2.2. RÉGIMEN JURÍDICO Y AUTORIZACIÓN***

La Sociedad de Sistemas, como depositario central de valores, se rige por el Reglamento (UE) N.º 909/2014, por el TRLMV y su normativa de desarrollo, por un reglamento interno, cuya aprobación y la de sus modificaciones corresponde a la CNMV, previo informe del Banco de España (artículo 101.1 del TRLMV) y, supletoriamente, por la LSC.

Al amparo de la nueva regulación europea contenida en el Reglamento (UE) N.º 909/2014, la Sociedad de Sistemas debe pasar por un proceso de autorización como depositario central de valores (artículo 16.1 del citado Reglamento), con el fin de acreditar que cumple con todos los requisitos organizativos, de capital, de llevanza del registro contable, etc., impuestos por el citado Reglamento<sup>298</sup>. En este sentido, la

---

<sup>298</sup> El artículo 288.1, letras a) y b), del TRLMV tipifican como infracciones muy graves, respectivamente: «*la prestación de los servicios establecidos en las Secciones A, B, y C del Anexo del Reglamento (UE) n.º 909/2014, incumpliendo lo dispuesto en los artículos 16, 25 y 54, salvo que tenga un carácter meramente ocasional o aislado*»; y «*la obtención de la autorización que establecen los artículos*

entidad competente para la concesión de dicha autorización es la CNMV<sup>299</sup>, siendo también esta entidad la competente para supervisar y sancionar a la Sociedad de Sistemas y, en su caso, para revocar la autorización.

No podemos dejar pasar la oportunidad de hacer referencia, en este punto, al hecho de que, como consecuencia de las nuevas obligaciones y requerimientos impuestos para poder prestar servicios como depositario central de valores por el Reglamento (UE) N.º 909/2014, los Servicios de Liquidación de Valores existentes en las Bolsas de Valores de Bilbao, Barcelona y Valencia, han traspasado su actividad de registro y liquidación de valores a la Sociedad de Sistemas, siendo ésta, la que solicitará su autorización como depositario central de valores español al amparo del referido Reglamento.

#### ***4.2.3. SERVICIOS Y FUNCIONES ATRIBUIDAS A LA SOCIEDAD DE SISTEMAS***

Las funciones que desempeña la Sociedad de Sistemas venían expresamente tasadas en el artículo 44 bis de la LMV, si bien, tras la modificación de dicho texto legal operada por el apartado diez, de la letra a), de la disposición final primera de la Ley 11/2015, desapareció, en el nuevo TRLMV, la referencia a la lista concreta de funciones que puede desempeñar la Sociedad de Sistemas, lo cual, obedece a que, como consecuencia de la nueva regulación bajo el Reglamento (UE) N.º 909/2014, las funciones o mejor dicho, los servicios (utilizando la terminología del referido Reglamento) que puede prestar la Sociedad de Sistemas, serán los que consten en su autorización como depositario central de valores.

---

16 y 54 mediante declaraciones falsas o cualquier otro medio ilícito», es decir, básicamente se sanciona la prestación de servicios propios de un depositario central de valores sin contar con la debida autorización.

<sup>299</sup> COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES-BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (CPMI-IOSCO), «Assessment and review of application of Responsibilities for authorities», November 2015, p. 174.

El Anexo del Reglamento (UE) N.º 909/2014 distingue entre servicios básicos y servicios auxiliares de tipo no bancario. Los servicios básicos son, como su propio nombre indica, inherentes a la condición de un depositario central de valores, y son el registro inicial de valores en un sistema de anotaciones en cuenta, la provisión y mantenimiento de cuentas en el nivel superior de tenencia, la acreditación de las titularidades o servicio de «*notary function*» como se conoce internacionalmente<sup>300</sup>, y la gestión de un sistema de liquidación de valores. Los servicios auxiliares son servicios vinculados a la liquidación (gestión de garantías, organización de mecanismos de préstamos de valores en calidad de agente, etc.); servicios vinculados a la llevanza del registro contable (tramitación de actuaciones societarias, asignación y gestión de códigos ISIN, etc.); servicios de establecimiento de enlaces con otros depositarios centrales de valores; y otros servicios como el suministro de información reglamentaria o servicios informáticos.

Por lo tanto, al amparo de la nueva regulación europea puede decirse que las funciones que venía desarrollando y desarrolla la Sociedad de Sistemas han dejado de estar tasadas por Ley como ocurría anteriormente, y se ha pasado a un concepto de servicios, los cuales, vendrán especificados en la autorización que tenga concedida la Sociedad de Sistemas.

Sin perjuicio de lo anterior, el nuevo RSS ha querido mantener, en su artículo 1, una relación de funciones que desarrolla la Sociedad de Sistemas, las cuales se resumen en: (i) llevar el registro contable de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación, así como de valores no admitidos a negociación en los mercados y sistemas anteriormente referidos; (ii) gestionar la liquidación; (iii) prestar servicios en relación con el régimen europeo de comercio y registro de derechos de emisión; (iv) prestar los servicios para los que haya sido autorizado conforme el Reglamento (UE) N.º 909/2014; y (v) desarrollar las demás funciones que le encomiende el Gobierno.

---

<sup>300</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p. 17.

En relación con el servicio de llevanza del registro contable, consideramos importante destacar que la Sociedad de Sistemas no presta un servicio de custodia de títulos físicos, si bien, si atendemos a la redacción literal de la letra b, del referido artículo 1 del RSS, éste no impide que la Sociedad de Sistemas pueda prestar dicho servicio, al disponer que la Sociedad de Sistemas desempeña la función de *«llevar el registro contable de los valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación»*, de manera que, al no precisar que se trate de valores representados mediante anotaciones en cuenta, como sí hace en la letra a) del mismo artículo para referirse a los valores admitidos a negociación, consideramos que la normativa de la Sociedad de Sistemas permite que pueda llevar el registro contable de valores representados por títulos físicos, o mejor dicho, la custodia de títulos físicos, para el caso de valores no admitidos a negociación<sup>301</sup>.

Por otro lado, al hilo de este servicio, resulta procedente hacer una mención al proyecto paneuropeo Target 2 Securities desarrollado por el Eurosistema dentro del Banco Central Europeo<sup>302</sup>, con el fin de indicar que Target 2 Securities es una plataforma que se dedica exclusivamente a la liquidación, de manera que las actividades de registro y custodia se mantienen en los respectivos depositarios centrales de valores de cada Estado miembro, que continúan con la gestión de los derechos económicos y políticos de los valores y con las funciones notariales, no siendo obligatoria además la participación en la misma para los referidos depositarios centrales de valores<sup>303</sup>. En efecto, Target 2 Securities es una plataforma que ofrece liquidación de valores y

---

<sup>301</sup> Por el contrario, el depositario central de valores italiano Monte Titoli sí presta dicho servicio (artículo 5.1, letra b), del Monte Titoli CSD Rules), y lo mismo ocurre con el depositario central de valores portugués, al disponer el artículo 46.3 del Securities Code, que los valores representados mediante anotaciones en cuenta y los representados mediante títulos físicos que sean incluidos en el registro contable gestionado por Interbolsa deberán registrarse conforme a una estructura de cuentas diferenciada, lo cual, es lógico puesto que obedecen a diferentes formas de representación.

<sup>302</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., *«La post-contratación en los mercados secundarios de valores...»*, cit., p. 74.

<sup>303</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *«Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...»*, ob., cit., p. 11; GONZÁLEZ PUEYO, J., *«Proceso de consolidación...»*, ob., cit., p. 40.

efectivo en dinero del Banco Central Europeo a diferentes mercados de valores europeos, residiendo su valor añadido en que las cuentas de valores y las cuentas de efectivo están integradas, es decir, Target 2 Securities permite conectar cualquier cuenta de valores de un depositario central de valores participante con la correspondiente cuenta de efectivo de cualquier banco central europeo participante, lo que hace que la liquidación sea más rápida, eficaz y se disminuyan los riesgos<sup>304</sup>. Los depositarios centrales de valores que participen en esta plataforma habrán de externalizar su actividad de liquidación a Target 2 Securities y actuarán como punto de entrada a través del cual, los participantes del mercado puedan acceder a los servicios de dicha plataforma, si bien, los depositarios centrales de valores se mantienen como legalmente responsables de la liquidación de valores y gestión de posiciones hacia sus participantes. En el caso de la Sociedad de Sistemas, ésta firmó el 8 de mayo 2012 el Framework Agreement con el Eurosistema, que supone la externalización a Target 2 Securities de la liquidación de valores, siendo la fecha prevista para la migración de la Sociedad de Sistemas a dicha plataforma el 18 de septiembre de 2017<sup>305</sup>. Las ventajas de esta plataforma residen en la eliminación del riesgo de liquidación, al liquidarse las operaciones en dinero del Banco Central Europeo en euros; en la neutralidad transfronteriza respecto de los Estados e inversores, al encontrarnos ante una organización supranacional; en la mutualización, puesto que no se persigue el beneficio empresarial como tal, sino que la plataforma opera bajo el criterio exclusivo de recuperación plena del coste; y en la experiencia previa del Eurosistema al gestionar los sistemas de pago TARGET y TARGET 2. Los objetivos que persigue esta plataforma son: (i) reducir los costes de liquidación de las operaciones transfronterizas sobre valores, que pueden llegar a ser hasta diez veces superiores a las liquidaciones domésticas; (ii) potenciar la integración de los mercados de valores europeos a través de la armonización implícita de las estructuras de post-contratación; y, (iii) mejorar la

---

<sup>304</sup> Fuente: página web del Banco Central Europeo.

Accesible en: <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/html/index.en.html>

<sup>305</sup> Información obtenida de la página web de la Sociedad de Sistemas.

<http://www.iberclear.es/esp/Entidades/T2S.aspx>

gestión por los bancos de la liquidez y de las garantías inherentes a las operaciones sobre valores, que no se verán bloqueadas a nivel local<sup>306</sup>.

En relación con las funciones encomendadas por el Gobierno cabe destacar la encomienda que se hizo a la Sociedad de Sistemas adoptada por acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de noviembre de 2004, de la llevanza del Registro Nacional de Derechos de Emisión a que se refiere el artículo 25 del RDL 5/2004, actualmente representado por las cuentas ubicadas en el área española del Registro de la Unión al que se refiere el artículo 19 de la Directiva 2003/87/CE, de 13 de octubre, en su versión enmendada por la Directiva 2009/29/CE, de 23 de abril; así como por el Registro Kioto de España en el Sistema Consolidado de Registros de la Unión Europea. El registro de derechos de emisión no es otra cosa que un registro contable de dichos derechos, de ahí que su llevanza le fuese encomendada a la Sociedad de Sistemas.

Volviendo a la enumeración anterior contenida en el artículo 1 del RSS, desde nuestro punto de vista, la referencia contenida en el apartado d) del citado artículo relativa a que la Sociedad de Sistemas pueda desarrollar los servicios para los que haya sido autorizada conforme al Reglamento (UE) N.º 909/2014 no es del todo correcta puesto que, para el resto de los servicios que menciona dicho artículo 1, la Sociedad de Sistemas debe haber sido también previamente autorizada, de hecho, todos ellos, a excepción del correspondiente al régimen europeo de comercio y registro de derechos de emisión aparecen enumerados en el Anexo del Reglamento (UE) N.º 909/2014, por lo que, lo más correcto, si se quería mantener una enumeración de los servicios a desarrollar por la Sociedad de Sistemas, habría sido referirse a dicho apartado como *«otros servicios para los que la Sociedad de Sistemas haya sido autorizada conforme al Reglamento N.º 909/2014»*.

Al amparo del Reglamento (UE) N.º 909/2014 parece que lo más correcto es hablar de prestación de servicios por parte de la Sociedad de Sistemas en lugar de

---

<sup>306</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «La post-contratación en los mercados secundarios de valores...», cit., pp. 74 y 75.

funciones como tal ya que, por un lado, es la terminología que utiliza el Reglamento y, por otro lado, realmente lo que presta la Sociedad de Sistemas son servicios de liquidación y registro para los que debe haber sido autorizada previamente en su autorización inicial o en las sucesivas ampliaciones de la misma. En este sentido, el artículo 19 del Reglamento (UE) N.º 909/2014 dispone que los depositarios centrales de valores deberán presentar una solicitud de autorización a la autoridad competente cuando quisieran ampliar sus servicios básicos a otros servicios no incluidos en la autorización inicial o sus servicios auxiliares a otros servicios autorizados pero no expresamente enumerados en el Anexo del Reglamento y no contenidos en la autorización inicial.

Con carácter adicional a los servicios para los que haya recibido autorización, corresponde también a la Sociedad de Sistemas llevar a cabo una serie de funciones adicionales impuestas legalmente por el RD 878/2015 de seguimiento y control, de dirección y administración, consultivas y de atención de reclamaciones.

En la faceta de seguimiento y control (artículo 73 del RD 878/2015), como ya señalamos en otro apartado detalladamente, corresponde a la Sociedad de Sistemas velar por la adecuada llevanza de los registros contables por parte de las entidades participantes mediante la realización de arqueos periódicos y complementarios.

Las funciones dirección y administración descritas en el artículo 70 del RD 878/2015 se refieren a que, la Sociedad de Sistemas, es libre de adoptar las decisiones que estime oportunas en el marco de las competencias que le atribuye el TRLMV y el RD 878/2015 y, en consecuencia, las entidades participantes están obligadas a cumplir tanto el RSS como las Circulares que la Sociedad de Sistemas adopte en el marco de sus competencias. Sin perjuicio de lo anterior, se establece una limitación a las decisiones que puede adoptar la Sociedad de Sistemas en los casos de circulares que puedan afectar a la ordenación de los procesos de liquidación o al sistema de llevanza y control de los registros contables, en cuyo caso, la Sociedad de Sistemas deberá comunicarlas a la CNMV y al Banco de España en el plazo máximo de 24 horas desde su adopción, y

publicarlas en los Boletines de los mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación a los que preste servicio. La CNMV podrá suspender la aplicación o dejar sin efecto dichas circulares, en el caso de que infrinjan la legislación vigente o perjudiquen el adecuado desarrollo de la liquidación y del registro contable.

En relación con las funciones consultivas (artículo 71 del RD 878/2015), la Sociedad de Sistemas prestará asesoramiento a la CNMV a solicitud de ésta o mediante la elevación de mociones en todas las materias relacionadas con la liquidación de valores y la llevanza de los registros contables. En nuestra opinión, esta función tiene un carácter de servicio público puesto que su finalidad es prestar un asesoramiento de forma totalmente gratuita.

Finalmente, respecto de la función de atención de reclamaciones (artículo 72 del RD 878/2015), la Sociedad de Sistemas deberá examinar y contestar a todas aquellas reclamaciones que formule el público en relación con las actividades de registro y liquidación, o en relación con las actividades de sus propias entidades participantes y, sin perjuicio de la adopción de las medidas necesarias para corregir las irregularidades detectadas, la Sociedad de Sistemas tiene la obligación de pronunciarse sobre el contenido de la reclamación en su contestación, asesorando al reclamante sobre sus derechos y los cauces legales para ejercitarlos. A este respecto, el artículo 32.2 del Reglamento (UE) 909/2014 dispone que los depositarios centrales de valores deberán disponer de normas transparentes para atender las reclamaciones.

#### ***4.2.4. SISTEMAS DE PAGOS GESTIONADOS POR LA SOCIEDAD DE SISTEMAS***

Los sistemas de compensación y liquidación de valores negociados en las Bolsas de Valores y gestionados por la Sociedad de Sistemas, así como el sistema de compensación y liquidación relativo a las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y en el Mercado de Renta Fija AIAF, también gestionados por la Sociedad de Sistemas, son reconocidos, a efectos de la Ley 41/1999,

como sistemas españoles de pagos y de compensación y liquidación de valores (artículo 8 de la Ley 41/1999).

La obligación de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago (vinculados con los sistemas de liquidación) se encuentra encomendada al Sistema Europeo de Bancos Centrales, según se dispone en el artículo 127.2 del TFUE. En este sentido, la sentencia de 4 de marzo de 2015 dictada por el Tribunal General de la Unión Europea (sentencia dictada en el asunto T-496/11), ha venido a concretar las funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales, al establecer que queda fuera de su ámbito de competencia la supervisión y vigilancia de los sistemas de compensación, esto es, no tiene una competencia normativa autónoma sobre las cámaras de contrapartida central, sino que su competencia se limita exclusivamente a supervisar y poder dictar reglamentos encaminados a garantizar unos sistemas de pago y de liquidación eficientes y solventes.

La referida sentencia se ha dictado en el marco de un procedimiento seguido a instancias del Reino Unido, el cual, interpuso un recurso ante el Tribunal General de la Unión Europea a raíz de que el Banco Central Europeo exigiera, en el marco de su política de vigilancia del Eurosistema publicada el 5 de julio de 2011, que las entidades de contrapartida central domiciliadas fuera de la Unión Europea y que procedían a la liquidación de operaciones en euros, estuvieran registradas jurídicamente en la zona euro. El Reino Unido interpuso el referido recurso con el fin de que el Tribunal General de la Unión Europea dispusiera que el Banco Central Europeo no era competente para imponer una exigencia de domiciliación a las entidades de contrapartida central.

#### ***4.2.5. EL SISTEMA DE INFORMACIÓN, TRANSMISIÓN Y ALMACENAMIENTO DE DATOS***

El sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos [también conocido por sus siglas en inglés como «PTI» (Post Trade Interface)], es una

herramienta inexistente en otros mercados<sup>307</sup>, creada en el ámbito del proceso de Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores español, el cual, no es otra cosa que una gran base de datos que recoge todas aquellas operaciones, eventos y anotaciones que son susceptibles de dar lugar a variaciones en los saldos de valores de cada uno de los titulares en el registro central y en los registros de detalle.

El origen de dicho sistema se encuentra, desde nuestro punto de vista, en la necesidad de conseguir un sistema o herramienta que permita al supervisor nacional poder llevar a cabo sus labores de supervisión, al haber desaparecido la referencia de registro que aplicaba a los valores admitidos a negociación en Bolsa como elemento de control y, prueba de ello, es lo que se dice expresamente en la Exposición de Motivos del RD 878/2015: *«Este sistema de información denominado interfaz de poscontratación, será gestionado por el depositario central de valores...Su objetivo último es permitir la trazabilidad de las operaciones, el control de los riesgos y garantías, la correcta llevanza de los dos niveles de registro y la correcta liquidación de las operaciones. Será un elemento vital para la supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del adecuado funcionamiento de todas las fases de poscontratación, toda vez que desaparecerán las referencias de registro como elemento de control.».*

En efecto, la desaparición de dicha referencia de registro no podía derivar en una disminución de la seguridad, trazabilidad y control por parte de las autoridades supervisoras en el nuevo sistema<sup>308</sup>, lo que dio lugar a la necesidad de diseñar una herramienta que fuera capaz de aglutinar toda la información que se genera en el ámbito de la negociación (mercado), compensación (cámara de contrapartida central) y liquidación (depositario central de valores) con el fin de conseguir la completa trazabilidad de una transacción desde su nacimiento, esto es, desde el momento en el que se genera en el ámbito del mercado, hasta el momento en el que se produce su

---

<sup>307</sup> BENITO NAVEIRA, J. / SOLLOA MENDOZA, I., *«La reforma de la post-contratación...»*, ob., cit., p. 100.

<sup>308</sup> *Ibid.*

liquidación y anotación en el registro contable. De hecho, una de las funciones de dicho sistema es la de garantizar la trazabilidad de las transacciones realizadas sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación desde la contratación hasta la anotación en el registro contable y viceversa, así como conocer el estado de las mismas (artículo 114.3 y 328.3 del TRLMV).

La obligación de crear dicho sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos se impone a todos los depositarios centrales de valores que presten servicios en España y, por ello, la Sociedad de Sistemas ha creado dicho sistema siendo responsable de la gestión del mismo. A este respecto, es importante señalar que, al haber hecho pivotar el artículo 114.1 del TRLMV la obligación de crear dicho sistema sobre el concepto de la prestación de servicios y no sobre el concepto jurídico relativo a que el depositario central de valores esté constituido en España, dicho artículo y, por tanto, dicha obligación, también aplicaría a los depositarios centrales de valores que, no estando constituidos legalmente en España prestan servicios en España a través de una sucursal.

En relación con lo anterior, el artículo 2 del Reglamento (UE) N.º 909/2014, define a la sucursal como *«un centro de actividad, distinto de la administración central, que forme parte de un depositario central de valores, que no tenga personalidad jurídica y que preste servicios de depositario central de valores cubiertos por la autorización del depositario central de valores»*. En este sentido, el Reglamento (UE) N.º 909/2014 exige, por un lado, a los depositarios centrales de valores autorizados en un Estado miembro y que quieran prestar servicios en otro Estado miembro mediante el establecimiento de una sucursal, que dichos servicios estén cubiertos por la autorización concedida (artículo 23 del Reglamento 909/2014) y, por otro lado, a los depositarios centrales de valores extracomunitarios que quieran prestar los servicios previstos en el Anexo del Reglamento N.º 909/2014, que estén sujetos a un régimen de autorización, supervisión y vigilancia efectivas en su país de origen.

Volviendo al sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, desde una perspectiva del registro contable, lo verdaderamente importante que hay que señalar es que este dicho sistema no es un registro contable, esto es, la información contenida en él no es sustitutiva o equivalente de la información contenida en el registro contable valores gestionado por la Sociedad de Sistemas y sus entidades participantes, de manera que la información válida a efectos de reconocimiento de derechos reales y de presunción de titularidad es la información que consta, en todo caso, en el registro contable de valores. A este respecto, es muy importante hacer una clara distinción entre dicho sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos y el registro contable de valores, en el sentido de tener claro que son dos cosas distintas y no equivalentes puesto que, en caso contrario, puede llegarse a pensar que la información contenida en dicho sistema es sustitutiva de la contenida en el registro contable o, incluso, que dicha información prevalece sobre la existente en el registro contable en caso de errores o discrepancias.

Por ello, teniendo en cuenta lo anterior, entendemos que el legislador no ha regulado acertadamente una de las funciones que impone a dicho sistema (artículo 114.3, letra d), del TRLMV) que consiste en informar diariamente a las entidades emisoras de valores sobre la titularidad de los valores emitidos por éstas cuando así lo soliciten. En este sentido, dicha información no debería ser obtenida del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos sino que tendría que ser recopilada directamente del registro contable de valores, puesto que son los datos del registro contable los que realmente tienen validez frente a terceros desde un punto de vista legal y, tanto es así que, como ya hemos señalado en otras ocasiones, las inscripciones inexactas en el registro contable sólo pueden ser modificadas en virtud de una resolución judicial, salvo que se trate de errores puramente materiales o aritméticos que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento de emisión (artículo 24.1 del RD 878/2015), y ello porque lo que se protege es la seguridad del tráfico jurídico, puesto que no nos olvidemos que se trata de un registro de derechos de propiedad que tiene efectos frente a terceros y respecto del que se predica un principio

de presunción de titularidad a favor de la persona que figure inscrita en dicho registro (artículo 13.1 del TRLMV y artículo 16.1 del RD 878/2015).

Por todo lo anterior, esto es, por el hecho de que el sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos no es un registro contable, a nuestro modo de ver, el legislador no ha regulado correctamente la función atribuida a dicho sistema consistente en suministrar los datos de titularidad a la entidad emisora, por la simple razón de que si hay un error en dicho sistema y, en consecuencia, una discrepancia con respecto al registro contable respecto de los datos de titularidad, se le estará proporcionando al emisor una información incorrecta que no se corresponde con la realidad registral, puesto que, en todo caso, deben prevalecer los datos del registro contable sobre los del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos. En este sentido, si existe una discrepancia entre los datos contenidos en el registro contable y los almacenados en el sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos en ningún caso, se podrían corregir los datos, esto es, modificar el registro contable, a partir de los datos del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, ya que el registro contable es «*inviolable*» al estar bajo la salvaguarda de los Tribunales.

En relación con el tema de eventuales errores en los datos contenidos en el sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, es importante señalar que, aunque el depositario central de valores, esto es, la Sociedad de Sistemas en el caso español, es la entidad responsable de la gestión del mismo, dicha responsabilidad tiene un alcance limitado, puesto que se circunscribe a establecer los medios necesarios para garantizar que la información que se introduce sea completa y se introduzca en el plazo previsto, así como para dotar de suficiente seguridad y confidencialidad a la información suministrada y asegurar el mantenimiento y la continuidad del sistema<sup>309</sup>.

---

<sup>309</sup> Estas obligaciones con calificadas como obligaciones de resultado por TAPIA HERMIDA, A.J., en «*La post-contratación en los mercados secundarios de valores...*», cit., pp. 92 y 93; el cual, identifica también unas obligaciones de medios a cargo de la Sociedad de Sistemas, tales como suscribir los correspondientes contratos en los que establezcan las relaciones jurídicas necesarias para el adecuado funcionamiento del sistema, y publicar las reglas de funcionamiento de dicho sistema,

Por lo tanto, la Sociedad de Sistemas no es responsable de garantizar la corrección, integridad y veracidad de la información suministrada como no podía ser de otra manera, puesto que dicha información es suministrada por cada una de las infraestructuras del mercado y por cada una de las entidades o miembros de las mismas<sup>310</sup>, siendo aquéllas y éstos los responsables de garantizar dicha integridad y veracidad (artículo 116.1 del RD 878/2015), al ser los propietarios de la misma (artículo 40.1 del RSS).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, pensamos que el sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos debe servir a la finalidad de permitir la supervisión mediante la trazabilidad de las operaciones desde la negociación hasta su liquidación y registro pasando por la compensación, así como permitir el intercambio de información entre las distintas infraestructuras (mercado, cámara de contrapartida central, y depositario central de valores), funciones éstas que le atribuye el TRLMV (artículo 114), junto con la de facilitar el control de riesgos y garantías exigibles por las infraestructuras del mercado, esto es, por la cámara de contrapartida central, como un sistema sustitutivo de la referencia de registro concebida para la supervisión pero, en ningún caso, debe considerarse como un registro paralelo o sustitutivo al registro contable de valores anotados y, por tanto, no debería atribuírsele la función de comunicación de titularidades.

---

estableciendo los derechos, obligaciones y responsabilidades de las personas que gestionarán y que harán uso de la información almacenada en el mismo.

<sup>310</sup> El artículo 281.5 del TRLMV el TRLMV tipifica como infracción muy grave «*el incumplimiento por parte de los mercados secundarios oficiales, de los sistemas multilaterales de negociación, de las entidades de contrapartida central y de los depositarios centrales de valores así como de sus respectivos miembros y entidades participantes, de las obligaciones establecidas en el artículo 116.1* (que se refiere a la obligación de comunicación de información por parte de las referidas entidades), *cuando no se trate de un incumplimiento meramente ocasional o aislado o cuando afecte gravemente al funcionamiento del sistema de información al que se refiere dicho artículo*».

## **4.2.6. RELACIÓN JURÍDICA ENTRE LA SOCIEDAD DE SISTEMAS Y SUS CLIENTES**

### **4.2.6.1. CONSIDERACIONES PREVIAS**

En este apartado abordaremos la relación jurídica entre la Sociedad de Sistemas y sus clientes, referidos éstos a los emisores de valores, puesto que son dichas entidades las receptoras del servicio esencial de llevanza del registro contable que presta la Sociedad de Sistemas.

La relación jurídica entre la Sociedad de Sistemas y las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y en sistemas multilaterales de negociación puede decirse que deriva de la obligatoriedad de que sea, para estos casos, la Sociedad de Sistemas la entidad encargada del registro contable.

Los emisores de valores son los sujetos que intervienen, en primer lugar, en el mercado de valores porque son los «*productores*» de los objetos que en él se negocian, y se caracterizan por dos notas relacionadas con su permanencia en el mercado, que son: (i) su sumisión objetiva y ocasional al derecho del mercado de valores y; (ii) su ubicación inicial en el mercado primario de valores<sup>311</sup>.

### **4.2.6.2. NATURALEZA JURÍDICA DE LA RELACION**

Entre la entidad emisora de valores y la Sociedad de Sistemas existe una relación de mandato, en virtud de la cual, la Sociedad de Sistemas se obliga por cuenta de la entidad emisora a llevar el registro contable de una emisión de valores. Se trata, por consiguiente, de un servicio de gestión de anotaciones que constituye el presupuesto necesario para la posterior celebración de la pluralidad de contratos auxiliares

---

<sup>311</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*Derecho del Mercado de Valores*», cit. p. 62.

secundarios de administración de valores entre el público y las entidades participantes<sup>312</sup>.

Se trata de un mandato que reúne los requisitos previstos en el artículo 244 del CCom. para ser calificado como una comisión mercantil, ya que tiene por objeto una operación de comercio, puesto que, por una parte, el registro de los valores es una actividad mercantil reservada a determinados comerciantes, en el caso de los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, como hemos visto, a los depositarios centrales de valores y, por otra parte, la Sociedad de Sistemas, en calidad de comisionista, es un comerciante, por ser una sociedad mercantil y dedicarse habitualmente al ejercicio de una actividad de comercio. La regulación de esta relación entre la entidad emisora y la Sociedad de Sistemas se encuentra en el TRLMV y en el RD 878/2015, junto con lo dispuesto en el RSS. Subsidiariamente, se aplican las reglas de la comisión del CCom. y, en su caso, las del mandato contenidas en el CC.

En el caso de los valores que están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación puede decirse que la autonomía de la voluntad de las partes se encuentra más limitada que en los supuestos de la llevanza del registro contable de valores no admitidos a negociación puesto que, la entidad emisora, no puede designar a una entidad de crédito o empresa de servicios de inversión que preste servicios de custodia sino que tiene que designar, obligatoriamente, a un depositario central de valores<sup>313</sup>.

En el caso de la Sociedad de Sistemas como depositario central de valores designado, la relación jurídica entre el emisor de los valores y aquélla se fundamenta, contractualmente hablando, en el documento de emisión, en el cual, se contiene la designación de la Sociedad de Sistemas como entidad encargada del registro contable y, adicionalmente, y tras la entrada en vigor del nuevo RSS y de sus circulares de

---

<sup>312</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., «*El contrato de cuenta corriente...*», ob., cit., p. 294.

<sup>313</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., «*El contrato de cuenta corriente...*», ob., cit., p. 285.

desarrollo y en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 49 del Reglamento (UE) N.º 909/2014, en un documento contractual que es una solicitud de registro de valores realizada por el emisor en el que éste se compromete a cumplir con las obligaciones y la normativa de ordenación de la Sociedad de Sistemas que resulte de aplicación por mantener sus valores registrados en la misma.

La designación como entidad encargada del registro contable requiere contar con la aceptación de los mandatarios para poder inscribirse en el Registro Mercantil, esto es, de la Sociedad de Sistemas, la cual, la suscribe en su nombre y por cuenta propia y de las entidades participantes.

#### **4.2.6.3. LA LIBERTAD DE ELECCIÓN**

Con la implantación de la reforma del Sistema Compensación, Liquidación y Registro de Valores español y bajo el nuevo RSS, se ha dado un mayor protagonismo y relevancia a la figura de los emisores de valores y a los servicios que se les pueden prestar desde la Sociedad de Sistemas, en parte, y en nuestra opinión, debido a la libertad de elección que se reconoce en el Reglamento (UE) N.º 909/2014 a los emisores de valores para que puedan elegir cualquier depositario central de valores de entre los autorizados en la Unión Europea para el registro de sus valores.

En efecto, el Reglamento (UE) N.º 909/2014, en aras de una armonización europea, de la eliminación de barreras y del fomento de la libre competencia entre los depositarios centrales de valores, ha venido a introducir en su artículo 49 un cambio sustancial en la regulación existente hasta ese momento y es la posibilidad de los emisores de elegir, como depositario central de valores, a uno ubicado fuera de su territorio nacional. En este sentido, en el Considerando 56 del referido Reglamento se viene a justificar y explicar esta nueva regulación en los siguientes términos: *«En muchos Estados miembros, la legislación nacional obliga a los emisores a emitir determinados tipos de valores, en particular las acciones, a través de los DCV nacionales. Con objeto de eliminar este obstáculo al correcto funcionamiento del*

*mercado de postnegociación de la Unión, y de permitir a los emisores optar por la manera más eficiente de gestionar sus valores, resulta oportuno que los emisores tengan derecho a recurrir a cualquier DCV establecido en la Unión para que registre sus valores y les preste cualquier servicio pertinente propio de un DCV. Dado que el ámbito de aplicación del presente Reglamento no incluye la armonización del Derecho de sociedades de los distintos países, deben seguir siendo de aplicación las disposiciones del Derecho de sociedades nacional o las disposiciones legales similares al amparo de las cuales se emiten los valores, y deben arbitrarse medidas para garantizar que los requisitos de dichas disposiciones puedan cumplirse cuando se ejerza el derecho de elección de DCV. Estas disposiciones del Derecho de sociedades nacional o disposiciones legales similares al amparo de las cuales se emiten los valores son las que rigen la relación entre el emisor y el titular o cualquier otro tercero y sus respectivos derechos y deberes derivados de los valores, como los derechos de voto, los dividendos y las actuaciones societarias».*

Ahora bien, tal y como se recoge en el Considerando 56 y en el artículo 49 del Reglamento, este derecho reconocido a los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, de registrar sus valores en cualquier depositario central de valores debidamente autorizado y establecido en cualquier Estado miembro, no implica un cambio en la legislación aplicable a los valores, sino que seguirá siendo de aplicación el derecho de sociedades o la legislación similar del estado miembro en el que se hayan emitido los valores.

No obstante lo anterior, este principio puede tener excepciones, tal y como ha reconocido la Comisión Europea en un informe emitido el 10 de junio de 2016, en el que ha venido a clarificar el alcance del artículo 49 en los siguientes términos: *«If the national law of the issuer determines that any issue of equities should be governed by the national law of the issuer, indeed the national law of the issuer would be the “law under which the securities are constituted” in the meaning of article 49 (1) of CSDR. This would seem to be the case for most equities. It is, however, possible that in case of debt securities, the national law of the issuer allows that the law governing the issue*

*can be chosen contractually. In such case, it would be the law which is contractually chosen (and not the law of the issuer) which should be considered as a “law under which the securities are constituted” in the meaning of Article 49 (1) of CSDR».* Por lo tanto, existe la posibilidad de que la legislación de un estado miembro, especialmente para el caso de valores de deuda, permita elegir contractualmente una ley diferente de la ley aplicable al emisor como la ley reguladora de la emisión.

El hecho de que, salvo excepciones, se siga aplicando la legislación del emisor es, bajo nuestro criterio, completamente lógico ya que ello tiene como finalidad la protección jurídica de los inversores, puesto que pensemos en el caso de un inversor que ha adquirido valores emitidos por una sociedad en España y, por tanto, sus derechos como inversor se rigen bajo la legislación española (artículo 10.3 del CC) siendo el más importante de los mismos el de la presunción de titularidad, y dicha sociedad decide que sus valores estén registrados en un depositario central de valores extranjero, pues bien, dicha decisión no puede implicar una modificación de la legislación bajo la cual se han emitido los valores puesto que ello supondría, en primer lugar, una infracción de la Ley y, segundo lugar, una inseguridad jurídica para el inversor que se vería sometido a una legislación que desconoce y que supondría, seguramente, una pérdida de los derechos y principios reconocidos bajo la legislación española, entre ellos, el de la presunción de titularidad.

Dicho lo anterior, este derecho de los emisores a elegir libremente el depositario central de valores es, en realidad, un derecho que se encuentra limitado a la hora de aplicarlo en la práctica puesto que resulta especialmente complejo que un depositario central de valores extranjero tenga que cumplir con las principales disposiciones societarias y las reguladoras del registro contable español. En este sentido, pensemos, por ejemplo, en el principio de legitimación registral, fundamental bajo el derecho español. Pues bien, si un emisor ha emitido valores admitidos a negociación en España y decide que el depositario central de valores encargado del registro contable de los mismos sea un depositario central de valores de otro Estado de la Unión Europea, dicho depositario deberá reconocer a los inversores españoles que figuren en su registro

contable como titulares legítimos bajo prueba en contrario, a pesar de que dicha presunción no se recoja en la legislación nacional de dicho depositario central de valores. Como vemos, se trata de un derecho que, en la práctica, tiene algunas dificultades en cuanto a su articulación.

Como consecuencia de la previsión relativa a que se seguirá aplicando la legislación del Estado miembro en el que se hayan emitido los valores, el artículo 49 del Reglamento (UE) N.º 909/2014, obliga a los Estados miembros a elaborar una lista de las disposiciones más relevantes de la legislación nacional, y a las autoridades supervisoras de cada Estado miembro a comunicar dicha lista a la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Dicha lista es pública y está actualmente publicada en la web de dicha autoridad si bien, entendemos que la utilidad de la misma es limitada puesto que exige que las autoridades nacionales supervisoras de cada Estado informen de las modificaciones que se produzcan en la legislación nacional, algo que muchas veces no se produce, por lo que el inversor se puede encontrar con que la legislación contenida en la lista está derogada.

#### ***4.2.6.4. REGIMEN DE DERECHOS Y OBLIGACIONES. ESPECIAL MENCION AL DERECHO A CONOCER LA IDENTIDAD DE LOS ACCIONISTAS***

Las entidades emisoras de valores tienen que cumplir con una serie de obligaciones frente a la Sociedad de Sistemas las cuales son, fundamentalmente, la de comunicar cualesquiera modificaciones que afecten a los derechos, obligaciones y demás circunstancias del valor anotado; la de proporcionar la información necesaria y con los formatos y dentro de los plazos establecidos relativa a las operaciones financieras y societarias que lleven a cabo; la de cumplir con la regulación sobre el registro de valores; y la de pagar las tarifas debidas por los servicios recibidos.

Como contraprestación, las entidades emisoras tendrán derecho a acceder a los servicios prestados por la Sociedad de Sistemas en condiciones de igualdad y no discriminación, no obstante lo cual, la Sociedad de Sistemas, como cualquier otro

depositario central de valores europeo, tiene el derecho de poder denegar a un emisor la prestación de servicios basándose en los resultados de un análisis de riesgos exhaustivo o bien, en el caso de que la Sociedad de Sistemas no preste el servicio de registro inicial de valores emitidos al amparo del derecho de sociedades o legislación similar del Estado miembro de que se trate (artículo 49.3 del Reglamento (UE) N.º 909/2014). Respecto de esto último, hay que entender que dicho supuesto sería el caso en que la Sociedad de Sistemas tuviera que cumplir con alguna disposición de la legislación del Estado miembro en el que se emiten los valores del emisor que le ha designado con la que no pudiera cumplir operativamente o normativamente. El supuesto inverso sería el caso al que nos referíamos anteriormente en el que un depositario central de valores extranjero tuviera que registrar valores emitidos en España y reconocer, entre otras cosas, una presunción de titularidad a quienes figurasen en su registro contable, y no pudiese hacerlo porque dicho reconocimiento fuera, por ejemplo, contrario a su legislación nacional.

Este derecho de la Sociedad de Sistemas de denegar a un emisor la prestación de servicios se complementa con el recíproco derecho que asiste al emisor de, ante dicha denegación, formular una reclamación ante la CNMV, la cual, deberá examinar detenidamente las razones de la negativa y dar al emisor una respuesta razonada, elaborando un análisis de la reclamación que tendrá que someter a consideración de la autoridad competente del país de establecimiento del emisor (en el caso de que se trate de un emisor establecido fuera del territorio español) y, en el caso de que dicha autoridad no esté de acuerdo con el análisis realizado, cualquiera de las dos autoridades podrá someter la cuestión a la Autoridad Europea de Valores y Mercados, cuya decisión, en caso de que las dos autorizadas no lleguen a un acuerdo, será vinculante (artículo 19.3 del Reglamento (UE) N.º 1095/2010). En el caso de que finalmente la negativa de la Sociedad de Sistemas se considerase injustificada, la CNMV dictará resolución para requerirle a que preste los correspondientes servicios al emisor (artículo 49.4 Reglamento (UE) N.º 909/2014).

Volviendo a los derechos que tienen los emisores, otro de los derechos que reviste especial interés es el derecho de conocer la identidad de sus accionistas en cualquier momento, para lo cual, la Sociedad de Sistemas tiene establecidos los mecanismos necesarios para prestar dicho servicio de comunicación de titularidades, los cuales, permiten a la Sociedad de Sistemas obtener dicha información en colaboración con las entidades participantes, puesto que éstas deben suministrar la información que conste en sus registros de detalle a la que no tiene acceso la Sociedad de Sistemas.

La obligación de suministrar a las entidades emisoras los datos relativos a los accionistas tiene su razón de ser en el hecho de que, al estar los valores representados mediante anotaciones en cuenta y no existir una res corporal, la legitimación debe acreditarse por medios diferentes de la posesión, y esa forma de acreditarse es a través de los datos que consten en el registro contable del depositario central de valores. Ahora bien, no sólo las entidades emisoras de valores tienen derecho a conocer quiénes son sus accionistas sino que, por ejemplo, a la Administración Tributaria se le reconoce por Ley el derecho de que las entidades emisoras de valores, las Sociedades o Agencias de Valores y demás intermediarios financieros, le comuniquen cualquier operación de emisión, suscripción y transmisión de valores en la que hubiesen intervenido (artículo 315 del TRLMV). Para cumplir con esta obligación, se tendrán que facilitar las relaciones nominales de compradores y vendedores, la clase y número de valores transmitidos, la fecha de la transmisión, los precios de compra y venta, y el número de identificación fiscal del comprador y vendedor. Igualmente, la CNMV también tiene el derecho a que las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros le comuniquen el detalle de dichas operaciones, incluidos los datos de identidad de los clientes por cuenta de los cuales hayan ejecutado dichas operaciones (artículo 89 y 91 del TRLMV).

El derecho de las entidades emisoras a conocer los datos de la identidad de sus accionistas se encuentra regulado en el artículo 497 del TRLSC y en el artículo 23 del RD 878/2015. A este respecto, hay que señalar que es la propia sociedad la que aparece como primera titular del derecho, lo que implica que su ejercicio necesitará de una

actuación por parte de los administradores o del equipo directivo, ya que a éstos compete la ejecución de los actos de diversa naturaleza orientados a la atención de los derechos de los accionistas o a la organización de la vida societaria<sup>314</sup>.

Con carácter previo al análisis de los referidos artículos, resulta interesante realizar un análisis de la regulación existente con anterioridad. En este sentido, la Disposición Adicional primera del TRLSA establecía, en su punto sexto, que las entidades que, de acuerdo con la normativa reguladora del mercado de valores hubieran de llevar los registros contables de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, estaban obligadas a comunicar a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas. El artículo 497 del TRLSC, en su antigua redacción vigente hasta el 5 de marzo de 2011, antes de la modificación operada por la Disposición Final vigésima quinta de la Ley 2/2011, adoptó la misma redacción que la Disposición Adicional primera del TRLSA anteriormente referida. Esta redacción fue vista por cierta parte de la doctrina como un apoyo a la tesis del carácter nominativo de las anotaciones en cuenta, sin embargo, sólo a partir de esta Disposición Adicional primera del TRLSA, no es posible concluir como ha apuntado algún autor, la posibilidad de aplicar normas que son propias de las acciones nominativas a los titulares de valores anotados en cuenta<sup>315</sup>.

En relación con esa antigua redacción del artículo 497 del TRLSC, opinamos que, dicha redacción era incompleta puesto que no precisaba con qué frecuencia debía el depositario central de valores comunicar dichos datos a la sociedad emisora, al contrario de lo que sucede con su redacción actual, en la que sí se precisa que la entidad emisora tendrá derecho a obtener los datos en cualquier momento y, por otro lado, tampoco precisaba qué tipos de datos podían obtener las emisoras, por contraposición a su redacción actual, que estipula que la entidad emisora tendrá derecho a obtener direcciones y medios de contacto.

---

<sup>314</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. / SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «*Instituciones de derecho mercantil*», ob., cit., p. 647.

<sup>315</sup> CORTÉS GARCÍA, E., «*La Desmaterialización...*», ob., cit. p. 255.

Esta obligación impuesta a las entidades encargadas de los registros contables tenía, y tiene su razón de ser, en el hecho de poder permitir a las entidades emisoras comprobar la legitimación de quienes pretender ejercer los derechos sociales, si bien, lo que no preveía la Disposición Adicional primera, punto sexto, del TRLSA, ni el artículo 497 del TRLSC, con anterioridad a la modificación operada por la Disposición Final vigésima quinta de la Ley 2/2011, era que el derecho de la emisora a que se le comunicase la identidad de los accionistas se le reconociese en cualquier momento. De hecho, el artículo 22.2 del RD 116/1992, dictado en desarrollo de esa Disposición Adicional primera, punto sexto, del TRLSA, contemplaba la obligación de la Sociedad de Sistemas de suministrar a las entidades emisoras los datos de sus accionistas, pero sólo con ocasión de la celebración de una junta general y referidos a los cinco días previos a la fecha prevista para la celebración de la Junta. Dicha restricción no tenía, en nuestra opinión, ninguna justificación, puesto que las entidades emisoras pueden necesitar acreditar, en cualquier momento, la condición de accionista o la titularidad de un determinado porcentaje del capital por un socio o grupo de socios.

El referido artículo 22 del RD 116/1992, contemplaba dos tipos de supuestos en relación con el suministro de información por parte de la Sociedad de Sistemas: uno específico, previsto en el apartado primero, para las sociedades cuyos títulos habrían de ser nominativos por disposición legal; y uno general, previsto en el apartado segundo, que es el que hemos analizado anteriormente. En el caso de las sociedades cuyos títulos habrían de ser nominativos por disposición legal, la Sociedad de Sistemas debía comunicar a las mismas, dentro de los procesos de liquidación, todas las operaciones realizadas sobre sus acciones, con el fin de que estas sociedades tuvieran la información necesaria para poder actualizar, posteriormente, su libro registro de acciones nominativas. De todo ello se desprende que, el derecho de los emisores a conocer la identidad de sus accionistas se reconocía ampliamente a aquéllos cuyas acciones eran nominativas en virtud de disposición legal; mientras que, sin embargo, los emisores cuyas acciones no eran nominativas en virtud de disposición legal tenían este derecho más limitado. En este sentido, consideramos que no había razón que justificase esta distinción, la cual, no estaba prevista en la Disposición Adicional primera, punto sexto,

del TRLSA, es decir, no había razón para que las sociedades cuyos valores no eran nominativos no tuviesen derecho a recibir una información diaria como las sociedades de valores nominativos o, por lo menos, con la frecuencia que ellos quisieran, sin tener que esperar a que hubiese una Junta.

Es necesario señalar que este apartado primero del artículo 22 del RD 116/1992, tenía su razón de ser en el hecho de permitir que estas sociedades cumplieran con las obligaciones que se derivan de la nominatividad, entre ellas, las derivadas de la transparencia frente a las autoridades supervisoras, puesto que, según lo dispuesto en el artículo 116.1 del TRLSC (antiguo artículo 55.3 del TRLSA), las acciones nominativas deben figurar en un libro-registro que debe llevar la sociedad, y en el que se tienen que inscribir las sucesivas transferencias de acciones, así como la constitución de gravámenes y otros derechos reales. Este libro registro tiene una finalidad legitimadora, no constitutiva, de manera que la sociedad ha de reputar como accionista a la persona que figure inscrito en él<sup>316</sup>, de ahí la importancia que reviste el hecho de que las sociedades con valores nominativos por imperativo legal, deban disponer en todo momento una información actualizada de sus accionistas.

Con el objetivo de poner fin a la distinción anteriormente señalada, la Ley 2/2011, modificó el artículo 497 del TRLSC, para precisar con mayor claridad el alcance del derecho de las entidades emisoras a conocer la identidad de sus accionistas y así establece que, las entidades que hayan de llevar los registros contables de valores representados por medio de anotaciones en cuenta están obligadas a comunicar a las sociedades emisoras, en cualquier momento que lo soliciten y con independencia de que sus acciones tengan o no que ser nominativas por disposición legal, los datos necesarios para la comunicación con sus accionistas, incluidas las direcciones y medios de contacto de que dispongan. Se pone fin, por tanto, a la distinción y al trato diferenciado existente hasta ese momento entre las sociedades cuyas acciones son nominativas por disposición legal y las sociedades cuyas acciones no son nominativas por disposición legal.

---

<sup>316</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. / SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Instituciones de derecho mercantil», ob., cit., p. 464.

Hay que señalar que el referido artículo 497 del TRLSC sólo es aplicable a las sociedades que tengan sus acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial debido a que dicho artículo forma parte del Título XIV que regula el régimen de las sociedades anónimas cotizadas y éstas son, según el artículo 495.1 del TRLSC, las que tienen sus acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial, por lo que quedan fuera del mismo las sociedades que tienen sus valores admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación, lo que nos conduce a la pregunta de qué ocurre con las sociedades que tienen sus acciones admitidas a negociación en dichos sistemas y cuyas acciones no son nominativas por disposición legal como, por ejemplo, las empresas admitidas a negociación en el segmento de Empresas en Expansión del Mercado Alternativo Bursátil, ya que, según lo anterior, éstas no tendrían derecho a conocer la identidad de sus accionistas en cualquier momento.

En este sentido, el actual artículo 23 del RD 878/2015, distingue entre tres supuestos, el primero de los cuales, se circunscribe a las sociedades cuyas acciones deben ser nominativas por disposición legal y, en relación con el mismo, impone al depositario central de valores que sus normas de funcionamiento contengan las previsiones necesarias para que, dentro de los procesos de liquidación, todas las operaciones que se realicen sobre las acciones sean comunicadas a dichas sociedades, por lo que en este supuesto no tendrían cabida las sociedades cuyos valores no son nominativos y están admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación, pero sí tendrían cabida aquéllas con valores nominativos por disposición legal y admitidos a negociación en sistemas multilaterales de negociación, por ejemplo, las Sociedades de Inversión de Capital Variable.

En relación con lo anterior, entre las sociedades cuyas acciones deben ser nominativas por disposición legal, además de las Sociedades de Inversión de Capital Variable, cabe mencionar a las siguientes: los bancos privados, el Instituto de Crédito Oficial, las Cajas de Ahorros y las Cooperativas de Crédito que revistan forma de sociedad anónima, de conformidad con lo establecido en la Disposición Adicional séptima de la Ley 10/2014. Por otro lado y, con carácter general, según lo dispuesto en

el artículo 113 y en el artículo 118.2 del TRLSC, las acciones, ya estén representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta, revestirán necesariamente forma nominativa cuando: (i) existan desembolsos pendientes; (ii) cuando su transmisión esté sujeta a restricciones; y (iii) cuando lleven aparejadas prestaciones accesorias.

El segundo de los supuestos del artículo 23 del RD 878/2015, establece la obligación de los depositarios centrales de valores de disponer de procedimientos para informar a cualquier sociedad, aunque sus acciones no sean obligatoriamente nominativas, de la identidad de sus accionistas, incluidas direcciones y medios de contacto, para permitir la comunicación con aquéllos de conformidad con lo previsto en el artículo 497 del TRLSC. Al vincular dicha comunicación con lo establecido en el artículo 497 del TRLSC, quedarían excluidas necesariamente las sociedades cuyos valores están admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación.

Finalmente, el tercer supuesto se refiere a la obligación de los depositarios centrales de valores de canalizar las solicitudes de información sobre accionistas que las sociedades formulen con ocasión de la celebración de cualquier Junta general y con una antelación de cinco días a la fecha prevista de la Junta. Es en este supuesto dónde sí cabrían tanto las sociedades que tienen sus valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial como las que los tienen admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación, ahora bien, dicho derecho reconocido a las sociedades cuyos valores están admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación se ve circunscrito, única y exclusivamente, al derecho de conocer la identidad de los accionistas con ocasión de la celebración de una Junta general.

Por lo tanto, de todo lo anterior se puede concluir que la Ley no reconoce, con carácter general, un derecho de los emisores de valores admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación a conocer la identidad de sus accionistas en cualquier momento, como sí se le reconoce, por el contrario, a las sociedades que tienen sus valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, sino que el

derecho a conocer la identidad de los accionistas que la Ley reconoce a las sociedades cuyos valores están admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación está circunscrito o limitado a conocer dicha identidad con ocasión de la celebración de una Junta, salvo el supuesto de que sus acciones tengan que ser nominativas por disposición legal, en cuyo caso, se le reconoce en cualquier momento.

Ahora bien, consideramos que no resulta lógico que las sociedades cuyos valores no son nominativos y que están admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación no tengan derecho a conocer la identidad de sus accionistas en cualquier momento. Tanto es así, que la Sociedad de Sistemas sí provee de este servicio a dichas entidades al amparo de lo previsto en el artículo 26 del RSS, en el cual, se distinguen dos servicios, uno de comunicación diaria de titularidades que se presta a sociedades emisoras de valores nominativos y a aquellas otras emisoras sin distinción que lo soliciten, y otro servicio que se presta a todas las entidades emisoras sin excepción que, con motivo de la Junta general o en cualquier momento, soliciten conocer la identidad de sus accionistas para comunicarse con ellos. Ninguno de los servicios anteriores se vincula expresamente con lo dispuesto en el artículo 497 del TRLSC y, además, se dispone que pueden acceder al mismo todas las entidades emisoras sin excepción, luego ambos son aplicables a cualquier entidad emisora de valores tanto si tiene dichos valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial como si los tiene admitidos en un sistema multilateral de negociación o como si no los tiene admitidos a negociación.

Por otro lado, una de las últimas modificaciones del artículo 497 del TRLSC, y que está en vigor desde el 24 de diciembre de 2014, fue la operada por el apartado treinta, del artículo único, de la Ley 31/2014, en virtud de la cual, se reconoció a las asociaciones de accionistas constituidas en la sociedad emisora y que representen al menos el uno por ciento del capital social el derecho a conocer los datos correspondientes a los accionistas de la entidad emisora e, igualmente, se reconoció dicho derecho a los accionistas que tengan individual o conjuntamente una participación de, al menos, el tres por ciento del capital social, si bien, este derecho de minoría está

limitado en cuanto a su finalidad, puesto que sólo podrá ejercitarse para facilitar la comunicación de los accionistas con otros accionistas para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses.

El artículo 497.2 del TRLSC ha previsto también que cuando este derecho sea objeto de una utilización abusiva o perjudicial por parte de una asociación de accionistas o por accionistas minoritarios éstos serán responsables de los daños y perjuicios causados. Con esta previsión se destaca que el ejercicio de este importante derecho no admite una finalidad desleal y, en este sentido, el concepto de uso abusivo o perjudicial apunta a la obtención de información de los registros de valores para su aplicación con una finalidad extraña a la que menciona el artículo 497 del TRLSC y, en especial, para causar un daño a la propia sociedad. No obstante lo anterior, la aplicación de esta disposición no resulta sencilla por la vaguedad de los conceptos jurídicos que legitiman el uso de este derecho puesto que la «*mejor defensa de los intereses comunes*» es una referencia genérica que no facilita diferenciar el ejercicio lícito de este derecho respecto del que no lo es<sup>317</sup>.

En relación con el ejercicio de este derecho por parte de las asociaciones o accionistas minoritarios, es importante señalar que los mismos, en el caso de que deseen ejercitarlo, quedan sujetos, al igual que ocurre con las entidades emisoras, al pago de las tarifas previstas por la Sociedad de Sistemas por la prestación de dicho servicio.

Por otro lado, conviene hacer referencia a una modificación operada bajo la nueva redacción del artículo 23 del RD 878/2015, en el cual, ya no aparece la previsión que se contenía en el artículo 22.3 del RD 116/1992 y que establecía que cualquier información de que dispusieran las entidades emisoras sobre la identidad de sus accionistas debería estar permanentemente a disposición de cualquiera de ellos, de manera que se puede decir que dicha norma trataba de cumplir una función idéntica a la prevista en el artículo 116.3 del TRLSC, respecto del libro registro de acciones nominativas, en el que se

---

<sup>317</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. / SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «*Instituciones de derecho mercantil*», ob., cit., p. 647.

establece que cualquier accionista podrá examinar el libro registro de acciones nominativas, conociendo, de esta manera, la identidad del resto de accionistas.

En relación con lo anterior, debe hacerse notar que el amplio derecho de consulta que se establecía en este apartado tercero del artículo 22 del RD 116/1992, carecía del adecuado refrendo legal al haberse creado por vía reglamentaria y, por otro lado, consideramos que, tal y como estaba redactado dicho apartado, éste no permitía dar cumplimiento a su objetivo de facilitar a los accionistas el conocer quiénes eran los demás socios, ya que la obligación de informar recaía sobre las entidades emisoras y no sobre las entidades encargadas de los registros contables, que son las que disponen de los datos y, además, el contenido de la obligación se circunscribía a «*cualquier información de que dispongan*», de manera que, la entidad emisora, ante una solicitud de información, podía responder que no disponía de datos al no habérselos pedido a la entidad encargada del registro contable, por lo que pudiera ser por este motivo de escasa utilidad para la finalidad perseguida por el que el legislador haya decidido eliminar dicha previsión en el nuevo RD 878/2015, teniendo en cuenta, además, el nuevo derecho reconocido a las asociaciones o a los accionistas que representen al menos el tres por ciento del capital social de conocer la identidad del resto de accionistas.

#### **4.2.6.5.DERECHO DE RENUNCIA Y SUSTITUCIÓN**

El derecho de renuncia puede ser ejercitado por parte de la entidad encargada del registro contable mientras que el derecho de sustitución se reconoce a la entidad emisora de los valores. Ambos se encuentran previstos en el artículo 49 del RD 878/2015, si bien, limitados a los supuestos de valores que no están admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales ni en sistemas multilaterales de negociación.

En este sentido, una entidad emisora de valores no admitidos a negociación en los referidos mercados o sistemas podrá decidir transferir el registro contable a otra entidad encargada y, recíprocamente, una entidad encargada del registro contable de valores no

cotizados, entidad que podría ser la Sociedad de Sistemas como depositario central de valores que puede llevar el registro contable de valores no admitidos a negociación en virtud del artículo 8.2 del TRLMV, podrá renunciar a su función proponiendo a la entidad emisora que nombre a una nueva entidad encargada del registro contable.

La cuestión de traer a colación este tema es preguntarse el porqué no se reconocen los mismos derechos cuando los valores están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación. Pues bien, debemos recordar que, en estos casos, la entidad encargada del registro contable debe ser necesariamente un depositario central de valores y sus entidades participantes (artículo 31.1 del RD 878/2015), lo cual no es óbice, bajo nuestro punto de vista, para que se reconozcan unos derechos similares de sustitución y renuncia debido a que, bajo el artículo 49 del Reglamento (UE) N.º 909/2014, los emisores tienen derecho a disponer que sus valores, cuando estén admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, puedan ser registrados en cualquier depositario central de valores autorizado y establecido en cualquier Estado miembro, lo cual, quiere decir que los emisores tienen un abanico de depositarios a los que encomendarle el registro contable, punto que se refleja en el hecho de que el RD 878/2015 utiliza el término de depositario central de valores, sin referirse expresamente a la Sociedad de Sistemas como ocurría bajo el RD 116/1992, lo cual, es lógico, puesto que aparte de los depositarios centrales autorizados en otro Estado miembro podrían existir varios depositarios centrales de valores autorizados en España.

Teniendo en cuenta lo anterior, la ausencia de la previsión de dichos derechos para los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación debe buscarse en el hecho de que el legislador ha omitido, tanto en el artículo 8.3 del TRLMV que dispone que: *«cuando se trate de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores será el depositario central de valores designado que ejercerá tal función junto con sus entidades participantes»*, como en el artículo 31.2 del RD 878/2015, que

estipula que: *«la llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación corresponderá a un depositario central de valores y a sus entidades participantes»*, cualquier referencia a que el depositario central de valores es designado por el emisor, al contrario de lo que sucede en el caso de los valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, donde el artículo 8.2 del TRLMV dispone que: *«cuando se trate de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales ni en sistemas multilaterales de negociación, dicha entidad (la encargada del registro contable) será libremente designada por la emisora...»*; y el artículo 48.1 del RD 878/2015 estipula que: *«la llevanza del registro contable de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación corresponderá a la entidad que designe la emisora...»*.

La anterior omisión por parte del legislador es una omisión deliberada, la cual, viene motivada, a nuestro parecer, por el hecho de que el legislador se ha condicionado a sí mismo por el tenor literal de la norma que regula cómo deben articularse las relaciones jurídicas entre las infraestructuras de contratación y las de compensación y liquidación plasmada en el artículo 76 del RD 878/2015, en el que se dispone que: *«las relaciones entre los mercados secundarios oficiales y los sistemas multilaterales de negociación constituidos con arreglo a la normativa española con las entidades de contrapartida central y con los depositarios centrales de valores designados por aquéllos se regularán a través de los correspondientes convenios»*. En este sentido, y como se puede comprobar con la redacción del artículo, el legislador se ha dejado llevar, única y exclusivamente, por la designación que, efectivamente, las Sociedades Rectoras de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación tienen que hacer de un depositario central de valores para que liquide todas las operaciones que se negocian en dicho mercado o sistema multilateral de negociación, pero dicha designación no debe considerarse incompatible ni debe impedir reconocer expresamente el derecho de los emisores a designar a una entidad encargada del registro contable. De hecho, tanto es así, que si comprobamos la regulación existente

sobre esta materia en el TRLMV, en concreto, en el artículo 93.2, es posible comprobar cómo se reconocen expresamente ambos derechos al disponer que: *«con el objeto de atender la liquidación de operaciones ejecutadas en mercados secundarios oficiales, sus sociedades rectoras suscribirán acuerdos con al menos un depositario central de valores y, en su caso, con una o varias entidades de contrapartida central, sin perjuicio del derecho de los emisores a disponer que sus valores sean registrados en cualquier depositario central de valores de conformidad con el artículo 49 del Reglamento (UE) N.º 909/2014...»* La misma redacción es aplicable a los valores admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación (artículo 328.2 del TRLMV). En este sentido, resulta contradictorio que el legislador no haya hecho una mención expresa a que el depositario central de valores es designado por el emisor en el propio artículo 8.3 del TRLMV, que regula específicamente quién es la entidad encargada del registro contable y, en cambio, sí lo reconozca en un artículo que regula los acuerdos entre las diferentes infraestructuras.

Por lo tanto, a la vista de lo anterior, resulta claro que los emisores de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación tienen un derecho reconocido no sólo por el artículo 93.2 del TRLMV sino también y, más importante, por el artículo 49 del Reglamento (UE) N.º 909/2014, a designar al depositario central de valores que deseen para que se encargue del registro contable de sus valores. Por lo tanto, teniendo esto en cuenta, es decir, que el derecho a designar a la entidad encargada del registro contable recae en el emisor, consideramos que debería existir una previsión para los casos de los emisores con valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación relativa al derecho del emisor a sustituir a un depositario central de valores por otro de su elección y, recíprocamente, el derecho del depositario central de valores a poder renunciar a la llevanza del registro contable proponiendo al emisor otro depositario central de valores.

## **4.3. LAS ENTIDADES PARTICIPANTES**

### ***4.3.1. ÁMBITO SUBJETIVO, CLASES, Y PÉRDIDA DE LA CONDICIÓN***

Se puede decir que las entidades participantes son la razón de ser de la Sociedad de Sistemas puesto que, sin éstas, la Sociedad de Sistemas no podría existir, puesto que son éstas las que tienen que abrir las cuentas de valores para registrar sus valores propios o de los de sus clientes y, es por ello, por lo que son conjuntamente responsables con la Sociedad de Sistemas de la correcta llevanza del registro contable.

Ahora bien, no cualquier entidad puede ser entidad participante en la Sociedad de Sistemas sino que sólo pueden serlo las siguientes categorías de entidades: el Banco de España; una entidad de crédito; una empresa de servicios de inversión; la Administración General de Estado o la Tesorería General de la Seguridad Social; un depositario central de valores o una entidad de contrapartida central debidamente autorizados como tales; o bien, una institución de derecho público o una persona jurídico-privada habilitada por una disposición de carácter general para participar en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas (artículo 9 del RSS).

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 33.1 del Reglamento (UE) N.º 909/2014, los criterios de participación de la Sociedad de Sistemas deben ser públicos y deben permitir un acceso abierto y equitativo a todas las personas jurídicas que deseen adquirir la condición de entidad participante. Dichos criterios deben ser transparentes, objetivos y no discriminatorios, con el fin de garantizar un acceso en abierto y en igualdad de condiciones, y deberán tener en cuenta los riesgos para la estabilidad financiera y para correcto funcionamiento de los mercados. En este sentido, aquellos criterios que restrinjan el acceso sólo estarán autorizados cuando su objetivo sea controlar de manera justificable un riesgo para la Sociedad de Sistemas.

La Sociedad de Sistemas sólo podrá denegar el acceso a una entidad que desee ser participante mediante escrito motivado y basado en un análisis de riesgos exhaustivo, en cuyo caso, dicha entidad tendrá derecho a reclamar ante la CNMV, que examinará las razones de la negativa y dará a la entidad solicitante una respuesta motivada. En el supuesto de entidades no establecidas en territorio español, la CNMV deberá consultar sobre su análisis de la reclamación a la autoridad competente del Estado de la entidad solicitante y, en el caso de que la CNMV no esté de acuerdo con lo que disponga la otra autoridad competente, cualquiera de las dos podrá someter la cuestión a la Autoridad Europea de Valores y Mercados cuya decisión, en caso de que las dos autorizades no lleguen a un acuerdo, será vinculante (artículo 19.3 del Reglamento (UE) N.º 1095/2010). En el caso de que la negativa de la Sociedad de Sistemas a otorgar el acceso a una entidad se considere injustificada, la CNMV dictará resolución obligando a la Sociedad de Sistemas a otorgar acceso a la entidad solicitante (artículo 33.3 del Reglamento (UE) N.º 909/2014).

Se distinguen dos clases de entidades participantes: (i) las Simples, que son aquéllas que están autorizadas exclusivamente a mantener cuentas propias en el registro central; y (ii), las Registradoras, que son las que están autorizadas adicionalmente a solicitar la apertura de cuentas generales de terceros y cuentas individuales de terceros, incluyendo cuentas especiales de intermediario financiero, ya sea como subtipo de cuenta propia o subtipo de cuenta individual de terceros (artículo 7 del RRS).

La pérdida de la condición de entidad participante se produce en los supuestos regulados en el artículo 12.1 del RRS que señala los siguientes: (i) por renuncia a la condición; (ii) por la pérdida de la condición en virtud de la cual accedió a la condición de entidad participante; (iii) por la falta de adaptación a las exigencias técnicas que impongan las modificaciones o mejoras que se introduzcan para la llevanza del registro contable o la participación en los sistemas de liquidación; y, (iv) por incumplimiento grave y reiterado de sus obligaciones como entidad participante. A este respecto, es importante señalar que la pérdida de la condición de entidad participante no exime a dicha entidad de tener que finalizar las operaciones en curso y realizar aquéllas

actividades registrales que permitan el cierre ordenado de las cuentas de valores que mantenga tanto en el registro central como, en su caso, en el registro de detalle.

### **4.3.2. RELACIÓN JURÍDICA ENTRE LAS ENTIDADES PARTICIPANTES Y SUS CLIENTES**

#### **4.3.2.1. ESTUDIO DEL CONTRATO DE DEPÓSITO Y ADMINISTRACIÓN DE VALORES COMO FUNDAMENTO DE LA RELACIÓN JURÍDICA**

##### **4.3.2.1.1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA**

Como punto de partida de este apartado comenzaremos diciendo que la custodia o depósito de valores es un servicio que consiste, en esencia, en mantener valores por cuenta de terceros, el cual, tuvo su origen en el depósito de títulos físicos o certificados en una época en la que los inversores tenían la necesidad de mantener sus títulos físicos en un lugar seguro<sup>318</sup>.

El contrato de depósito y administración de valores ha experimentado una gran evolución como consecuencia de la transformación de los títulos físicos en anotaciones en cuenta. En este sentido, la desmaterialización de los títulos y la desaparición del objeto que se depositaba para su custodia ha supuesto la simplificación y la reorientación de este contrato depósito hacia operaciones más propias de un mandato<sup>319</sup>, manteniéndose las obligaciones de gestión y administración respecto de las anotaciones en cuenta registradas<sup>320</sup>.

Antaño, las entidades bancarias proveían a sus clientes de servicios de depósito de valores mobiliarios (títulos físicos) a los que se les aplicaban las normas clásicas civiles

---

<sup>318</sup> CHAN D., FONTAN F., ROSSATI, S., RUSSO, D., «*The securities custody industry*», Occasional Paper Series, European Central Bank, August, 2007, p. 6.

<sup>319</sup> PEINADO GRACIA, J.I., / MAYORGA TOLEDANO, M.C., «*Operaciones en los mercados de valores. Los servicios de inversión*», (coords. DÍAZ MORENO, A. / JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), (cap. 4), Contratación en el mercado de valores, vol. 6, Derecho mercantil, Madrid, 2013, p. 173.

<sup>320</sup> URÍA, R. / MENÉNDEZ A., «*Curso de derecho Mercantil*», vol. II, Madrid, 2001, p 436.

y mercantiles (artículos 1758 y siguientes del CC y 303 a 310 del CCom.) para evitar el riesgo de pérdida, de destrucción material, o de apropiación indebida de los valores. Pues bien, en la actualidad, la desaparición de los títulos físicos y su transformación en anotaciones en cuenta para los valores admitidos a negociación, ya sea tanto en mercados secundarios oficiales como en sistemas multilaterales de negociación, hace que los servicios que se prestan al amparo de los contratos de custodia y administración de valores se centren en el conjunto de actividades destinadas al mantenimiento de la inscripción y a conservar el valor del patrimonio confiado en custodia<sup>321</sup>, por eso consideramos que resulta impreciso seguir hablando de contratos de custodia para valores representados mediante anotaciones en cuenta puesto que ya no se deposita ni custodia un título físico, sino que lo que se hace es mantener la inscripción de las anotaciones en cuenta representativas de los valores. En el mismo sentido se propuncia algún autor al señalar que, la desaparición del título físico en el tráfico bursátil internacional ha impedido mantener en el ámbito de la relación de tenencia de valores que vincula a los clientes con sus intermediarios financieros el recurso a la figura legal del contrato de depósito, al no existir cosa mueble que custodiar<sup>322</sup>.

A este respecto, un contrato de depósito tipo consultado<sup>323</sup>, hace claramente esta diferenciación y así dispone: *«El Banco está obligado a custodiar los valores representados mediante títulos y a mantener, en su caso, la inscripción, previamente practicada, de los valores representados mediante anotaciones en cuenta»*.

Pese a la transformación del objeto de este contrato de depósito, la Propuesta de Código Mercantil de 2013 elaborada por la Sección Mercantil de la Comisión General

---

<sup>321</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. / NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., *«El contrato de administración y depósito de valores»*, (dir. YZQUIERDO TOLSADA, M. / coord. RECALDE CASTELLS, A.), AA.VV., (cap.3, epígrafe 2º), Contratos del Mercado de Valores, t. XI, Pamplona, 2014, p.307.

<sup>322</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. / NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., *«El contrato de administración...»*, ob., cit., p. 311.

<sup>323</sup> Contrato de custodia y administración de valores de Banco Santander, S.A. Accesible en: <https://www.bancosantander.es/es/tablon-de-anuncios/contratos-tipo-para-la-prestacion-de-servicios-de-inversion-a-clientes-minoristas/contrato-tipo-de-custodia-y-administracion-de-valores>

de Codificación<sup>324</sup> apuesta por incluir una regulación específica del «*contrato de depósito de valores*» basado en el título físico, al incluir una previsión en este sentido en el artículo 579-12, definiendo el contrato de depósito como aquél en el que «*una entidad autorizada legalmente para ello, el depositario, realiza las funciones de custodia y administración de los valores entregados por el depositante*». En este sentido, entendemos que la inclusión de dicha previsión debe venir motivada por seguir regulando aquellos escasos supuestos en los que los clientes depositan títulos físicos en una entidad autorizada para ello.

#### **4.3.2.1.2. NATURALEZA DEL CONTRATO**

Existe un único tipo contractual que tiene como fundamento la custodia de valores e instrumentos financieros negociados, si bien, pueden distinguirse dos modalidades en función de que los valores estén representados por medio de títulos o de anotaciones en cuenta. Estas modalidades son: (i) el contrato de depósito de valores titulizados, y (ii) el contrato de administración de valores anotados<sup>325</sup>.

Los valores serán, por tanto, el objeto de estos contratos, ya estén representados mediante títulos físicos o mediante anotaciones en cuenta.

En los casos en que los valores están representados mediante anotaciones en cuenta será de aplicación la normativa básica prevista para estos valores, esto es, los artículos 6 a 15 del TRLMV, y el Título I del RD 878/2015, la cual, se fundamenta en el principio de equivalencia entre las actuaciones materiales sobre los títulos valores que producían ciertos efectos jurídicos, y las operaciones informáticas sobre las anotaciones en cuenta, que producen idénticos efectos<sup>326</sup>.

---

<sup>324</sup> Accesible en:

<http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/es/1215197775106/Medios/1288780618794/Detalle.html>

<sup>325</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*Derecho del Mercado de Valores*», cit. p. 287.

<sup>326</sup> *Ibid.*, cit. p. 288.

La prestación característica la constituye, por tanto, la actividad de mantenimiento de la inscripción así como la administración, por cuenta de clientes, de los instrumentos financieros previstos en el artículo 2 del TRLMV, por lo que la naturaleza del contrato responde a un mandato para gestionar los valores con el fin de conservar su valor patrimonial. En relación con ambas actividades, no es admisible entender que se contratan dos «depósitos» de valores, uno para llevar el registro de valores y otro para administrar los derechos asociados a los mismos, puesto que la primera actividad no consiste en esencia en un depósito sino en un arrendamiento del servicio de ordenación contable de las declaraciones negociales asentadas en la contabilidad registral<sup>327</sup>.

Desde una perspectiva de sus caracteres configuradores, nos encontramos ante una operación de carácter mercantil, bilateral, onerosa y de tracto sucesivo, no exclusivamente regulada por el derecho del mercado de valores sino también por el derecho bancario, siendo además un contrato de naturaleza fiduciaria por ser un contrato de gestión de negocios ajenos<sup>328</sup>.

#### **4.3.2.1.3. ACTIVIDAD RESERVADA**

Las entidades que pueden realizar esta actividad son las sociedades de valores (artículo 143.2 del TRLMV); las agencias de valores (artículo 143.3 del TRLMV); las entidades de crédito siempre que su régimen jurídico, estatutos y autorización específica les habilite para realizar esta actividad (artículo 145.1 del TRLMV); y las empresas de servicios de inversión autorizadas en otro estado miembro de la Unión Europea, para lo cual, será necesario que sus estatutos, autorización y régimen jurídico les habiliten para la actividad que pretendan realizar, en este caso, para la custodia y administración de valores (artículo 168 del TRLMV).

---

<sup>327</sup> ESPINA, D., «Las anotaciones en cuenta...», ob., cit., p. 349-351.

<sup>328</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. / NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., «El contrato de administración...», ob., cit., p.313.

#### ***4.3.2.1.4. REQUERIMIENTOS FORMALES DE LOS CONTRATOS***

Las garantías que se exigen en el ámbito del mercado de valores en aras de proteger al cliente minorista conllevan que estos contratos tengan que someterse a una serie de requerimientos formales.

En primer lugar, las entidades que presten el servicio de mantenimiento de la inscripción y de administración de valores deberán tener un registro que incluya el contrato entre ellas y el cliente, en el que deberán concretarse los derechos y obligaciones de las partes y demás condiciones en que se preste el servicio (artículo 218 del TRLMV).

Por otro lado, los contratos celebrados con clientes minoristas deben documentarse por escrito (artículo 218 del TRLMV) y deben seguir un modelo de contrato-tipo (artículo 5.2 de la O.EHA 1665/2010) con el contenido mínimo obligatorio aprobado por la CNMV (artículo 6.2 de la O.EHA 1665/2010). En este sentido, la CNMV, tiene como función, aparte de la de fijar dicho contenido mínimo, la de llevar a cabo una supervisión a posteriori, de manera que podrá requerir a las entidades sujetas a la O.EHA 1665/2010 la rectificación o cese de aquellos contratos tipo que no se ajusten a lo dispuesto en la referida Orden o a lo dispuesto en las normas de desarrollo que dicte la CNMV. Asimismo, estos contratos están sujetos a un régimen de publicidad, de manera que las entidades deben poner a disposición del público, en todas sus oficinas y representaciones, y en su página web, los contratos tipo que utilicen.

Respecto de la obligación de documentar estos contratos por escrito, nos gustaría señalar que la misma reviste una gran importancia puesto que, en el caso de que el cliente quiera ejercitar una acción contra la entidad encargada del registro contable por incumplimiento de sus obligaciones, dicha acción tendrá que tener como soporte el referido contrato, no siendo suficiente, a estos efectos, la existencia de un certificado de legitimación que pruebe que el cliente es titular de unos valores entre unas fechas determinadas. En este sentido se pronuncia la Sentencia del Tribunal Supremo número

65/2000, de 4 febrero, en la cual, se absolvió a la entidad encargada del registro contable frente a la que el cliente había dirigido demanda solicitando una indemnización de daños y perjuicios puesto que alegaba que había sido titular de unos pagarés (que acreditaba con el correspondiente certificado de legitimación), los cuales, habían sido vendidos por la entidad bancaria (en cumplimiento de una orden de venta dada por él) pero ésta no le había abonado el importe resultante de la venta. Pues bien, el Tribunal Supremo absolvió a la entidad encargada del registro contable puesto que el cliente no había aportado prueba de que existiese un contrato de administración de valores anotados con dicha entidad, pronunciándose en este sentido: *«lo cierto es que el demandante lo que verdaderamente ejercita es una acción derivada de unos supuestos contratos de depósito de los pagarés litigiosos en el banco demandado y de mandato conferido a dicho banco para que procediera, en su nombre (en el del actor depositante), a la venta de tales pagarés, de lo que se desprende claramente que la carga de la prueba de la existencia de tales contratos (en cuanto hechos constitutivos de la acción ejercitada), una vez negada por el demandado, era de la exclusiva incumbencia del demandante, cuya prueba no se ha producido, pues el certificado que acompañó con su demanda ..., como soporte documental único de la acción ejercitada, lo único que prueba (como acertadamente dice la Sentencia de primera instancia) es que el demandante fue titular de los pagarés emitidos por el banco demandado, que se citan al dorso de dicho certificado, que tenían un valor nominal de siete millones de pesetas y las fechas de compra y de venta de los mismos, pero no acredita en modo alguno la existencia de los referidos contratos (que son los básicos de la acción ejercitada, como antes se ha dicho), la prueba de cuya existencia no se ha producido tampoco por ninguno de los demás medios probatorios utilizados en el proceso, por lo que las consecuencias de esa falta de prueba, conforme al artículo 1.214 del Código Civil, ha de soportarlas indudablemente el demandante y, en consecuencia, con casación total de la Sentencia recurrida, debe ser desestimada la demanda, que es lo que acertadamente resolvió la Sentencia de primera instancia...».*

En relación con el contenido de estos contratos tipo, el mismo viene establecido por las normas 7 y 8 de la Circular de la CNMV 7/2011, y por el artículo 5.2 de la

O.EHA 1165/2010. De la relación de elementos que deben integrar dicho contenido nos gustaría centrarnos en el contenido específico regulado en la norma 8, puesto que es el que, a nuestro parecer, hace referencia a los elementos más relevantes.

El primero de ellos es la identificación de la cuenta de valores y de la correspondiente cuenta de efectivo, a la que la CNMV reputa en todo caso, como auxiliar del contrato de administración de valores, lo que dota de publicidad a las condiciones aplicables a esta cuenta en el contrato-tipo de administración de valores suscrito entre el cliente y la entidad que le presta servicios de inversión<sup>329</sup>. En efecto, para prestar este servicio, además de la apertura de una cuenta de valores es necesario disponer de una cuenta de efectivo en la que se efectuarán las liquidaciones correspondientes (abono de dividendos, cargo de los importes de una compra de valores, abono de los importes de una venta de valores, cargo de comisiones, etc.).

Igualmente, debe constar la mención de la forma y plazos en que la entidad pondrá a disposición de los clientes los instrumentos financieros anotados, mención que estimamos es realmente importante puesto que no debe olvidarse, como ya nos hemos referido, que desde que se da la orden de ejecución de una operación hasta que se liquida ésta y se anotan los valores en la cuenta correspondiente transcurren dos días para las operaciones sobre acciones y valores equivalentes negociados en mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación.

Otros aspectos que forman parte de ese contenido específico del contrato de administración de valores anotados son el compromiso de informar al cliente de la existencia de eventuales derechos de garantía que pudiera tener la entidad sobre los valores anotados; así como el procedimiento para informar y recabar del cliente su consentimiento expreso para que la entidad encargada del registro contable pueda disponer de los valores. Por último, también debe hacerse constar la descripción de las principales actuaciones que conlleva la actividad de administración de valores.

---

<sup>329</sup> PEINADO GRACIA, J.I., / MAYORGA TOLEDANO, M.C., «Operaciones en los mercados de valores...», ob., cit., pp. 174-175.

#### 4.3.2.1.5. LAS CUENTAS OMNIBUS

Un aspecto importante de los contratos de administración de valores al que merece la pena dedicar una especial atención es al de las cuentas ómnibus, esto es, cuentas globales en las que se registran a nombre de una entidad, que no es el titular real, los instrumentos financieros de una multitud de clientes de dicha entidad, de manera que dichos instrumentos financieros forman parte del activo de dicha entidad y los clientes tienen un derecho como acreedores-beneficiarios de los derechos sobre tales instrumentos<sup>330</sup>.

A este respecto, lo primero que hay que señalar es que bajo la regulación española no hay un reconocimiento legal de las cuentas globales o cuentas «*ómnibus*»<sup>331</sup>, sino que el registro debe llevarse de forma individualizada, de manera que los valores queden registrados y anotados en cuentas individualizadas por cuenta y a nombre del correspondiente cliente como titular de los valores, respecto del que se predica la presunción de titularidad reconocida por el TRLMV y el RD 878/2015, al contrario de lo que ocurre en otras regulaciones extranjeras, en las cuales, sí se reconocen este tipo de cuentas globales<sup>332</sup>.

---

<sup>330</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p. 19.

<sup>331</sup> *Ibid.*, p. 35.

<sup>332</sup> En la regulación alemana se reconocen expresamente este tipo de cuentas «*ómnibus*» o colectivas bajo la Sección 5 de la German Securities Deposit Act. Lo curioso de este tipo de cuentas es que aunque los valores correspondientes a la emisión están representados por un certificado global, las transmisiones de los valores y de los derechos inherentes a los valores se hacen electrónicamente, esto es, mediante «*book entry*» o anotaciones en cuenta. De esto se desprende que se trata de un régimen a medio camino entre las anotaciones en cuenta y los títulos físicos, puesto que los valores se transfieren electrónicamente pero dichas transferencias están respaldadas por un título físico global depositado. Al tratarse de una cuenta colectiva, el depositante de los valores ostenta una parte proporcional, esto es, una fracción del total de esta propiedad colectiva según el valor nominal o número de valores que haya entregado en custodia, de manera que lo que se transmite son fracciones de copropiedad. La propiedad es reconocida frente a terceros bajo los principios del derecho civil general alemán y la transmisión y adquisición de los valores requiere que exista un contrato entre el comprador y el vendedor para la transferencia del título. Señala la regulación que el depositante de los valores tiene derecho a recibir valores de la misma clase que los valores que ha entregado en depósito lo cual, por otro lado, es lógico y posible puesto que se exige que los valores sean fungibles para lo cual, deben tener las mismas características. Según dispone la regulación, ni las entidades encargadas de la custodia que participan en Clearstream Banking AG Frankfurt ni el propio Clearstream Banking AG Frankfurt pueden ser

Lo que verdaderamente suponen las referidas cuentas globales es que el verdadero titular de los valores, el cliente de la entidad encargada de la administración, no aparece en el registro contable como propietario de los mismos, sino que los valores se registran en una cuenta global a nombre de la referida entidad junto con los valores de otros clientes, lo que comporta que este tipo de cuentas impliquen una serie de riesgos que analizaremos a continuación. A este respecto, en un contrato de administración de valores consultado<sup>333</sup> se dispone expresamente: *«Con la firma del presente contrato tipo, el Cliente queda informado y presta su autorización y consentimiento expreso a que, en caso de realizar operaciones con valores cuya custodia se encomiende al Banco al amparo de este contrato, en mercados extranjeros, en los que la práctica habitual exige el uso de cuentas globales, los citados valores quedarán depositados en una “cuenta global” abierta a nombre del custodio de los valores, es decir, del Banco (o de un tercero designado al efecto), en un “sub-custodio internacional” (en adelante, el Subcustodio) y en la que se custodiarán los valores pertenecientes a una pluralidad de clientes. En tal caso, tanto el Banco como los Subcustodios designados adoptarán las medidas necesarias para que, en el conjunto de la estructura de custodia descrita, esos valores permanezcan permanentemente identificados como pertenecientes a clientes y debidamente segregados con respecto a los activos propios del Banco y de los Subcustodios. Adicionalmente, el Banco y los Subcustodios mantendrán los registros internos necesarios para conocer, en todo momento y sin demora, la posición de valores y operaciones en curso de cada uno de sus clientes»*. Como podemos comprobar, en las cuentas globales se custodian, y de ahí su nombre, una pluralidad de valores de diferentes clientes y las medidas de separación sólo se predicen respecto del conjunto de valores de los clientes en relación con los valores de la entidad encargada de la administración o del subcustodio.

---

considerados como los administradores fiduciarios o los «*beneficial owners*». Por otro lado, en este tipo de cuentas no existe una separación entre los valores que son propiedad de las entidades encargadas de la custodia y los valores de sus clientes, sin perjuicio del derecho de separación reconocido a los clientes bajo la normativa de la Sección 47 del German Insolvency Code.

<sup>333</sup> Contrato de custodia y administración de valores de Banco Santander, S.A. Accesible en: <https://www.bancosantander.es/es/tablon-de-anuncios/contratos-tipo-para-la-prestacion-de-servicios-de-inversion-a-clientes-minoristas/contrato-tipo-de-custodia-y-administracion-de-valores>

Lo más relevante que conviene destacar es que, en estos casos de valores sometidos a legislaciones extranjeras y registrados a través de cuentas globales, lo que se reconoce a la entidad titular de la cuenta global es un derecho de crédito y no un derecho de propiedad como ocurre bajo la regulación española, de manera que el cliente titular real de dichos valores tiene también un derecho de crédito, con los consiguientes riesgos que ello supone a la hora de tratar de recuperar los valores, por ejemplo, en caso de insolvencia de la entidad encargada de la administración como titular de la cuenta global o del subcustodio extranjero que forme parte de la cadena de custodia.

Algún autor defiende que tales cadenas de custodia no pueden por sí solas, ni por el hecho del empleo habitual de las cuentas globales, producir el efecto jurídico de que el inversor pierda la titularidad de sus valores y muchos menos que vea restringido o limitado el ejercicio de los derechos inherentes a los mismos<sup>334</sup>. Desde nuestra perspectiva, defender lo anterior no es del todo realista ya que como veremos, el empleo de este tipo de cuentas globales junto con las cadenas de custodia implican importantes riesgos para el titular de los valores que pueden derivar en que éste pierda los mismos y, a este respecto, el hecho de que las entidades encargadas de la administración de los valores informen de manera expresa de dichos riesgos a los clientes es prueba de que la posibilidad de pérdida de los valores es real y no hipotética.

En este sentido, el contrato tipo de una entidad bancaria consultada<sup>335</sup> hace referencia expresa a estos riesgos para el caso de que el cliente opere en mercados extranjeros en los que, como hemos señalado, es práctica habitual la utilización de este tipo de cuentas globales, y así dispone: «*Los titulares consienten que cuando el contrato se refiera a valores negociables extranjeros, en los que la práctica habitual permite la utilización de cuentas globales de valores (Cuentas Globales), el Banco procederá a la apertura a su nombre de dichas cuentas en las Entidades que se detallan en Anexo al presente contrato (las Entidades). El Banco informa a los Titulares que la utilización de*

---

<sup>334</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. / NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., «*El contrato de administración...*», ob., cit., p. 309.

<sup>335</sup> Contrato de custodia, administración e intermediación de valores de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. Accesible en: <https://www.bbva.es/estaticos/mult/contrato-valores.pdf>

*las Cuentas Globales en las Entidades puede conllevar la restricción temporal en la disponibilidad, el deterioro del valor o incluso pérdida de los valores negociables de los Titulares o de los derechos derivados de esos valores negociables como consecuencia de los riesgos detallados o que se detallen en el anexo. La custodia de valores e instrumentos financieros extranjeros, salvo supuestos excepcionales, no atribuye al titular derecho de propiedad sobre los valores e instrumentos financieros, y solo reconoce un derecho de crédito a favor del titular de la cuenta global, por lo que los Titulares aceptan y reconocen que son titulares indirectos de un derecho de crédito cuyo régimen jurídico difiere sustancialmente del Ordenamiento Jurídico español. La posición de valores emitidos en ciertas jurisdicciones de las Entidades en las que el Banco ha abierto las Cuentas Globales, reseñadas en Anexo al presente contrato, puede a su vez corresponderse con una cadena de custodia en que existan más intermediarios elegidos por dichas Entidades en función de su solidez y experiencia y sujetos a supervisión continua por las mismas. En consecuencia, los valores podrán estar depositados en las cuentas globales abiertas en las citadas Entidades o, en determinados casos, en otras entidades de la cadena de custodia de las características indicadas.*

#### **4.3.2.1.5.1. RIESGO DE INSOLVENCIA**

Con este riesgo se hace referencia a una posible situación de concurso de acreedores del titular de la cuenta global o del subcustodio internacional, lo que puede dar lugar a que el cliente final, esto es, el verdadero titular de los valores, acabe perdiendo sus valores o parte de los mismos debido a que, como hemos visto, se le reconoce un derecho de crédito frente al titular de la cuenta global y no un derecho de propiedad, pudiendo producirse el caso de que se reconozca como propietario de los valores al titular de la cuenta global por ser a nombre de quién figuran los mismos. Igualmente, y mientras se resuelve el procedimiento de insolvencia, el titular de los valores puede tener serias dificultades para poder ejercer los derechos económicos y políticos inherentes a dichos valores. Este riesgo de insolvencia aparece claramente

explicitado en un contrato tipo de administración de valores consultado<sup>336</sup>, en el que se dispone lo siguiente: *«Los citados riesgos derivados del uso de cuentas globales se refieren al supuesto de producirse la insolvencia del titular de la cuenta global (el Banco o un Subcustodio designado); en tal caso, en función de lo que determine la legislación que resulte aplicable al proceso de insolvencia, las medidas de segregación descritas podrían no ser suficientes para permitir la plena identificación de los valores del Cliente, su separación con respecto al patrimonio del quebrado/insolvente y su pronta restitución al propietario o traspaso a otro custodio o Subcustodio, si: (i) la citada legislación no reconoce la titularidad fiduciaria de los valores (mantenida por el Banco o un Subcustodio internacional en nombre propio pero por cuenta y en beneficio de terceros, en este caso, los clientes) y, como consecuencia de ello, se entendiera por la correspondiente Autoridad que los valores depositados en la cuenta global no pertenecen a terceros, sino a la entidad insolvente como titular de la cuenta; [...] Por las mismas razones, y en función de lo que establezca la legislación extranjera aplicable tanto a los valores y su custodia como al proceso de insolvencia, en tanto se resuelva la situación y se reconozca el derecho del cliente final (lo cual podría demorarse en el tiempo), la insolvencia podría dificultar el pleno reconocimiento y ejercicio por el Cliente de los derechos incorporados al valor, así como el ejercicio de acciones de reclamación, pudiendo ser necesario para ello obtener la colaboración del titular de la cuenta global (la cual podría ser denegada, demorarse en el tiempo o no ser técnicamente posible)».*

#### **4.3.2.1.5.2. RIESGO DE CUSTODIA**

La inexistencia de una anotación directa a nombre de los titulares «reales» de los valores en la cuenta global, en la práctica y en un supuesto de concurso, deriva en que la titularidad real dependa de que la entidad encargada de la administración de los valores y titular de la cuenta global tenga anotados en la misma un número de valores por lo

---

<sup>336</sup> Contrato de custodia y administración de valores de Banco Santander, S.A. Accesible en: <https://www.bancosantander.es/es/tablon-de-anuncios/contratos-tipo-para-la-prestacion-de-servicios-de-inversion-a-clientes-minoristas/contrato-tipo-de-custodia-y-administracion-de-valores>

menos igual al que corresponda a todos los clientes cuyos valores hayan sido anotados en dicha cuenta global. Es decir, podría darse el caso de que dicha entidad tuviera anotados menos valores de los que realmente suman los valores de los que son titulares los clientes de la misma, por lo que, en estos casos, declarado un concurso de acreedores de dicha entidad, ésta no tendría valores suficientes para atender a todos sus clientes, teniendo una responsabilidad directa frente a los mismos basada en el contrato celebrado con ellos.

Este riesgo se ve agravado en los casos en que el cliente, titular real, autoriza a su entidad encargada de la administración de valores a que pueda disponer de sus valores, o en los casos de cadenas de custodia en las que intervienen varios subcustodios y éstos tuvieran registrados menos valores de los que correspondan a la suma de los valores de los que sus clientes son titulares, de manera que, declarada la insolvencia de alguno, no hubiera suficientes valores para atender a todos los clientes, en cuyo caso, la cantidad efectivamente recuperable dependerá de las reglas sobre distribución del saldo existente y el reconocimiento y prelación de créditos que establezca la norma que regule la insolvencia del correspondiente subcustodio.

En este sentido, el riesgo aumenta a medida que se incrementa el número de intermediarios en la cadena de custodia, puesto que el cumplimiento de las obligaciones y la correcta llevanza del registro por parte de cada uno de ellos es presupuesto necesario para que los demás puedan cumplir con las suyas y llevar correctamente sus registros, tanto es así, que la relevancia de cada entidad en la cadena de custodia se ha calificado de absoluta en lo que concierne a la acreditación de valores en cada nivel<sup>337</sup>. En consecuencia, si un intermediario o subcustodio incumple sus obligaciones, las consecuencias de dicho incumplimiento se trasladan a los demás. A este respecto y conforme a la legislación española, en estos casos en que intervienen subcustodios y éstos no llevan adecuadamente sus registros contables en el sentido de que no hay suficientes valores para responder frente a todos los clientes, la entidad encargada de la

---

<sup>337</sup> SANTILLÁN FRAILE, I., «Cuenta omnibus y régimen de separación del artículo 80 de la Ley Concursal», Revista La Ley 10/2009, p. 221.

administración de los valores con la que el cliente ha suscrito el contrato no responderá de la correspondiente pérdida de los valores, ya que su responsabilidad se limita al empleo de la diligencia debida a la hora de seleccionar a los subcustodios, tal y como se dispone en un contrato de administración de valores consultado<sup>338</sup>: *«El Cliente queda igualmente informado de que, conforme a la legislación española sobre protección de activos de clientes, el Banco no garantiza ni estará obligado a responder de la restitución de los valores en caso de producirse la quiebra o insolvencia de un Subcustodio internacional, consistiendo su responsabilidad en relación con el uso de Subcustodios y cuentas globales en emplear (por sí o a través de un Subcustodio designado) la diligencia debida en la evaluación, selección, contratación, mantenimiento y control de los Subcustodios internacionales, siguiendo para ello criterios y requisitos muy exigentes en materia de solvencia, riesgo operativo o legal y calidad del servicio, así como informar a sus clientes de forma clara, completa y comprensible de los riesgos que asumen como consecuencia de su decisión de contratar y depositar para su custodia en sus cuentas abiertas en el Banco valores extranjeros».*

#### **4.3.2.1.5.3. RIESGO LEGAL**

El riesgo legal no es otra cosa que los riesgos derivados de aplicar una legislación distinta a la española para regular tanto la administración de los valores como los eventuales procedimientos de insolvencia a que se vieran sometidos el custodio o subcustodio global, los cuales, se traducen en que el cliente, verdadero titular de los valores, acabe perdiendo los mismos porque no se le reconozca como tal propietario, según hemos visto anteriormente, riesgo que puede extenderse al no reconocimiento inter-jurisdiccional del resultado de los procesos de separación en caso de concurso del custodio o subcustodio global<sup>339</sup>. Los contratos de administración de valores deben

---

<sup>338</sup> Contrato de custodia y administración de valores de Banco Santander, S.A. Accesible en: <https://www.bancosantander.es/es/tablon-de-anuncios/contratos-tipo-para-la-prestacion-de-servicios-de-inversion-a-clientes-minoristas/contrato-tipo-de-custodia-y-administracion-de-valores>

<sup>339</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...», ob., cit., pp. 20 y 21.

informar de este riesgo y, en este sentido, a modo de ejemplo, disponen lo siguiente<sup>340</sup>:  
*«Específicamente el Banco informa a los Titulares que en aquellos supuestos en los que el intermediario en el que se mantiene la cuenta global esté sujeto al ordenamiento jurídico de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, los derechos sobre los valores negociables de los Titulares, en materia de propiedad e insolvencia, pueden ser distintos a los que les corresponderían si estuviesen sujetos a la legislación de un Estado miembro».*

#### **4.3.2.1.6. ELEMENTOS PERSONALES DEL CONTRATO**

##### **4.3.2.1.6.1. EL CUSTODIO-ADMINISTRADOR**

En primer lugar, hay que señalar que la entidad custodia debe actuar en todo momento en interés del inversor, de manera que la misma debe adoptar una conducta activa de defensa de los intereses del inversor asumiendo el deber de prevenir todos los actos que puedan serle perjudiciales<sup>341</sup>.

La obligación de la entidad custodia de gestionar la cuenta de valores es esporádica, es decir, no es permanente, sino que se produce cuando la entidad emisora acuerda cualquier acto societario que afecta a los valores y que implica, por tanto, una actuación de gestión de los mismos (pensemos, por ejemplo, en una ampliación de capital, en una amortización de valores, en un reparto de dividendo, etc.).

Por otro lado, el desempeño de esta actividad por una entidad que no esté habilitada para ello no invalida el contrato que se haya celebrado sino que genera una responsabilidad administrativa por la comisión de una infracción muy grave del mercado de valores en el caso de que la actuación sea habitual (artículo 278 del TRLMV), o grave en el caso de que sea ocasional u aislada (artículo 291 del TRLMV).

---

<sup>340</sup> Contrato de custodia, administración e intermediación de valores de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. Accesible en: <https://www.bbva.es/estaticos/mult/contrato-valores.pdf>

<sup>341</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. / NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., «El contrato de administración...», ob., cit., p.314.

Cuando la entidad custodia no opera en una determinada jurisdicción donde el inversor desea adquirir valores recaba la asistencia de otras entidades habilitadas para llevar registros de valores en dicho país de origen surgiendo así las ya referidas anteriormente cadenas de custodia o sistemas multinivel o piramidales de anotaciones en cuenta organizados en varios escalones, en los que desde el emisor de los valores hasta el inversor final se suceden varios niveles de intermediación para lograr una gestión eficiente de los instrumentos financieros depositados en el ámbito transfronterizo. En cada uno de los niveles, la ubicación de los valores que se registran en una cuenta de valores deriva de su posición en el nivel anterior y el hecho de que se les identifique como cadenas de custodia es porque cada eslabón está unido al anterior y al posterior pero carece de relaciones con el resto<sup>342</sup>.

Esta relación se articula a través de contratos de «*subdepósito*» de valores entre la entidad financiera «*principal*», con la que el cliente tiene el contrato de custodia original, y la «*delegada*» a la que la entidad financiera principal contrata para tener acceso a un determinado mercado. En todo caso, la entidad principal responde frente al cliente de la actuación de la entidad delegada, salvo en el caso de que ésta haya sido designada por el inversor como sustituta de la principal, siendo de hecho nulas las cláusulas que prevén la relevación de responsabilidad de la entidad principal<sup>343</sup>. En este sentido, el artículo 579-14 de la Propuesta de Código Mercantil de 2013 elaborada por la Sección Mercantil de la Comisión General de Codificación<sup>344</sup>, elimina esta posibilidad de exención al disponer que el depositario debe llevar a cabo la función de custodia bien directamente, o bien a través de una entidad participante en un sistema de liquidación designada por él, pero conservando en todo momento la responsabilidad por la realización de dichas funciones.

---

<sup>342</sup> PAZ-ARES RODRIGUEZ, C.; GARCIMARTÍN ALFEREZ, F.J.: «*Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros*», RDM, 2000, p 1480.

<sup>343</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. / NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., «*El contrato de administración...*», ob., cit., p.320.

<sup>344</sup> Accesible en:

<http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/es/1215197775106/Medios/1288780618794/Detalle.html>

En el caso de que en estas relaciones de subcustodia se utilicen cuentas ómnibus, la entidad principal es la que aparecerá como titular de los valores en la cuenta abierta en la entidad delegada, por lo que, frente a terceros, ella será la titular de los valores, aunque la titularidad real corresponda al cliente final. Frente a esta utilización de cuentas ómnibus otra posibilidad es la utilización de cuentas segregadas abiertas en la entidad delegada para practicar anotaciones a nombre de cada uno de los clientes finales.

#### **4.3.2.1.6.2. EL CLIENTE**

La contraparte del contrato de depósito y administración de valores es el cliente o inversor. Éste puede ser cualquier persona física o jurídica que sea titular de instrumentos financieros y que tenga capacidad para contratar.

Si se trata de personas físicas incapaces de obrar, éstas podrán ser parte a través del concurso de sus representantes legales, como es el caso de los menores a cuyo nombre se abren cuentas de valores, y para proceder a la venta de los valores, los representantes deberán solicitar la autorización del juez, salvo en los casos exceptuados por el artículo 166 del CC, sucediendo lo mismo respecto de los tutores que representan a sus tutelados<sup>345</sup>.

En cuanto a la caracterización del cliente, algún autor apunta que debe considerarse como inversor particular no especializado<sup>346</sup> debido, fundamentalmente, a la normativa reguladora de este tipo de contratos que hacen al cliente, destinatario de la máxima protección por ellas ofrecida.

Como la actividad de administración de valores no se considera un servicio de inversión sino un servicio auxiliar, la entidad custodia no se ve obligada a pedir información sobre los conocimientos o experiencia del inversor ni tampoco a efectuar

---

<sup>345</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., «*El contrato de cuenta corriente...*», ob., cit., p. 287.

<sup>346</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 187.

una evaluación sobre la idoneidad o conveniencia del servicio de inversión previamente a su prestación (artículo 209 del TRLMV y artículos 72 a 74 del RD 217/2008).

#### **4.3.2.1.7.OBLIGACIONES DE LAS PARTES**

##### **4.3.2.1.7.1.DEL CUSTODIO-ADMINISTRADOR**

La obligación por excelencia de este contrato es la obligación de «*custodia*» de los valores o, mejor dicho, de mantenimiento de la inscripción del valor anotado para el caso concreto de los valores admitidos a negociación. A este respecto, cabe destacar la Sentencia del Tribunal Supremo de 8 de julio de 1988, que explica que: *«el depósito mercantil, como remunerado, impone una obligación de guarda que, de accesoria a la restitución, pasa a ser obligación específica y característica del contrato cuya causa es la custodia (Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de marzo de 1975), como deber especialmente cualificado, por lo que el artículo 306 del CCom. impone un mayor rigor al depositario en el cumplimiento de tal deber (Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de mayo de 1986)»*.

Desde nuestro punto de vista, la obligación de «*custodia*» propiamente dicha sólo es predicable respecto de los contratos de custodia de valores representados por títulos físicos, en cuyo caso, la entidad podrá custodiar dichos títulos en sus propias cajas de seguridad o en las cajas de terceras entidades designadas al efecto.

De esa obligación esencial de «*custodia*» o de mantenimiento de la inscripción deriva la responsabilidad que le puede resultar exigible al custodio-administrador, responsabilidad, que le resultará exigible en función de si ha adoptado o no la diligencia debida en el cumplimiento de dicha obligación. A este respecto, la diligencia cumple en el sistema de la responsabilidad contractual la doble función de criterio de cumplimiento en las obligaciones de actividad y criterio general de imputación en el seno del hecho

liberatorio para todas las obligaciones<sup>347</sup>. Lo anterior nos lleva a que la responsabilidad del custodio-administrador en cuanto a la custodia resulta de su negligencia, que es exigible, en cuanto se da, en el cumplimiento de toda clase de obligaciones, conforme al artículo 1.103 del CC, y dicho concepto de negligencia está en relación con la diligencia que le es exigible teniendo en cuenta que la custodia-mantenimiento de la inscripción es la obligación esencial del custodio-administrador, de manera que dicha custodia-mantenimiento de la inscripción sería un comportamiento que se mediría por su resultado, que sería la existencia e integridad de la cosa (la existencia del título físico o la existencia de la correspondiente anotación contable), y hablar de diligencia en la conducta del custodio-administrador equivale, en principio, a la guarda o custodia misma, lo que puede significar que en la actividad de custodia-mantenimiento de la inscripción la diligencia exigible se mediría por el resultado de dicha actividad, que es la esencia del tipo contractual<sup>348</sup>.

Como vemos, el custodio-administrador viene obligado a vigilar la correcta conservación del título físico o el correcto mantenimiento de la inscripción y sería responsable de la culpa que no cometería un buen padre de familia<sup>349</sup>, hombre que opera en la realidad cotidiana de la vida<sup>350</sup>.

La referida diligencia del buen padre de familia podría ser evaluada, con mayor o menor rigor, con base en la actividad profesional del custodio-administrador<sup>351</sup>. Así, la habitualidad, el propósito de lucro permanente y la manifestación pública y externa de la actividad económica que se ejerce, serían los rasgos que identificarían la profesionalidad<sup>352</sup>, de manera que el cánón de diligencia del custodio-administrador

---

<sup>347</sup> JORDANO FRAGA, F., «Las reglas particulares de la responsabilidad contractual», RCDI, vol. 61, núm 565 de 1985, p. 725.

<sup>348</sup> ROCA JUAN, J. «Comentarios de los artículos 1758 a 1789 en comentarios al Código Civil y compilaciones forales dirigidos por Manuel Albaladejo», Jaen, 1980, p. 228.

<sup>349</sup> BAUDRY-LACANTINERIE G. y WAHL, A. «Della società, del mutuo, del deposito», Trattato teorico-pratico di Diritto Civile, Traducción italiana de la 3ª ed., con adiciones de Francesco Degni, Milán, 1941, p. 582.

<sup>350</sup> ANTINOZZI, M., «La responsabilità del custode», en Diritto e Pratica dell' Assicurazione, 1986, p. 729.

<sup>351</sup> *Ibid.*

<sup>352</sup> DÍEZ SOTO, C.M., «El depósito profesional», Barcelona, 1995. p.33.

profesional vendría marcado por las reglas de la profesión, oficio u arte, e identificadas por la doctrina con el término «*lex artis*», las cuales, emanarán, por un lado, del grupo profesional que las regula objetivamente y, de otro, «*por la percepción social, por supuesto que interpretada por el juez de lo que es buena o mala práctica profesional, no siempre reducible a especificaciones de carácter técnico, aunque ésta parezca ser la línea predominante en la jurisprudencia*»<sup>353</sup>.

Por consiguiente, salvo que en el contrato de custodia o administración de valores se especifique otra cosa, la diligencia con la que debe operar el custodio-administrador debe ser la de un buen padre de familia y, aunque este parámetro admite graduación, su determinación no se ve condicionada, en principio, por la existencia o no de un remuneración<sup>354</sup>. Por ello, el custodio-administrador no sólo responderá en caso de dolo sino también en caso de negligencia, entendida ésta como la omisión de la diligencia pactada por las partes o, en su defecto, por la omisión de la diligencia que correspondería a un buen padre de familia<sup>355</sup>, quedando exento en el supuesto de caso fortuito o fuerza mayor si bien, con la obligación de restituir lo que hubiera recibido a cambio de lo perdido por la fuerza mayor<sup>356</sup>, de hecho, sólo se libera si prueba la existencia de dicho caso fortuito o fuerza mayor, puesto que la ley establece la presunción de culpa en el artículo 1.183 del CC, aplicable al contrato de depósito y administración de valores, según ha declarado en alguna ocasión el Tribunal Supremo (Sentencia de 18 de febrero de 1897)<sup>357</sup>.

La responsabilidad del custodio-administrador podrá graduarse, acrecentarse o disminuirse, en virtud de lo pactado en el contrato por las partes, con la limitación del

---

<sup>353</sup> LÓPEZ Y LÓPEZ, A.M., «*La proyectada nueva regulación del contrato de servicios en el Código Civil*», Ponencia presentada en las jornadas de la Asociación de Profesores de Derecho Civil en Jaén, los días 28 a 29 de septiembre de 1995, p. 16.

<sup>354</sup> OSCÁRIZ MARCO, F., «*El contrato de depósito. Estudio de la obligación de guarda*», 1997, Barcelona, p. 298.

<sup>355</sup> PUIG BRUTAU, J., «*Fundamentos de Derecho Civil*», t.II, vol. II, 2ª ed. revisada y ampliada, Barcelona, 1982, p. 299.

<sup>356</sup> GULLÓN BALLESTEROS, A., «*Curso de derecho civil. Contratos en especial. Responsabilidad extracontractual*», Madrid, 1968, p. 315.

<sup>357</sup> ROCA JUAN, J. «*Comentarios...*», ob. cit. p. 230.

artículo 1.102 del CC y, expresamente, puede excluirse la responsabilidad por ciertos peligros, apuntándose por algún autor que parece lícita la inclusión de cláusulas generales de irresponsabilidad<sup>358</sup>.

En cuanto a la carga de la prueba, ésta recae en el custodio-administrador si de lo que se trata es de probar la exclusión de responsabilidad y, en el cliente, para que caso de que se quiera probar que se ha producido un daño<sup>359</sup>. En caso de pérdida de la cosa, resultará muy difícil al cliente demostrar, durante la fase de la custodia, la pérdida de la cosa, a no ser que existiera la propia confesión del custodio-administrador, por lo que de no producirse dicho reconocimiento, la prueba de la pérdida no podrá llevarla a cabo el cliente de ordinario más que en la fase de la restitución al ser reclamada la cosa y no devuelta<sup>360</sup>.

En otro orden de cosas, tanto si se trata de títulos físicos como si se trata de anotaciones en cuenta, el custodio-administrador no puede exigir que el aportante de los valores pruebe ser el propietario de los mismos, si bien, si se entera de que los referidos valores han sido hurtados y sabe quién es su verdadero dueño, deberá informar a éste del depósito y, si el dueño, una vez informado, no reclama en el plazo de un mes, el custodio-administrador quedará libre de toda responsabilidad y devolverá los valores aportados a aquél de quien los recibió (artículo 1.771 del CC). En relación con esto, resulta interesante destacar una Sentencia del Tribunal Supremo número 1076/1996, de 16 de diciembre, en la que se le niega al banco custodio su legitimación para impugnar el negocio jurídico por el que una menor adquirió unas acciones que le transmitieron sus padres; hecho, en el cual se amparó el banco depositario para intentar justificar el no haber abonado los intereses que habían producido los valores a la menor.

---

<sup>358</sup> SAVATIER, R., Voz «Dépot», en *Traité pratique de droit civil français* de Marcel Planiol y Georges Ripert, t. XI, segunda parte, 2ª ed., París, 1954, p. 512.

<sup>359</sup> APARICIO, J.A., «Comentario a la voz depósito mercantil en la nueva enciclopedia jurídica», Barcelona, 1985, p. 887.

<sup>360</sup> ROCA JUAN, J. «Comentarios...», ob. cit. pp. 227 y 228.

El custodio-administrador debe custodiar los valores del cliente con separación absoluta respecto de valores de otros clientes o de los suyos propios<sup>361</sup>, de manera que se pueda conocer en todo momento la posición de valores y operaciones en curso de cada cliente. Por otro lado, hay que señalar que la labor de administración no implica que el custodio-administrador pueda disponer libremente de los valores del cliente salvo cuando se disponga expresamente en el contrato<sup>362</sup> o bien, cuando el cliente convalide la transmisión con su consentimiento a posteriori (artículo 1.767 CC y 266 CCom.)<sup>363</sup>. En este sentido, el artículo 193.2, letra e), del TRLMV, recoge las anteriores previsiones al disponer que las empresas de servicios de inversión y las restantes entidades que presten dichos servicios *«deberán adoptar las medidas adecuadas para proteger los instrumentos financieros que les confían sus clientes y evitar su utilización indebida. En particular, no podrán utilizar por cuenta propia los instrumentos financieros de los clientes, salvo cuando éstos manifiesten su consentimiento expreso. Asimismo, deberán mantener una separación efectiva entre los valores e instrumentos financieros de la empresa y los de cada cliente. Los registros internos de la entidad deberán permitir conocer, en todo momento y sin demora, y especialmente en caso de insolvencia de la empresa, la posición de valores y operaciones en curso de cada cliente»*. En el mismo sentido, se pronuncia el artículo 39, letra a), del RD 217/2008 que dispone que *«las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener los registros y cuentas necesarios para que puedan, en todo momento y sin demora, distinguir los activos de un cliente de los de los otros clientes y de sus propios activos»*; y el artículo 39, letra e), del mismo cuerpo legal dispone que: *«las entidades que presten servicios de inversión tienen que adoptar las medidas organizativas necesarias para minimizar el riesgo de pérdida o disminución del valor de los activos de los clientes, o de los derechos*

<sup>361</sup> OLIVENCIA RUIZ, M., «La confusión de patrimonios y el artículo 285 del Código de Comercio», EDM en homenaje a Rodrigo Uria, Madrid, 1978, pp. 502-511.

<sup>362</sup> ALBÁCAR LÓPEZ, J.L., «Comentarios a los artículos 1.758 y ss.», (dir., SANTOS BRIZ, J.), AA.VV., Código Civil, Doctrina y Jurisprudencia, VI, Madrid, 1991, pp. 473-475; COVIÁN, V., «Comentario a la voz depósito. Enciclopedia jurídica española», X, Barcelona, 1971, p. 828; MANRESA Y NAVARRO, J.M., «Comentarios al Código Civil español», XI, Madrid, 1972, pp. 936-946; PELLISÉ PRATS, B., «Comentario a la voz depósito mercantil en la nueva enciclopedia jurídica», VI, Barcelona, 1954, pp. 862 y 863.

<sup>363</sup> PEINADO GRACIA, J.I., / MAYORGA TOLEDANO, M.C., «Operaciones en los mercados de valores...», ob., cit., p. 173.

*relacionados con aquellos, como consecuencia de una mala utilización de los activos, fraude, administración deficiente, mantenimiento inadecuado de los registros o negligencia*». Esta última norma no sólo contiene un mandato de abstenerse (conducta pasiva) de hacer un uso indebido de los activos, sino que obliga a los custodios a implementar (conducta activa) las medidas necesarias para impedir que terceros o colaboradores realicen conductas fraudulentas o hagan un mal uso de los activos<sup>364</sup>.

Las anteriores obligaciones se han consolidado en la práctica internacional, especialmente, a raíz de las insolvencias de Lehman Brothers y MF Global, las cuales, han puesto la protección de los valores de los clientes en el punto de mira. En este sentido, la IOSCO en su documento titulado «*Recommendations Regarding the Protection of Client Assets*» (en su versión de enero de 2014) ha recogido varios principios, entre los cuales, en el tema que ahora nos ocupa, destaca el primer principio en el que se dispone expresamente que: «*The intermediary's records should be maintained in a way that appropriately distinguishes the client assets account of one client of the intermediary from the client assets account of another client of the intermediary and from the assets of the intermediary itself*».

El custodio-administrador tiene como obligación la de llevar a cabo todos los actos que sean necesarios para que los valores que le han sido conferidos conserven su valía, y la realización de cada uno de dichos actos de gestión conservativa sobre los valores objeto de la relación no requerirá que sean previamente solicitados de forma expresa y específica por el cliente, ya que todo acto necesario para la conservación de los valores será de obligada realización por parte de la entidad encargada de la administración de valores, con independencia de que haya sido o no previamente requerido por su cliente<sup>365</sup>. Esta obligación de realizar todos los actos necesarios para la conservación del valor nace una vez que dichos valores son encomendados por su titular a la entidad correspondiente con la referida intención y ésta acepta el encargo.

---

<sup>364</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. / NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., «*El contrato de administración...*», ob., cit., p. 333.

<sup>365</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 287 y 288.

La cuestión que surge aquí es determinar cuáles son esos actos necesarios, puesto que sólo para éstos, no será necesario requerimiento previo. Pese a la importancia de la cuestión, en ninguna norma se especifican cuáles son esos concretos actos, y aunque el artículo 308 del CCom. específicamente establece que en la actividad debida por la entidad a la que se encomienda la custodia de valores se incluyen determinados actos de administración, no especifica qué actos concretos son éstos. Por lo anterior, parece que resulta obvio que la concreción de dichos actos dependerá tanto del tipo de valores negociables que constituyan el objeto de la relación como del estado en que se encuentren los mismos. No obstante, a tenor de las normas reguladoras del depósito (1.770.1 del CC y 306.1 del CCom.) y del tenor de los contratos tipo que regulan estas relaciones jurídicas, es posible concluir que dichos actos habrán de ir encaminados no sólo a conservar el valor nominal y real de dichos valores sino a procurar que devenguen la rentabilidad que les es propia<sup>366</sup>, por lo que sería posible agrupar las obligaciones asumidas por la entidad encargada de la administración de valores en tres bloques: (i) obligaciones relativas a la tutela de los derechos inherentes al valor; (ii) obligaciones de cooperación en el ejercicio de los derechos y en el cumplimiento de las obligaciones por parte de los clientes; y (iii), finalmente, las obligaciones derivadas del cobro de los beneficios económicos<sup>367</sup>. Dentro de cada uno de esos bloques, podrían concretarse las siguientes obligaciones: (i) dentro del primer bloque se encontraría la obligación de comunicar al cliente las operaciones publicadas por la entidad emisora que le confieran derechos o que requieran de su conformidad, así como aquellas operaciones voluntarias o potestativas a fin de solicitar las instrucciones oportunas; (ii) en el segundo bloque se podría citar la obligación de tramitar la inscripción de los valores en los registros contables que correspondan, la de pagar los dividendos pasivos y la suscripción de derechos, la de emitir certificados de legitimación, y la de percibir las amortizaciones y canjes de valores; y (iii), en el último bloque, se encontrarían la

---

<sup>366</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 288.

<sup>367</sup> ABBADESSA, P., «*Gli obblighi di amministrazione nel deposito di titoli*», AA.VV., *Le operazioni bancarie* (a cura di Giuseppe B. Portale), I, Milano, 1978, pp. 462 y 463.

obligación del cobro de intereses, dividendos y primas de asistencia a juntas y la de percibir las posibles adjudicaciones de valores, por ejemplo, via dividendo<sup>368</sup>.

Ante la necesidad de concretar en los contratos-tipo las obligaciones del custodio-administrador, es frecuente que en dichos documentos se introduzcan cláusulas de cierre que permiten englobar dentro de la obligación de custodia, además de los enumerados anteriormente, todos aquellos actos que en un determinado momento puedan considerarse necesarios para la conservación de los valores objeto de la relación<sup>369</sup> y, así, por ejemplo, puede citarse la siguiente cláusula: *«el Banco queda autorizado para realizar todos aquellos actos y operaciones propias del funcionamiento habitual de una administración de depósito de valores»*.<sup>370</sup>

En todo caso, la actividad de la administración de los valores ha de entenderse como una actividad meramente técnica, desprovista, por tanto, de cualquier discrecionalidad gestora<sup>371</sup>, siendo ésta la principal diferencia que existe entre este contrato y el de gestión de carteras de inversión, dando lugar a que nos encontremos ante figuras muy próximas pero claramente independientes y diferenciadas<sup>372</sup>.

Lo anterior nos lleva a que además de todos aquellos actos de administración que se consideren necesarios para la conservación de los valores, la entidad encargada de la administración puede verse obligada igualmente a realizar actos que excedan de los puramente conservativos, los cuales, sólo serán de obligado ejercicio por parte de la entidad cuando sean expresamente requeridos por su cliente, no estando obligada ni

---

<sup>368</sup> GARRIGUES, J., «*Contratos bancarios*», 2ª ed., Madrid, 1975, pp. 419-429; TAPIA HERMIDA, A.J., «*Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores*», (dir. NIETO CAROL, U.), AA.VV., *Contratos bancarios y parabancarios*, Valladolid, 1998, pp. 1028 y 1029.

<sup>369</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 289.

<sup>370</sup> Contrato de custodia y administración de valores de Banco Santander, S.A. Accesible en: <https://www.bancosantander.es/es/tablon-de-anuncios/contratos-tipo-para-la-prestacion-de-servicios-de-inversion-a-clientes-minoristas/contrato-tipo-de-custodia-y-administracion-de-valores>

<sup>371</sup> ABBADESSA, P., «*Gli obblighi di...*», op., cit., pp. 463 y 464; TAPIA HERMIDA, A.J., «*Los contratos bancarios de depósito, administración,...*», cit. p. 1029; VALENZUELA GARACH, F., «*Contratos bancarios de gestión II*», (coord., JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.), AA.VV., vol. II, 6ª ed. Barcelona 2000, p. 519.

<sup>372</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*Comentario a la STS de 11 de junio de 1998*», Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil, núm. 49, enero-marzo 1999, p.45.

legitimada para llevarlos a cabo por su cuenta, lo cual, encaja con la falta de autonomía decisoria de este tipo de contratos<sup>373</sup>. En este sentido, el cliente podrá encargar a la entidad la realización de los actos que estime oportunos, pudiendo ser incluso actos de disposición, y la entidad, una vez requerida, quedará obligada a su realización, aún cuando bajo su criterio profesional no los estime convenientes en función de los intereses del cliente, en cuyo caso, habrá de limitarse a asesorarle<sup>374</sup>.

Lo anterior conduce a otra obligación de la entidad encargada de la administración de valores que es la de solicitar al cliente instrucciones sobre su actuación cuando sea preciso y consultarle sobre el sentido de su actuación presente o futura (artículo 255 del CCom.), ya que sólo en el caso de que la entidad siga fielmente las instrucciones del cliente quedará exonerada de responsabilidad (artículo 254 del CCom.). El custodio-administrador debe dar prioridad a los intereses del cliente de manera que esa priorización debe ser la pauta que ha de regir su conducta predicándose dicha obligación respecto de todo tipo de operadores y cuyo incumplimiento es susceptible de ser sancionado<sup>375</sup>. En este sentido, el custodio-administrador responderá de los daños y perjuicios que haya ocasionado al cliente en el caso de alterar u obviar las instrucciones recibidas o atender a unos clientes en perjuicio de otros anteponiendo intereses que pueda tener con aquéllos, salvo que se trate de situaciones urgentes, en cuyo caso, está obligado a actuar con el estándar de pericia que sea razonable a su condición de entidad de crédito (255.2 del CCom.). Dada la importancia de esta obligación desde un punto de vista de exoneración de responsabilidad para las entidades encargadas de la administración de valores, en los contratos de administración de valores éstas incluyen expresamente una previsión para regular los supuestos en los que no reciban instrucciones expresas de los clientes y, en este sentido, lo que prevén es que: *«adoptará las decisiones que mejor salvaguarden los intereses del cliente, valorando muy especialmente la naturaleza y características de los valores e instrumentos*

<sup>373</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «El contrato bancario...», cit., p. 290.

<sup>374</sup> GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «La mercantilidad del contrato de comisión y las obligaciones de diligencia del comisionista», (coord., IGLESIAS PRADA, J.L.), AA.VV., Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez, III, Madrid, 1996, pp. 2850 y ss.

<sup>375</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «El contrato bancario...», cit., p. 296.

*financieros y de las operaciones en cuestión.»*<sup>376</sup>. Es decir, a falta de instrucciones por parte del cliente, éste autoriza contractualmente a la entidad para que realice en su nombre y, velando por sus intereses, todas aquellas actuaciones que sean necesarias para administrar los valores.

La entidad encargada de la administración de los valores debe restituir al depositante titular de los valores, cuando éste lo solicite, sus valores, siendo esta obligación de restitución, junto con la de custodia, la otra obligación típica del contrato de depósito-administración de valores, de hecho, ambas obligaciones se encuentran íntimamente relacionadas ya que, por un lado, la obligación de restitución se hace exigible en el momento en el que cesa la obligación de custodia<sup>377</sup> y, por otro lado, la obligación de custodiar los bienes objeto del contrato permanece hasta que no se cumple con la de su restitución<sup>378</sup>. La obligación de custodia cesará cuando cualquiera de las partes denuncie unilateralmente el contrato y, en el caso de que la rescisión sea a instancia del cliente, la misma equivaldrá a la solicitud de restitución de los valores, ante la cual, la entidad encargada de la administración deberá proceder de inmediato a su cumplimiento<sup>379</sup>, si bien, la referida inmediatez ha de ser entendida en el marco de la buena fe contractual<sup>380</sup>.

En el caso de los títulos físicos esta restitución se realizará devolviendo los mismos al cliente y, en el caso de los valores anotados, la restitución se realizara bien, traspasando los mismos a otra cuenta de valores que indique el cliente o bien, vendiendo los mismos en el mercado y obteniendo el cliente el importe de la venta. Este deber de restitución cesa cuando: (i) un tercero con mejor título se opone a la misma (evicción); o

---

<sup>376</sup> Contrato de custodia y administración de instrumentos financieros de Bankia, S.A. Accesible en: [https://www.bankia.es/Ficheros/CMA/ficheros/Contrato\\_Tipo\\_Deposito\\_o\\_Administracion\\_de\\_Valores.PDF](https://www.bankia.es/Ficheros/CMA/ficheros/Contrato_Tipo_Deposito_o_Administracion_de_Valores.PDF)

<sup>377</sup> DÍEZ SOTO, C.M., «*El depósito...*», cit., p., p.229.

<sup>378</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 332.

<sup>379</sup> *Ibid.*, p. 387.

<sup>380</sup> PELLISÉ PRATS, B., «*Comentario a la voz depósito mercantil en la nueva enciclopedia jurídica*», VI, Barcelona, 1954, pp. 867 y 868.

(ii) los valores se encuentran embargados, pignorados o inmovilizados de cualquier otro modo.

En relación con el anterior deber de restitución cobran importancia dos cuestiones jurídicas vinculadas con el mismo, a saber: (i) cuál es el plazo para reclamar el cumplimiento de esta obligación y cuándo comienza a contar dicho plazo, esto es, el dies a quo; y (ii) durante cuánto tiempo debe conservar la entidad encargada de la administración de los valores la documentación que le permita acreditar el cumplimiento de sus obligaciones o, en su caso, la exigencia de sus derechos. Ambas cuestiones son objeto de estudio en la Sentencia del Tribunal Supremo número 521/2003, de 27 mayo, la cual, versa sobre la acción de un particular frente a una entidad bancaria a la que reclama una indemnización económica en concepto de daños y perjuicios al no poder restituirle los valores que había depositado.

En la referida sentencia se dispone, en primer lugar, que la acción para reclamar el cumplimiento de la obligación de restitución de los valores es una acción personal (puesto que deriva de un contrato) y, en consecuencia, el plazo de prescripción es de cinco años bajo la nueva redacción del artículo 1.964 del CC, introducida por la disposición final primera de la Ley 42/2015, puesto que, con anterioridad a dicha modificación, el plazo de prescripción era sustancialmente mayor al ser quince años.

Por lo que respecta a cuándo comienza a contar dicho plazo, la sentencia especifica lo siguiente: «resulta irrelevante la circunstancia de que la actora haya demorado su petición de devolución de los valores depositados y rendición de cuentas de su administración, pues esta solicitud es mera facultad del depositante, que puede formularla o no y en el momento que estime conveniente y, lógicamente, el dies a quo del plazo para la prescripción –cuya prueba incumbe a la demandada, habrá de determinarse en función del momento en que se demuestre que el depositante tuvo conocimiento de la desaparición de los títulos entregados a la entidad depositaria...».

Por otro lado, en la referida sentencia, la entidad encargada de la administración de los valores alegaba que no se le podía exigir probar la razón del porqué los valores

del depositante no se encontraban en su poder puesto que había transcurrido mucho tiempo. Pues bien, frente a este argumento, en la mencionada sentencia se dispone lo siguiente: *«La invocación por la recurrente de la dificultad de probar la causa de no hallarse los valores en su poder por no serle exigible la conservación, durante un plazo tan prolongado, de la documentación correspondiente, tampoco es atendible porque, según tuvo ocasión esta Sala de declarar en Sentencia de 14 de noviembre de 2001 ( RJ 2001, 9453) el comerciante tiene la carga de conservar toda aquella documentación relativa al nacimiento, modificación y extinción de sus derechos y de las obligaciones que le incumben, al menos durante el período en que –a tenor de las normas sobre prescripción– pueda resultarle conveniente promover el ejercicio de los primeros, o sea posible que llegue a serle exigido el cumplimiento de las segundas.»*

Según lo dispuesto por esta sentencia, las entidades encargadas de la administración de valores deberían guardar toda la documentación que derive o esté relacionada con los contratos de administración celebrados con sus clientes durante cinco años como mínimo, y decimos como mínimo porque a pesar de ser cinco años el plazo de prescripción fijado por el artículo 1.964 del CC, en la práctica, el plazo durante el cual podrá reclamar el cliente dependerá cuándo se fije el «*dies a quo*» conforme a lo señalado anteriormente. No obstante lo anterior, el artículo 29 del RD 878/2015, fija un plazo mayor, durante el cual, las entidades encargadas del registro contable deben conservar la información, y así señala que: *«Las entidades encargadas de los registros contables, los depositarios centrales de valores y sus entidades participantes conservarán durante diez años la información que permita reconstruir los asientos practicados a nombre de cada titular»*. A este respecto, en la legislación italiana, se impone la misma obligación y durante el mismo plazo temporal<sup>381</sup>.

Teniendo en cuenta lo anterior, a pesar de que el artículo 1.964 del CC disponga que las acciones personales prescriben a los cinco años y sea éste el plazo mínimo

---

<sup>381</sup> El artículo 3.5 del Monte Titoli CSD Rules dispone: *«Monte Titoli shall keep the data relating to the operation of the Central Securities Depository Service for ten years, ensuring its safety and confidentiality»*.

durante el cual un cliente podría ejercitar alguna acción basada en su contrato de administración de valores contra dicha entidad, en los casos concretos de los contratos de depósito y administración de valores habría que atender a la legislación especial y, por tanto, las entidades que presten servicios de custodia tendrían que conservar la información durante al menos diez años con el fin de que ante, por ejemplo, una reclamación en la que se discuta sobre la titularidad de unos valores, puedan reconstruir los asientos contables y puedan hacer frente, desde un punto de vista jurídico, a dicha reclamación. De hecho, la entidad encargada de la administración de valores que resultó demandada en la referida sentencia fue condenada a indemnizar al cliente puesto que no pudo probar el porqué no tenía los valores en su poder y, al no poderse los devolver, le tuvo que indemnizar con dinero.

Otra de las obligaciones fundamentales es la de ejercitar los derechos políticos y económicos inherentes a los valores registrados. Esta obligación debe cumplirse siguiendo la máxima diligencia profesional y guiándose por las pautas del cliente (artículos 259 y 308 del CCom.). En cumplimiento de esta obligación, la entidad encargada de la administración de los valores debe mantener, en todo momento, adecuadamente informado a su cliente (artículo 209 del TRLMV) comunicándole los derechos, obligaciones, y todas las operaciones inherentes a los valores que la sociedad emisora vaya a llevar a cabo, extendiéndose dicha obligación de información a las comisiones y gastos que vaya a repercutirle durante el desenvolvimiento de la relación en concepto de reembolso de los gastos de custodia y administración y de remuneración de los servicios prestados<sup>382</sup>. Esta obligación de información parte de la consideración del cliente como la parte débil de la relación jurídica y su consiguiente necesidad de protección, todo ello, derivado de la complejidad inherente al mercado de valores que hace que el particular carezca de elementos de juicio suficientes como para actuar por su cuenta<sup>383</sup>.

---

<sup>382</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 294.

<sup>383</sup> *Ibid.*, p. 292.

Desde nuestro punto de vista, la anterior obligación es una de las principales que tiene la entidad encargada de la administración de valores y por la que asume una importante responsabilidad en caso de que no la cumpla adecuadamente. En sentido, resulta oportuno traer a colación el caso juzgado por la Audiencia Provincial de Barcelona en su sentencia número 579/2013, de 10 de diciembre, que versa sobre un inversor que, no siendo previamente accionista, acudió a la oferta de suscripción de derechos de una ampliación de capital del Banco Santander y, tras una orden de suscripción y de venta de derechos de suscripción, se quedó con 35.000 derechos de suscripción, los cuales, le daban derecho a suscribir 8.750 acciones (una acción por cada cuatro derechos), acciones que nunca llegó a suscribir a pesar de ser su deseo porque no dio instrucciones explícitas a su entidad, en la creencia de que como el portal web a través del cual operaba no le permitía cursar instrucciones explícitas, su entidad le suscribiría los valores automáticamente al tener los derechos en su cuenta, lo cual, no ocurrió, por lo que perdió los 35.000 derechos de suscripción y las correspondientes acciones. Ante esta situación, la entidad encargada de la administración de valores alegó que se trataba de un inversor acostumbrado a operar en Bolsa y, en concreto, a través del portal web y que conocía la normativa del mercado de valores, en particular, que en los casos en los que se adquieren derechos de suscripción y no se es accionista previamente, es necesario instruir expresamente a la entidad sobre cómo proceder, ya que ésta no actúa de oficio y, por tanto, si no recibe instrucciones, no vende los derechos ni suscribe los valores.

La referida sentencia recoge un extracto del informe de la CNMV de 27 enero 2010, en el cual expresaba que, en relación con la información suministrada por la entidad encargada de la administración de los valores sobre los derechos de suscripción antes de su adquisición por el inversor, las entidades tienen la obligación de proporcionar a sus clientes una descripción general de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión y, en este caso, no se había acreditado que, previamente a la recepción del mandato de compra de los derechos de suscripción del Banco Santander, la entidad

hubiera informado al reclamante sobre los riesgos asociados al tipo de instrumento financiero que estaba adquiriendo y, en particular, del riesgo de pérdida de la totalidad de lo invertido si no se cursaban instrucciones complementarias de ejercicio o venta de los derechos antes de finalizar su periodo de negociación. La sentencia, con fundamento en el artículo 79 bis de la LMV (actual artículo 209 del TRLMV mencionado anteriormente), acaba condenando a la entidad a que abone a su cliente el importe íntegro de la compra de los 35.000 derechos de suscripción preferente, sobre la base de que no le informó adecuadamente y así, se pronuncia en los siguientes términos: *«Pues bien, extinguidos los derechos, al no concurrir a la ampliación, ni a su venta, entendemos que dicha información no fue facilitada por la demandada, o al menos no lo acredita, de conformidad con el art. 79 bis, antes transcrito, como así dictaminó también la Comisión Nacional del Mercado de Valores, doc. 11, expresando que tuvo una actuación incorrecta al no haber informado al cliente "específicamente" y con antelación suficiente, del riesgo de pérdida de aquella inversión. Y a nuestro juicio, ello no comporta meramente la comisión de una infracción, sin consecuencias indemnizatorias, como dice el Banco, sino que estimamos que si bien no se deben entregar las acciones o valor de la venta de los derechos, pues no se dieron las oportunas ordenes, sí, en cambio, la pérdida de lo invertido, y que como subsidiario se planteó, en la contestación, esto es restituir los 9.500 euros de la compra de 35.000 derechos.»*. Como podemos comprobar y bien dice la sentencia, el incumplimiento o cumplimiento defectuoso de la obligación de información por parte de las entidades encargadas de la administración de los valores conlleva una responsabilidad y, derivada de la misma, unas consecuencias indemnizatorias de los daños y perjuicios sufridos por el inversor que, en el caso analizado, se traducen en la restitución del importe perdido en la inversión.

Íntimamente ligada a la anterior obligación de informar al cliente se encuentra la de abonar en la cuenta del cliente el importe en efectivo correspondiente al ejercicio de los derechos económicos inherentes a los valores. En este sentido, incumbe a la entidad encargada de la administración la carga de probar cualquier circunstancia que le haya impedido proceder al abono de dividendos, intereses, valores, si bien, hay que señalar

que, en el caso de que sea el emisor el culpable de no haber abonado los derechos económicos que le corresponden al accionista, la acción contra el emisor compete al cliente de forma personal en su calidad de accionista, por eso, es posible que, en los contratos de administración, exista una cláusula por la que la entidad encargada de la administración rehúsa accionar contra el emisor, en el entendimiento de que rehúsa accionar junto con el cliente, puesto que, como hemos señalado anteriormente, el cliente tendría acción en todo caso frente al emisor en su calidad de accionista. En este sentido, es válida la inclusión en los contratos de una cláusula que prevea que la entidad encargada de la administración abonará al cliente, «*salvo buen fin*», los importes que resulten, por ejemplo, de una amortización de valores, siendo responsabilidad del cliente el emprender las acciones judiciales necesarias para recuperar dichos importes en caso de insolvencia del emisor. La expresión «*salvo buen fin*» lo que persigue es proteger a la entidad encargada de la administración frente a eventuales acontecimientos, ajenos a la misma, por ejemplo, la insolvencia del emisor, que impidan el abono de los importes de que se trate. A este respecto, un contrato de administración de valores consultado<sup>384</sup> dispone lo siguiente: «*En ningún caso, Bankia asumirá actuación alguna frente al emisor en caso de impago por éste de intereses, dividendos o amortizaciones correspondientes a los valores o instrumentos financieros del cliente, ni será responsable de ningún menoscabo, pérdida o perjuicio que pueda producirse en los valores e instrumentos financieros o sus frutos, como resultado de situaciones concursales, insolvencia o defectuoso funcionamiento de los organismos o servicios cuyo concurso viniera establecido legalmente.*».

Vinculado con lo anterior, destaca la Sentencia del Tribunal Supremo número 568/2014, de 8 octubre, la cual, versa sobre el siguiente supuesto: un cliente que había comprado unos bonos emitidos por un banco islandés se encuentra con que unos días antes del vencimiento de los bonos el banco es intervenido por su supervisor nacional,

---

<sup>384</sup> Contrato de custodia y administración de instrumentos financieros de Bankia, S.A. Accesible en: [https://www.bankia.es/Ficheros/CMA/ficheros/Contrato\\_Tipo\\_Deposito\\_o\\_Administracion\\_de\\_Valores.PDF](https://www.bankia.es/Ficheros/CMA/ficheros/Contrato_Tipo_Deposito_o_Administracion_de_Valores.PDF)

por lo que, llegado el vencimiento, emisor no paga los bonos. Transcurridos unos días, finalmente, la entidad liquidadora abona en la cuenta de la entidad encargada de la administración de los valores del cliente el importe de los bonos y éste lo invierte en una imposición a plazo fijo. El problema se produce cuando, ese mismo día, la entidad liquidadora (dada la situación del emisor) se ve obligada a retrotraer el abono del importe correspondiente a la amortización de los bonos lo que obliga a la entidad encargada de la administración de los valores del cliente a hacer lo mismo, para lo cual, y en atención a una cláusula del contrato que regulaba la imposición a plazo fijo y que permitía compensar con cargo a la cuenta de imposición a plazo fijo los saldos deudores existentes en otras cuentas, retiró el dinero que había en la imposición a plazo fijo y se lo devolvió a la entidad liquidadora. Pues bien, el Tribunal Supremo dio la razón a la entidad encargada de la administración de los valores del cliente puesto que ésta había actuado dentro de lo estipulado en los contratos celebrados con el cliente, esto es, la entidad sólo estaba obligada a abonar el importe de una amortización de valores si no existía circunstancia que lo impidiera e, igualmente, tenía derecho a compensar las deudas que el cliente tuviese frente a ella (la correspondiente a la amortización de los bonos que tenía que devolver a la entidad liquidadora) con los saldos que éste tuviese en cualquier cuenta abierta en dicha entidad.

Por otro lado, la entidad custodia tiene que cumplir con unos compromisos de confidencialidad puesto que tiene que mantener confidencialmente el contenido de todos los datos e informaciones conocidos durante la vida del contrato, salvo en los casos en que, por imperativo judicial, tributario o administrativo, deba comunicar esos datos.

Finalmente, la entidad custodia tiene que informar al cliente sobre las medidas de protección adoptadas en relación a los valores depositados, tal y como dispone el artículo 63.1, letra g), del RD 217/2008. Dicha información deberá incluir datos sobre cualquier sistema de garantía de depósitos o de indemnización que resulte de aplicación a los inversores.

#### 4.3.2.1.7.2. DEL CLIENTE

Al ser el contrato de administración de valores un contrato bilateral y sinalagmático<sup>385</sup>, el cliente también asume una serie de obligaciones<sup>386</sup> y, dentro del conjunto de las mismas, podría decirse que la obligación principal es la de pagar cualesquiera cantidades debidas por los servicios que se le prestan (artículo 2 de la O.EHA 1665/2010), debiendo estar separados debidamente honorarios, comisiones, costes y gastos asociados del servicio de administración (artículo 66 del RD 217/2008 y Norma 4.2 de la Circular 7/2011).

Las entidades encargadas de la administración de valores no podrán cargar a sus clientes comisiones superiores a las fijadas en sus tarifas, aplicar condiciones más gravosas ni repercutir gastos no previstos o por conceptos no mencionados en las mismas (artículo 3.2 de la O.EHA 1665/2010). A este respecto, los gastos ordinarios ocasionados durante la ejecución del contrato suelen encontrarse englobados en el precio del contrato, esto es, en las comisiones pactadas en concepto de retribución<sup>387</sup>. Igualmente, dichas entidades no podrán cobrar comisiones por servicios innecesarios, servicios que no hayan sido efectivamente prestados o que no hayan sido aceptados o solicitados en firme por el cliente (artículo 3.3 de la O.EHA 1665/2010).

De acuerdo con una Resolución del Protector del Inversor de la Bolsa de Madrid de fecha 18 de noviembre de 1992, cuyo criterio fue confirmado por otra posterior de 23 de abril de 1993, los cargos por comisiones no pactadas deben anularse y, por tratarse de cargos improcedentes, no puede la entidad encargada de la administración de los valores retener los mismos hasta que se le paguen dichas comisiones no previstas en aplicación del artículo 1.780 del CC, que prevé que el depositario puede retener en

---

<sup>385</sup> Sobre el significado de sinalagmático, GÓMEZ ROYO, E. «*Synallagma en la teoría filosófica y en la dogmática bizantina*», Cuadernos informativos de derecho histórico público, procesal, y de la navegación, núm. 18, 1995, pp. 4555-4586 (especialmente nota 2).

<sup>386</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. / NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., «*El contrato de administración...*», ob., cit., pp.326-328.

<sup>387</sup> DÍEZ SOTO, C.M., «*El depósito...*», cit., p. 270.

prenda la cosa depositada hasta el completo pago de lo que se le deba por razón del depósito. Por el contrario, la entidad encargada de la administración de los valores sí podrá retener éstos hasta que se le paguen las comisiones que sí hubiesen sido aceptadas por el cliente, es el llamado derecho de retención o «*ius retentionis*».

Esta facultad de retención es uno de los mecanismos que se reservan las entidades encargadas de la administración de valores en los contratos para garantizar el cobro de las cantidades adeudadas por los clientes, si bien, dicha facultad se le reconoce por ley tanto al depositario como al mandatario en los artículos 1.780 del CC y 1.730 del CC respectivamente, por lo que existirá siempre con independencia de que se incluya de forma concreta en las condiciones generales de los contratos de administración de valores<sup>388</sup>

En el contrato de administración de valores el objeto de la retención lo constituirían bienes inmateriales que no pueden ser objeto de detentación, por lo que algún autor ha venido a sostener que el referido derecho no existe<sup>389</sup>, frente a otros que sostienen que lo esencial es que la cosa se halle en bajo el poder de quien ha de retenerla, no siendo necesaria siempre la detentación física para que pueda reconocerse y desplegar su eficacia el «*ius retentionis*»<sup>390</sup>.

La finalidad perseguida por el derecho de retención reconocido por el artículo 1.780 del CC se centra más que en reforzar la posible posición acreedora del depositario

---

<sup>388</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 356. Sobre el derecho de retención: ALMAGRO NOSETE, J., «*Significación procesal del derecho de retención*», RDP, tercero y cuarto trimestre de 1968, pp. 113-140 y 131-179, respectivamente, pássim; BELTRÁN DE HEREDIA DE ONÍS, P. «*El derecho de retención*», Salamanca, 1955, pássim; CANO MARTÍNEZ DE VELASCO, J.I., «*La retención de cosa ajena*», Barcelona, 1990, pássim; LÓPEZ DE HARO, C., «*El derecho de retención*», Madrid, 1921, pássim; LÓPEZ Y LÓPEZ, A., «*Retención y mandato*», Bolonia-Zaragoza, 1976, pássim; MANRESA Y NAVARRO, J.M., «*Comentarios al Código Civil...*», ob.,cit., pp 977-981; MORENO TORRES HERRERA, M<sup>a</sup>. L., «*La prohibición de compensar las deudas derivadas del depósito y comodato*», 2<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1994, pp. 195-210; NAVAS NAVARRO, S., «*Compensación, depósito y comodato*», Madrid, 1997, pp. 51-63; SERRERA CONTRERAS, P.L., «*El contrato de depósito mercantil*», (coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.) AA.VV., Derecho mercantil, II, 6<sup>a</sup> ed., Barcelona, 2000, pp. 382-384; VIÑAS MEY, J., «*El derecho de retención*», RDP, 1922, pp. 102-105; ídem «*Más sobre el derecho de retención*», RDP, 1923, pp. 1-23.

<sup>389</sup> MORENO TORRES HERRERA, M<sup>a</sup>. L., «*La prohibición de compensar las deudas...*», ob., cit., pp. 198 y 199. Para este autor sin «*detentación*» no hay retención.

<sup>390</sup> LÓPEZ DE HARO, C., «*El derecho de retención*», ob., cit., p. 81.

frente al deponente, en equilibrar las posiciones de ambos sujetos contratantes, de manera que admitida la posibilidad de constituir un contrato de depósito sobre bienes inmateriales<sup>391</sup>, hay que entender que, siempre que sea posible, hay que buscar una interpretación del referido privilegio de retención que permita su aplicación a los casos en los que lo depositado carezca de corporeidad<sup>392</sup>. De esta manera, es posible defender que en el contrato de administración de valores el derecho de retención reconocido, con carácter general, a todo depositario, habilitará a la entidad encargada de la administración de los valores para desatender las órdenes de venta o traspaso de los valores cursadas por su cliente, flexibilizando la inmediatez con la que dicha entidad habrá de atender la solicitud de rescisión del contrato que el cliente puede realizar en cualquier momento<sup>393</sup>.

Algún autor ha apuntado que en el contrato de administración de valores al tener por objeto bienes incorporeales no es necesaria su entrega a la entidad elegida por el cliente no existiendo, en puridad, una obligación de restitución<sup>394</sup>. La obligación de restitución del depositario equivaldría pues, a la obligación de la entidad encargada de la administración de atender la orden de rescisión del contrato dada por su cliente, de ahí que pueda sostenerse que si el «*ius retentionis*» reconocido legalmente al depositario le permite cesar temporalmente en el cumplimiento de su obligación de restitución, en el contrato de administración de valores permite a la entidad encargada de la administración desatender la orden de rescisión del contrato dada por el cliente, en el sentido de desatender las órdenes de venta o traspaso de valores dadas por él, de forma que dicho cliente no podrá disponer libremente de sus valores hasta que no le pague a la entidad encargada de la administración las cantidades que se hubieran devengado a su favor durante la ejecución del contrato, tal y como le ocurre al deponente cuando el depositario hace uso de su derecho de retención, sirviendo así como medida coactiva

---

<sup>391</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 357.

<sup>392</sup> LÓPEZ DE HARO, C., «*El derecho de retención*», ob., cit., pp. 43 y 44.

<sup>393</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 357.

<sup>394</sup> Para LÓPEZ DE HARO, C., «*El derecho de retención*», ob., cit., p. 43, «*la retención no es posesión y en consecuencia es fenómeno extraño a la traditio, no pudiendo tomar en ella origen*».

para que el cliente cumpla con sus obligaciones<sup>395</sup>. Razones de equidad avalan esta interpretación puesto que la ley suele reconocer el derecho de retención cuando no es posible alegar la «*exceptio non adimplenti contractus*»<sup>396</sup>. Efectivamente, la referida excepción no ampara al depositario a negarse a cumplir con su obligación de restitución cuando le sea exigible bajo el pretexto de que el deponente no ha cumplido con sus obligaciones de pago y, aún cuando el depósito es un contrato bilateral y sinalagmático, la reciprocidad se da respecto de la guarda y custodia asumida por el depositario y las obligaciones de pago del deponente, que para nada toman como causa a la obligación de restitución del depositario, de ahí que la ley le reconozca a éste el «*ius retentionis*», ya que de lo contrario su posición jurídica quedaría en seria desventaja respecto de la del depositante, quién, mediante el ejercicio de la «*exceptio non adimplenti contractus*», sí podría negarse al reembolso de los gastos originados por la administración de valores sobre la base de los menoscabos sufridos por la cosa depositada durante la ejecución del contrato imputables al depositario. De esta forma, con el reconocimiento del «*ius retentionis*» al depositario, se le otorga un mecanismo para garantizar el cumplimiento de las obligaciones que, en su favor, pesan sobre el depositante, análogo, en cuanto a sus afectos, a la «*exceptio non adimplenti contractus*», cuya oponibilidad no procede en este caso y que, sin embargo, sí le asiste al deponente, sirviendo, en consecuencia, para equilibrar las posiciones de ambos sujetos contratantes<sup>397</sup>.

No debemos perder de vista que este derecho de retención se ejecuta sobre unos valores y, pudiera darse el caso hipotético de que dichos valores estuvieran registrados en una entidad distinta de la que tiene encomendada la administración de los mismos<sup>398</sup>. En este sentido, la doctrina, aunque de forma no unánime, consensuadamente considera que el derecho de retención es oponible frente a terceros<sup>399</sup>, lo que entronca con la cuestión más polémica que es la determinación de si tiene o no una naturaleza real y, en

---

<sup>395</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 357.

<sup>396</sup> MORENO TORRES HERRERA, M<sup>a</sup>. L., «*La prohibición de compensar las deudas...*», ob., cit., p. 209.

<sup>397</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 358.

<sup>398</sup> *Ibid.*, p. 359.

<sup>399</sup> ALMAGRO NOSETE, J., «*Significación procesal...*», ob., cit., pp. 121 y 122; DEL POZO CARRASCOSA, P., «*El derecho a retener en prenda del depositario*», Barcelona, 1989, p. 132.

concreto, pignoratícia, que parece que los artículos 1.730 y 1.780 del CC le atribuyen cuando utilizan la expresión «*retener en prenda*». Es cierto que son los derechos reales los que gozan de la oponibilidad erga omnes, si bien, hay que tener presente que atribuirle una naturaleza real al «*ius retentionis*» supondría reconocer en favor del depositario un «*ius distrahendi*», lo que se traduciría en que podría enajenar los valores objeto del contrato para cobrarse con lo obtenido las cantidades que se le adeudan.<sup>400</sup>

La doctrina, tras la promulgación del CC ha negado en su mayor parte el carácter real al «*ius retentionis*»<sup>401</sup>. Así, según estos autores, el hecho de que se trate de un derecho oponible frente a terceros no estriba en que sea un derecho real sino en una razón eminentemente práctica y de equidad<sup>402</sup>, afirmando que si no fuera oponible a terceros, la garantía ofrecida por él sería meramente ilusoria<sup>403</sup>. De esta manera, los pronunciamientos en cuanto a la naturaleza del «*ius retentionis*», pese a no ser unánimes, considerando unos que se trata de un derecho singular (real sin derecho de persecución, o no real y oponible sin embargo a terceros),<sup>404</sup> y atribuyéndole otros una naturaleza de cuasicontrato<sup>405</sup>, en su mayoría, confluyen en la negación del «*ius distrahendi*» al retenedor<sup>406</sup>. Sin embargo, hay voces en contrario, ya que algunos autores asemejan el derecho de retención a una auténtica prenda en el sentido técnico del término<sup>407</sup>. Los partidarios de esta tesis, además de en una interpretación literal del artículo 1.780 del CC, que al reconocer el «*ius retentionis*» en favor de todo depositario utiliza la expresión «*retener en prenda*», suelen fundamentar su postura en la escasa eficacia que de lo contrario tendría la facultad de retención<sup>408</sup>.

---

<sup>400</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p.360.

<sup>401</sup> *Ibid.*

<sup>402</sup> CANO MARTÍNEZ DE VELASCO, «*La retención de...*», ob. cit., pp. 29, 30, 37-39, 75 y 76; LÓPEZ DE HARO, C., «*El derecho de retención*», ob., cit., pp. 64 y 65.

<sup>403</sup> BELTRÁN DE HEREDIA DE ONÍS, P., «*El derecho de...*», ob., cit., pp.39 y 40.

<sup>404</sup> LAURENT F., «*Principes de droit civil français*», XIX, Bruselas, 1876, p. 345, nota 302.

<sup>405</sup> LÓPEZ DE HARO, C., «*El derecho de retención*», ob., cit., pp. 58 a 60.

<sup>406</sup> BADOSA COLL, F., «*Comentario del Código Civil*» (dir. BERCOVITZ, A., CODERCH, S., DÍEZ PICAZO, L., PAZ ARES, C.), II, Madrid, 1993, pp. 1.690 y 1.691.

<sup>407</sup> DEL POZO CARRASCOSA P., «*El derecho a retener...*» ob. cit. capítulo 8.

<sup>408</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 361.

En relación con lo anterior, hay que señalar que la expresión «*retener en prenda*» que utiliza el CC ha sido calificada por algún autor de impropia e incluso de defectuosa<sup>409</sup>, considerándose que el legislador, en este caso, la utiliza en sentido amplísimo como sinónimo de garantía<sup>410</sup>. Este argumento no es el único utilizado para rebatir la atribución del «*ius distrahendi*» al depositario, sino que con fundamento en el triple efecto que produce el derecho de prenda: (i) la retención de la cosa hasta que no se cumpla con la obligación garantizada (artículos 1.863, 1.866 y 1.871 del CC); (ii) el efecto anticrético (artículo 1.868 del CC); y (iii) la facultad de promover la enajenación de la cosa (artículo 1.872 del CC), podría entenderse que la expresión de «*retención en prenda*» utilizada por el CC se referiría a que el depositario tendría la misma retención que corresponde al acreedor pignoraticio, esto es, únicamente la primera de las tres facultades mencionadas<sup>411</sup>, de manera que la alusión a la prenda se justificaría así por ser el paradigma de la garantía mobiliaria, sin necesidad de extenderla a su naturaleza real<sup>412</sup>.

Respecto de esta cuestión, entendemos que la utilización por el legislador de la expresión «*retener en prenda*» es clara de la intención que tenía cuando reguló la materia, ya que el hecho de utilizar concretamente la palabra «*prenda*» y no, por ejemplo «*garantía*», parece un signo inequívoco de que quería hacer referencia concreta al derecho real de prenda, atribuyendo al depositario las tres facultades anteriormente mencionadas, esto es, retención, anticresis, y enajenación. Por otro lado, el hecho de que se reconozca por la mayoría de la referida doctrina un efecto erga omnes parece, desde nuestro punto de vista, que lo configura inevitablemente como un derecho real. No obstante lo anterior, la realidad demuestra que la cuestión no está del todo clara ya que las entidades encargadas de la administración de valores suelen pactar expresamente en los contratos que, en caso de que el cliente tenga posiciones deudoras, la entidad

---

<sup>409</sup> DE ANGEL YAGÜEZ, R., «*Los créditos derivados del contrato de obra. Su protección legal en la legislación civil*», Madrid, 1969, refiriéndose expresamente al artículo 1.780 en las pp. 125 y 126.

<sup>410</sup> JORDANO FRAGA, F., «*Comentarios a la STS de 7 de julio de 1987*», Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil, núm. 14, 1987, pp. 4767-4787, especialmente p. 4779.

<sup>411</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 362.

<sup>412</sup> BADOSA COLL, F., «*Comentario del...*», ob., cit., p. 1.691.

encargada de la administración podrá enajenar los valores. Así, en un contrato tipo consultado se dispone que: *«el cliente autoriza de forma expresa al banco para retener y enajenar en el mercado, los valores que el Cliente tenga en ING DIRECT en depósito, en la cuantía necesaria para cubrir los descubiertos y otros saldos deudores del Cliente»*<sup>413</sup>.

Analizado lo anterior, queda por determinar las concretas obligaciones cuyo cumplimiento el derecho de retención tiende a garantizar. A este respecto, aún cuando el derecho de retención no constituye en puridad un procedimiento indirecto de pago, van a coincidir alguno de los requisitos de los créditos compensables con los que tiene que concurrir el crédito del retenedor<sup>414</sup> y, así, en primer lugar, el crédito que pretenda garantizar debe ser pecuniario y cierto y, en cuanto a la exigencia de su liquidez que es una cuestión muy debatida<sup>415</sup>, las dudas se disipan cuando el referido derecho viene establecido por ley, no siendo por tanto un requisito necesario en estos casos<sup>416</sup>.

Dicho lo anterior, la cuestión que cobra especial relevancia a este respecto es la determinar si el derecho de retención abarca sólo la obligación de reembolsar los gastos originados por la ejecución del contrato y la de indemnizar por los perjuicios que su desarrollo hubiera podido ocasionar o, por el contrario, abarca igualmente, en los supuestos de los depósitos retribuidos, la obligación de pagar la remuneración pactada<sup>417</sup>. Las dudas surgen porque, a pesar de que el artículo 1.780 del CC autoriza al depositario a retener la cosa depositada *«hasta el completo pago de lo que se le deba por razón del depósito»*, no exista problema en admitir que el *«ius retentionis»* se refiera, además de al reembolso de los gastos y a la indemnización de los perjuicios, a la

---

<sup>413</sup> Contrato de custodia y administración de valores de ING DIRECT accesible en: <https://www.ingdirect.es/sobre-ing/pdf/LegalBroker/Contrato20depositoBroker.pdf>

<sup>414</sup> MORENO TORRES HERRERA, M<sup>a</sup>. L., *«La prohibición de compensar las deudas...»*, ob., cit., p. 199.

<sup>415</sup> BELTRÁN DE HEREDIA DE ONIS, P., *«El derecho de...»*, cit., p.77.

<sup>416</sup> MORENO TORRES HERRERA, M<sup>a</sup>. L., *«La prohibición de compensar las deudas...»*, ob., cit., p. 199.

<sup>417</sup> LÓPEZ SANTANA, N., *«El contrato bancario...»*, cit., p. 364.

remuneración convenida<sup>418</sup>, ya que lo contrario podría derivarse de una interpretación sistemática e histórica del citado precepto<sup>419</sup>, puesto que los artículos 1.779 y 1.780 del CC integran una sección entera (la cuarta) del capítulo dedicado a la regulación del depósito en la que no se menciona la retribución y, desde un punto de vista histórico, los mencionados preceptos reproducen con exactitud el contenido de los artículos 1.684 y 1.685 del Proyecto del CC de 1.851, a su vez, copiados del 1.947 y del 1.948 del Código de Napoleón que, de forma clara, no se refieren al crédito por retribución<sup>420</sup>. Sin embargo, estos argumentos basados en la interpretación histórica y sistemática no son los únicos esgrimidos por la doctrina para excluir al posible crédito del depositario por la remuneración pactada del ámbito del derecho de retención que, por disposición legal, le asiste. Así, se ha alegado que respecto de la remuneración pactada falta uno de los requisitos que justifican la medida excepcional que supone el «*ius retentionis*», que es la conexión entre el crédito del retenedor y la deuda que en uso de la facultad de retención se deja temporalmente de cumplir<sup>421</sup>, conexión que, sin embargo, sí existe en relación con los gastos realizados para la custodia y con la indemnización de los perjuicios que la referida custodia hubiera podido producir, siendo claro que los créditos surgidos por estos conceptos en favor del depositario sí quedan amparados por el derecho de retención<sup>422</sup>.

Frente a la anterior postura, otros autores parten del paralelismo con el contrato de mandato, a partir del cual, el «*ius retentionis*» atribuido por el CC se circunscribe a las cantidades que hubieran sido anticipadas por el mandatario para la ejecución del

---

<sup>418</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 364. Entre los autores que defienden que en los depósitos retribuidos la remuneración pactada ha de entenderse incluida en el «*ius retentionis*», DÍEZ SOTO, C.M., «*El depósito...*», cit., p. 280; PELLISE PRATS, B., «*Comentario a la voz depósito mercantil en la nueva enciclopedia jurídica*», VI, Barcelona, 1954, p. 870; SERRERA CONTRERAS, P.L., «*El contrato de depósito mercantil*», ob., cit., p. 382; VIÑAS MEY, J., «*Más sobre el derecho de retención*», cit., pp. 11.

<sup>419</sup> BADOSA COLL, F., «*Comentario del...*», ob., cit., p. 1.691. Del mismo modo, MORENO TORRES HERRERA, M<sup>a</sup>. L., «*La prohibición de compensar las deudas...*», ob., cit., p. 206-209, considera que el «*ius retentionis*» no comprende la retribución pactada.

<sup>420</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 365.

<sup>421</sup> MORENO TORRES HERRERA, M<sup>a</sup>. L., «*La prohibición de compensar las deudas...*», ob., cit., pp. 208 y 209.

<sup>422</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 366.

mandato y a la indemnización de los daños y perjuicios que, sin su culpa, le hubiera podido causar la ejecución del mandato (artículo 1.730 en relación con el 1.728 y 1.729), si bien, ello se fundamenta en que el CC configura el mandato como esencialmente gratuito, ya que cuando se dan los requisitos del artículo 244 del CCom. y el mandato pasa a ser mercantil configurándose como retribuido, el derecho de retención del mandatario, en este caso, comisionista, abarca la retribución pactada, esto es, «*los derechos de comisión*» (artículo 276.1 del CCom.), y así el CCom. se encarga de reiterar dicho privilegio señalando que el crédito del comisionista por la retribución pactada igualmente entra en su ámbito de acción (276.2.1º del CCom.), lo cual, lleva a afirmar que en el depósito mercantil el crédito del depositario por la retribución pactada también va a encontrarse garantizado por el «*ius retentionis*», pues al igual que ocurre con la comisión, cuando dicho contrato cumple con los requisitos del artículo 303 del CCom. y adquiere naturaleza mercantil, se entiende retribuido salvo pacto en contrario<sup>423</sup>.

A la vista de las anteriores posturas doctrinales, consideramos que parece claro que el «*ius retentionis*» debe abarcar no sólo los gastos originados por la ejecución ordinaria del contrato y los daños y perjuicios que se hubieran podido ocasionar sino también, la retribución que hubieran pactado las partes por la ejecución del contrato y ello con base en, fundamentalmente, la redacción del artículo 1.780 del CC que dispone que: «*El depositario puede retener en prenda la cosa depositada hasta el completo pago de lo que se le deba por razón del depósito*», lo cual, desde nuestra óptica, engloba cualesquiera cantidades que se le deban, incluyendo los eventuales anticipos que la entidad encargada de la administración de los valores hubiera realizado por cuenta del cliente, por ejemplo, pago de dividendos pasivos, comisiones repercutidas por una tercera entidad, gastos de comunicaciones, etc. Con carácter adicional al anterior argumento, entendemos que defender lo contrario, esto es, que el derecho de retención no abarca la retribución pactada por las partes por la prestación de los servicios, colocaría al custodio-administrador en una situación de desequilibrio con respecto a su

---

<sup>423</sup> *Ibid.*, p.368.

cliente ya que éste podría dejar de abonar las cantidades a las que él mismo se comprometió en virtud del contrato sin ninguna consecuencia práctica y pudiendo disponer libremente de sus valores.

En relación con el derecho de retención, cabe señalar que existe una modalidad de contrato en la cual se pacta este derecho de retención o afectación sobre los valores que existan en la cuenta del cliente. Son los contratos en virtud de los cuales una entidad financiera concede a un cliente un crédito para que realice operaciones de compra y venta de valores, si bien, los valores que adquiera se encuentran afectos a la póliza de crédito concedida por la entidad, por lo que el cliente tiene limitado su derecho de disposición sobre los mismos. En la práctica, lo que ocurre en estos casos es que el banco, en calidad de entidad que administra los valores, cuando celebra el contrato, pignora «*formalmente*» una serie de valores que garanticen la devolución del crédito pero, posteriormente, a medida que el cliente modifica su cartera de valores (va adquiriendo y vendiendo valores), no se constituye formalmente una prenda sobre los nuevos valores, puesto que éstos están continuamente fluctuando (en la práctica es inviable ya que exigiría constantemente documentar jurídicamente la pignoración, que exige, entre otras cosas, identificar concretamente el número de valores que se pignoran), de manera que lo que hace el banco es retener los valores en el caso de que el valor de éstos sea inferior al importe concedido en el crédito y hasta que el cliente cubra dicha diferencia reponiendo más valores.

La anterior modalidad de contrato es analizada en la Sentencia del Tribunal Supremo número 265/2010, de 11 mayo, en virtud de la cual, se condenó a la entidad encargada de la administración de valores que había concedido un crédito al cliente para que realizara operaciones de compra y venta de valores puesto que ésta se demoró varias semanas en ejecutar una orden de venta de valores dada por el cliente alegando que el precio de los valores había descendido y no garantizaba el importe del crédito concedido pero, sin embargo, no hizo un requerimiento formal al cliente para que repusiera la garantía sino que se limitó a no ejecutar la venta hasta que el cliente le requirió notarialmente para que la ejecutara. En este caso, el Tribunal Supremo

reconoce a la entidad encargada de la administración de los valores su derecho de retención sobre los valores en cuanto valores afectos como garantía del crédito, pero le condena porque, a falta de requerimiento expreso al cliente para que repusiera la garantía, tendría que haber ejecutado la orden de venta dada por el cliente.

Aparte del derecho de retención que en la práctica contractual se traduce en la inclusión en el correspondiente contrato del mandato por el cual, el cliente apodera a su entidad a que venda los valores de los que disponga para que cubra los importes pendientes de pago, también es habitual en los contratos de administración de valores la inclusión de una cláusula por la que el cliente apodera a la entidad para que compense las cantidades debidas con los saldos acreedores que tenga frente a la misma. Así, en un contrato tipo consultado se dispone lo siguiente: «*El cliente autoriza de forma expresa al Banco para compensar con cualesquiera cuentas en ING DIRECT en las que el Cliente sea titular, cancelando o reduciendo, los saldos deudores del Cliente*»<sup>424</sup>.

Respecto de esta facultad de compensación, la doctrina está muy dividida en cuanto a la admisibilidad de la misma sobre la base de que el artículo 1.200.1 del CC dispone que: «*La compensación no procederá cuando alguna de las deudas provinieren de depósito o de las obligaciones del depositario o comodatario*», de manera que este tema de la determinación del alcance de la prohibición de compensación en el depósito establecida en el referido artículo no ha llegado a una opinión siquiera consensuada en la doctrina<sup>425</sup>, pudiendo distinguirse, como apunta algún autor<sup>426</sup>, tres corrientes.

---

<sup>424</sup> Contrato de custodia y administración de valores de ING DIRECT accesible en: <https://www.ingdirect.es/sobre-ing/pdf/LegalBroker/Contrato20depositoBroker.pdf>

<sup>425</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 371. Por todos: ALBALADEJO GARCÍA, M., «*La prohibición o improcedencia de la compensación en los contratos de depósito y comodato. (Estudio sobre el párrafo 1º del artículo 1.200 del CC)*», en RDP, núm. 361, 1947, pp. 254-272; BAENA BAENA, P.J., «*La compensación en las cuentas bancarias*», Madrid, 1999, pp. 45-51; JIMÉNEZ MANCHA, J.C., «*La compensación de créditos*», Madrid, 1999, pp. 316-360; LÓPEZ VILAS, L., «*La compensación. Comentarios a la sección V del capítulo II del C.c.*», (dir. ALBALADEJO, M.), AA.VV., Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales, XVI-I, Madrid, 1991, pp. 478-592, especialmente p. 549; MIGUEL SANCHA, C., «*La compensación convencional*», Madrid, 1999, pp. 277-292; PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., «*Facultad de compensar y encargo de custodia*», AA.VV., Estudios jurídicos en homenaje al profesor Federico de Castro, II, Madrid, 1976, pp. 449-482.

<sup>426</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 371-375.

La primera de ellas está integrada por aquellos autores que defienden una interpretación amplia, según la cual, la prohibición contenida en dicho precepto afecta tanto a las obligaciones del depositario como del deponente y, así, estos autores entienden que en el depósito ninguno de los dos sujetos podrá alegar la excepción de compensación para dejar de cumplir sus obligaciones contractuales sobre la base de ostentar, a su vez, una posición acreedora, por cualquier concepto, frente a la otra parte contratante<sup>427</sup>.

Una segunda corriente, opuesta a la anterior, sería la de aquellos autores que abogan por una postura restrictiva consistente en que la consideración del artículo 1.200.1 del CC únicamente afecta a la obligación del depositario de restituir los bienes objeto del contrato, desapareciendo, incluso, cuando dicha obligación se torna en la entrega del «*id quod interést*» por la pérdida o deterioro de dichos bienes y no incluyendo, por tanto, a las obligaciones «*ex post facto*» del depositario<sup>428</sup>.

La tercera corriente, intermedia entre las dos anteriores y mayoritaria, se decanta por considerar que la prohibición del artículo 1.200.1 del CC afecta a todas las posibles obligaciones que puedan recaer sobre el depositario, incluidas, por tanto, las denominadas obligaciones «*ex post facto*». Por tanto, a diferencia de los que defienden la interpretación amplia, estos autores parten de excluir del ámbito del referido artículo a las obligaciones del deponente, circunscribiéndolo exclusivamente a las obligaciones del depositario, si bien, respecto de dichas obligaciones, extienden también la prohibición contenida en el citado artículo a la de restituir la estimación de las cosas

---

<sup>427</sup> ALBALADEJO GARCÍA, M., «*La prohibición o improcedencia de la compensación...*», ob., cit., pássim, señala que sólo quedan fuera del ámbito de la prohibición las obligaciones «*ex post facto*» que a cargo del deponente y del comodante puedan surgir.

<sup>428</sup> Como exponente, MORENO TORRES HERRERA, M<sup>a</sup>. L., «*La prohibición de compensar las deudas...*», ob., cit., pp. 16-31, 170-176, 253-265. Para esta autora, la prohibición de compensar afecta solamente a la obligación de restitución de lo depositado y no a las obligaciones del depositante.

depositadas cuando éstas se hubieren perdido o deteriorado a consecuencia del incumplimiento de la obligación de guarda y custodia<sup>429</sup>.

Si bien las tres corrientes doctrinales son dispares, las mismas parecen converger en la inclusión de la obligación de restitución del depositario en el ámbito de dicha prohibición, impidiendo así que el referido sujeto contratante pueda apropiarse de los bienes objeto del contrato, bien directamente o bien mediante su enajenación, en pago de un crédito que, por cualquier causa, pueda ostentar frente al deponente<sup>430</sup>.

En otro orden de cosas, el cliente tiene la obligación de avisar a la entidad encargada de la administración de valores dentro de los plazos estipulados en el contrato y, en su defecto, de conformidad con los usos bancarios, acerca de cualquier acto de disposición que vaya a realizar o que tenga intención de llevar a cabo, así como comunicar cualquier variación en los datos que hubiese suministrado al celebrar el contrato.

Igualmente, el cliente debe autorizar a la entidad encargada de la administración para que liquide las operaciones encomendadas, para lo cual, la entidad exigirá al cliente que le otorgue un poder<sup>431</sup> para actuar en nombre y por cuenta de éste al perfeccionar el contrato (representación directa), o bien, la entidad liquidará los valores en nombre propio pero trasladará los efectos al cliente (representación indirecta).

Otra de las obligaciones que incumben al cliente es la de constituir a favor de la entidad encargada de la administración de valores las garantías que ésta le exija para cubrir los eventuales saldos deudores derivados de la administración y de la liquidación de operaciones de compra y venta de valores. En la práctica, como ya hemos señalado, esto se plasma en la aceptación por parte del cliente de una cláusula que prevea que la entidad podrá vender los valores para pagar las cantidades debidas (por comisiones, por

---

<sup>429</sup> Esta tesis defendida por PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., «*Facultad de compensar...*», ob., cit., pp. 458-470; y secundada entre otros por JIMÉNEZ MANCHA, J.C., «*La compensación de...*», ob., cit., pp. 322, 326, 329, y 330; MIGUEL SANCHA, C., «*La compensación...*», ob., cit., pp. 278-279.

<sup>430</sup> LÓPEZ SANTANA, N., «*El contrato bancario...*», cit., p. 374.

<sup>431</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., «*Derecho del Mercado de Valores*», cit. pp. 288-289.

dividendos pendientes, etc.), retener los valores para atender compromisos de venta de los mismos, o bien retener el efectivo para atender compromisos de compra de valores.

Finalmente, el cliente debe autorizar a la entidad encargada de la administración a grabar y custodiar las conversaciones mantenidas en relación con las instrucciones dadas por aquél. En este sentido, es habitual la inclusión de cláusulas de este tenor en los contratos, principalmente de cara a que la entidad tenga elementos probatorios en un eventual juicio con el cliente.

#### ***4.3.2.2. EFECTOS DEL CONCURSO DE LA ENTIDAD PARTICIPANTE SOBRE SUS CLIENTES***

Uno de los aspectos a los que nos gustaría dedicar atención es el relativo a los efectos que tiene el concurso de una entidad participante en la Sociedad de Sistemas sobre sus clientes.

En este sentido, debe partirse del hecho de que los clientes de dicha entidad participante concursada tienen sus valores registrados en la misma por lo que, declarado el concurso de aquélla, resulta imperativo separar cuanto antes dichos valores de la masa de la entidad participante que ha concursado, ya que los mismos no forman parte del activo de dicha entidad<sup>432</sup>. Ello nos indica cuán importante es que se mantenga una correcta separación entre los valores propios de la entidad participante y los valores de los clientes, de ahí que se exija, por un lado, que los valores propios estén registrados, en todo caso, en su cuenta propia y que no puedan utilizar los valores de los clientes por cuenta propia, salvo con su consentimiento expreso y, por otro lado, que los valores de los clientes estén registrados a su nombre en las cuentas individuales abiertas en el registro central o en las cuentas ubicadas en el registro de detalle que deberán reflejar, en todo momento, el saldo de los valores que corresponden al titular de dicha cuenta.

---

<sup>432</sup> BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro...*», ob., cit., p. 19.

No debemos perder de vista que estamos hablando de un derecho real de propiedad de los titulares de los valores y que, por tanto, debe protegerse por encima de todo. Por ello, el TRLMV, en su artículo 15.1, reconoce expresamente a los titulares de valores inscritos un derecho de separación y así dispone que, declarado el concurso de una entidad encargada de la llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, los titulares de valores anotados en dichos registros gozarán del derecho de separación respecto de los valores inscritos a su favor y lo podrán ejercitar solicitando su traspaso a otra entidad<sup>433</sup>. Por lo tanto, son los clientes los que, motu proprio, pueden inmediatamente instar la separación de sus valores lo cual, al no ser títulos físicos, sólo se puede realizar mediante su traspaso a otra entidad.

Por otro lado, si los clientes de la entidad participante concursada, al ejercer su derecho de separación, se encuentran que no hay valores suficientes para todos se aplicaría, entonces, la regla de la prorrata prevista en el artículo 15.4 del TRLMV<sup>434</sup>, según la cual, cuando los saldos de valores con un mismo código ISIN anotados en el conjunto de cuentas generales de terceros de una entidad participante en el registro central no resulten suficientes para satisfacer completamente los derechos de los titulares de los valores con el mismo código ISIN inscritos en el registro de detalle mantenido por dicha entidad participante, se distribuirá el saldo anotado en dicho conjunto de cuentas generales de terceros a prorrata según los derechos de los titulares inscritos en el registro de detalle, ostentando los clientes perjudicados un derecho de crédito frente a la entidad participante por los valores no entregados.

Con carácter adicional a que los propios titulares de valores puedan solicitar el traspaso de los mismos a otra entidad, existe la posibilidad de que, de oficio, la CNMV, sin perjuicio de las competencias del Banco de España y del Fondo de Reestructuración

---

<sup>433</sup> En la legislación alemana se reconoce idéntico derecho en la Sección 47 del German Insolvency Code, en donde se dispone que los valores de los clientes gozan de protección en caso de insolvencia de la entidad encargada de la custodia, en el sentido de que dichos clientes tienen derecho de separación de sus valores respecto de los de dicha entidad.

<sup>434</sup> El derecho de separación y la regla de la prorrata fueron introducidos por la Ley 32/2011 mediante la adición del artículo 12 bis en la LMV, titulado: «*Derecho de separación ante concurso de entidades encargadas de la llevanza del registro y de entidades participantes en el sistema de registro y regla de la prorrata.*»

Ordenada Bancaria, pueda acordar de forma inmediata y sin coste para el inversor el traslado de los registros contables de valores de la entidad concursada a otra entidad habilitada para desarrollar dicha actividad y, en el caso de que ninguna entidad estuviese en condiciones de hacerse cargo de dicho registro, la actividad sería asumida por el depositario central de valores de modo provisional hasta que los titulares solicitasen el traspaso a otra entidad.

Esta solución apuntada anteriormente de que el depositario central de valores se hiciera cargo de modo provisional del registro contable resulta un tanto curiosa puesto que hay que entender que, si se hace cargo del registro contable el depositario central de valores, en el caso español, la Sociedad de Sistemas, es porque desaparecería la entidad participante concursada, la cual, traspasaría el registro contable de todos sus clientes a la Sociedad de Sistemas, que tendría que hacerse cargo de los mismos. Como apuntábamos anteriormente, esta solución resulta cuando menos extraña por el hecho de que, como hemos mencionado en alguna ocasión, la Sociedad de Sistemas no mantiene relación jurídica directa con clientes, entendidos éstos como personas físicas o jurídicas distintas de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, por lo que, al obligar a la Sociedad de Sistemas a asumir el registro contable de dichos clientes, se le estaría obligando a relacionarse jurídicamente con sujetos que no son entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, lo cual, no consideramos adecuado, puesto que no forma parte del ámbito de actuación de la Sociedad de Sistemas ofrecer servicios y tener un trato directo con clientes minoristas o entidades distintas de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

Por otro lado, y desde un punto de vista operativo, la anterior solución exigiría que los titulares de valores abrieran cuentas individuales en el registro central que deberían ser gestionadas, en todo caso, por la Sociedad de Sistemas y/o que la Sociedad de Sistemas abriera una o varias cuentas generales de terceros en el registro central. En ambos supuestos, se contravendrían las reglas registrales de que las cuentas individuales deben ser operadas por una entidad participante o que las cuentas generales de terceros

deben abrirse por una entidad participante, si bien, dicha situación excepcional estaría justificada porque se hace en cumplimiento de una Ley.

#### ***4.3.2.3. LAS CUENTAS INDIVIDUALES DE LLEVANZA INDIRECTA: VÍNCULO ENTRE LAS ENTIDADES PARTICIPANTES Y SUS CLIENTES***

Las cuentas individuales de llevanza indirecta presentan ciertas peculiaridades en cuanto a las relaciones jurídicas entre las partes involucradas puesto que, como ya hemos dicho en otras ocasiones, aunque dichas cuentas se abren en el registro central a cargo de la Sociedad de Sistemas, ésta no tiene una relación jurídica con el cliente titular de los valores, ya que es la entidad participante la que tiene la relación jurídica con dicho cliente. En este sentido, el sujeto que esté interesado en abrirse una cuenta individual de llevanza indirecta en el registro central deberá hacerlo siempre a través de una entidad participante, la cual, será la que solicite a la Sociedad de Sistemas la apertura de la cuenta. Entendemos que lo anterior se explica porque la Sociedad de Sistemas no presta servicios directamente a clientes minoristas sino a entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, que son las que pueden adquirir la condición de entidad participante, por lo que, por razones jurídicas y de infraestructura organizativa, no sería factible que los clientes minoristas tuvieran una relación jurídica directa con la Sociedad de Sistemas.

En las cuentas individuales de llevanza indirecta es, por tanto, la entidad participante la que asume las obligaciones y la consiguiente responsabilidad de identificar correctamente a su cliente, de aplicar los correspondientes controles de blanqueo de capitales y, en el caso de la inscripción de prendas y otros gravámenes, de verificar la correspondiente documentación acreditativa del derecho real o gravamen y de asegurarse de que la misma es correcta. Por lo tanto, lo anterior supone que la Sociedad de Sistemas actúa por cuenta de la entidad participante de manera que, en caso de error en alguna actuación, la responsabilidad, en principio, será imputable a la entidad participante.

En relación a este tema de la responsabilidad, conviene plantear un supuesto práctico con el fin de analizar cómo jugaría la misma. Pensemos, por ejemplo, el caso en el que la entidad participante solicita a la Sociedad de Sistemas el levantamiento de una prenda anotada en una cuenta individual y ésta lo ejecuta cumpliendo sus instrucciones, lo que permite al cliente titular de los valores poder disponer de los mismos cuando, en realidad, resulta que no debería haberse levantado tal inscripción prendaria porque seguían vivas las obligaciones garantizadas con dicha prenda. En este caso, el perjudicado será el acreedor pignoraticio que ha perdido su garantía al haber dispuesto el titular de los valores indebidamente de los mismos mediante su venta, por lo que cabe preguntarse contra quién dirigirá su acción.

Evidentemente, contra el primero frente al que dirigirá su acción basada en la responsabilidad contractual será contra el deudor que ha incumplido su contrato de garantía pignoratícia al haber dispuesto de los valores dados en prenda cuando no podía hacerlo. En este sentido, para que exista una responsabilidad contractual no sólo es necesario que exista un contrato valido que vincule efectivamente al responsable y a la víctima sino que, además, el daño causado debe resultar del incumplimiento del contrato<sup>435</sup>.

Ahora bien, cabe preguntarse si, con fundamento en la responsabilidad extracontractual podrá dirigir su acción contra la entidad participante gestora de la cuenta individual en la que estaban registrados los valores pignorados y contra la Sociedad de Sistemas.

El artículo 1.902 del CC dispone que: *«el que por acción u omisión causa daño a otro, interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño causado»*, y la culpa se define en el artículo 1.104 del mismo cuerpo legal como: *«...la omisión de aquella diligencia que exija la naturaleza de la obligación y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar. Cuando la obligación no exprese*

---

<sup>435</sup> YZQUIERDO TOLSADA, M., *«Responsabilidad civil extracontractual. Parte general. Delimitación y especies. Elementos. Efectos o consecuencias»*, Madrid, 2015, pp. 106-112.

*la diligencia que ha de prestarse en su cumplimiento, se exigirá la que correspondería a un buen padre de familia.»*

En relación con los elementos del daño, la culpa y la relación de causalidad que fundamentan la exigencia de responsabilidad, la jurisprudencia del Tribunal Supremo ha virado vertiginosamente, desde un inicio en el que se exigía una prueba completa del daño, de la relación causal y de la culpa o negligencia del agente, a un estado de la cuestión en el que basta con probar los dos primeros elementos, pues la culpa se presume. Esta presunción de la culpa combinada con el progresivo aumento de la diligencia exigible, acaba instaurando un sistema que, aparentemente, es de culpa presunta pero que, en la práctica, prescinde de la culpa, siendo ésta la forma en la que los Tribunales están aplicando el artículo 1.104 del CC, habiéndose convertido la siguiente afirmación en una cláusula de estilo de las sentencias: *«cuando las garantías adoptadas conforme a las disposiciones legales para prever y evitar los daños previsibles y evitables no han ofrecido resultado positivo, revela ello la insuficiencia de las mismas y que faltaba algo por prevenir y que no se hallaba completa la diligencia»*<sup>436</sup>.

Como muestra de lo anterior destacaremos las sentencias del Tribunal Supremo de 25 de marzo de 1995 y de 3 de mayo de 1997 que disponen que: *«el artículo 1902 del Código Civil descansa en un principio básico culpabilista, acerca del cual, no es permitido desconocer que la diligencia requerida comprende no sólo las prevenciones y cuidados reglamentarios sino, además, todos los que la prudencia imponga para prevenir el evento dañoso, con inversión de la carga de la prueba y presunción de conducta culposa en el agente, así como la aplicación, dentro de unas prudentes pautas, de la responsabilidad basada en el riesgo, aunque sin erigirla en fundamento único de la obligación de resarcir, todo lo cual, permite entender que, para responsabilizar una conducta, no sólo ha de atenderse a esa diligencia exigible según*

---

<sup>436</sup> YZQUIERDO TOLSADA, M., «Responsabilidad civil extracontractual. Parte general...», ob., cit., pp. 234 y 235.

*las circunstancias personales, de tiempo y lugar, sino, además, al sector del tráfico o entorno físico y social donde se proyecta la conducta, para determinar si el agente obró con el cuidado, atención y perseverancia apropiados y con la reflexión necesaria para evitar el perjuicio.».*

Fijados los anteriores conceptos, parece claro que a la entidad participante gestora de la cuenta le sería imputable una responsabilidad civil extracontractual ya que ha habido una conducta culposa o, más bien, carente de la debida diligencia (no comprobó la documentación debidamente, solicitó por error el levantamiento de la prenda...) que ha causado un daño al acreedor pignoraticio.

Respecto de la posibilidad de que el acreedor pignoraticio planteara también la acción contra la Sociedad de Sistemas que, en última instancia, ejecutó el levantamiento de la prenda atendiendo a las instrucciones de la entidad participante, a priori, consideramos que no tendría visos de prosperar puesto que, difícilmente, se le podría imputar una conducta culposa o carente de la debida diligencia a la Sociedad de Sistemas, desde el momento en que ésta no tiene obligación legal de revisar la documentación que soporta la solicitud de levantamiento de la prenda para verificar que se cumplan los requisitos necesarios para proceder al levantamiento de la misma, sino que, como hemos dicho, obedece a instrucciones de la entidad participante. Ahora bien, entendemos que sería distinto el supuesto en el que la Sociedad de Sistemas, por el cauce que fuera, por ejemplo, porque el acreedor pignoraticio se pone en contacto con ella, tuviera indicios de que no debe proceder a levantar la prenda porque siguen vivas las obligaciones garantizadas por la misma, pues bien, en este caso, habrá que atender a dichas circunstancias y la diligencia que le sería exigible sería la de adoptar todos los medios y la de llevar a cabo las actuaciones que fueran necesarias para comprobar que, efectivamente, el gravamen no se debe levantar y, sólo si no llevara a cabo estas actuaciones, por ejemplo, requiriendo la información necesaria a la entidad participante o al acreedor pignoraticio, le podría ser imputable, desde nuestro punto de vista, una acción culposa causante de un daño.

## **4.4. RELACIÓN JURÍDICA ENTRE LA SOCIEDAD DE SISTEMAS Y LAS ENTIDADES PARTICIPANTES**

### ***4.4.1. NATURALEZA JURÍDICA DE LA RELACIÓN***

La relación jurídica entre la Sociedad de Sistemas y cada una de las entidades que deseen adquirir la condición de participantes en la misma se formaliza mediante la suscripción de contratos, en los cuales, se fija el régimen de obligaciones y normas de ordenación de la Sociedad de Sistemas con las que deben cumplir las referidas entidades con el fin de llevar correctamente el registro contable. En este sentido, algún autor ha apuntado que dichos contratos tienen por finalidad una gestión eficiente y descentralizada de los sistemas de registro, asociados siempre a los de compensación y liquidación de las prestaciones contractuales nacidas de los contratos de inversión principales<sup>437</sup>, esto es, de los contratos de administración de valores suscritos entre las entidades participantes y los clientes de éstas.

El acceso a la condición de entidad participante en la Sociedad de Sistemas tiene carácter restringido como ya hemos apuntado, pero además, para poder acceder y mantener la condición de entidad participante es imprescindible que las entidades que estén interesadas cuenten con unos sistemas de control y medios técnicos adecuados para atender correctamente las funciones que les corresponden como tales, básicamente, la liquidación y el registro de valores.

La obligación de disponer de los medios técnicos necesarios reviste tal importancia que a las entidades que deseen acceder a la condición de entidad participante se les impone la obligación adicional de tener que pasar una serie de pruebas técnicas con el fin de que la Sociedad de Sistemas compruebe que, efectivamente, disponen de los medios técnicos necesarios. Respecto de este último punto de los medios técnicos, es necesario señalar que existe la posibilidad de utilizar

---

<sup>437</sup> IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., «*El contrato de cuenta corriente...*», cit., ob., p. 286.

los medios de un tercera entidad lo cual, tendría la ventaja de que la entidad interesada en ser entidad participante no tendría que realizar las pruebas, ahora bien, dicha entidad en la que se deleguen los medios técnicos debe ser, necesariamente, otra entidad participante en la Sociedad de Sistemas o bien una Sociedad Rectora de las Bolsas de Valores. A este respecto, hay que señalar que la razón de restringir a otras entidades participantes o a una Sociedad Rectora la delegación de los medios técnicos de debe a la necesidad de proteger el sistema de liquidación de valores, en el sentido de que, poniendo este filtro, se garantiza que las entidades que van a acceder a dicho sistema cumplen con determinados estándares de calidad, ya que no debemos olvidar que estamos hablando de que la Sociedad de Sistemas es una infraestructura crítica en el funcionamiento de los mercados. En este sentido, se puede decir que el motivo es el mismo que por el que no toda entidad puede acceder a la condición de entidad participante.

#### ***4.4.2. DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LAS ENTIDADES PARTICIPANTES FRENTE A LA SOCIEDAD DE SISTEMAS***

La adquisición de la condición de entidad participante en la Sociedad de Sistemas conlleva tener que cumplir con una serie de obligaciones frente a la misma y poder disfrutar, al mismo tiempo, de una serie de derechos.

Sin perjuicio de la obligación por excelencia de las entidades participantes recogida en el RD 878/2015 que es la de llevar correctamente el registro de detalle, el RSS es el cuerpo normativo en el que se recoge el conjunto de derechos y obligaciones de las entidades participantes, si bien, hay que señalar que la relación de los mismos no es una relación completa o exhaustiva sino más bien una enumeración de los más importantes.

Entre los derechos de las entidades participantes frente a la Sociedad de Sistemas se encuentran el de disfrutar de un acceso abierto y no discriminatorio a los servicios ofrecidos por la Sociedad de Sistemas; el de solicitar la apertura y mantenimiento en el

---

registro central de tantas cuentas como consideren necesarias para el adecuado desempeño de su actividad de registro y liquidación; y el de recibir con la antelación suficiente cualesquiera modificaciones sobre los términos y condiciones de su participación en la Sociedad de Sistemas.

Frente a estos derechos, el listado de las obligaciones con las que tienen que cumplir las entidades participantes es mucho más extenso, lo cual, es lógico, puesto que no debe perderse de vista que forman parte de un depositario central de valores que, como infraestructura de mercado, es una entidad que constituye una pieza clave dentro de todo el proceso por el que atraviesa una operación sobre valores admitidos a negociación y, en particular, dentro de la última fase de dicho proceso, esto es, de la fase de liquidación y registro de los valores. En este sentido, no debe olvidarse que estamos hablando del mantenimiento y la correcta llevanza de todo un registro contable, esto es, de un registro en el que se reconocen derechos de propiedad y gravámenes y que dicho reconocimiento tiene efectos frente a los terceros que confían en ese registro contable puesto que es el único que existe, lo cual, conlleva inevitablemente a que las entidades participantes en la Sociedad de Sistemas tengan que asumir una serie de importantes obligaciones y responsabilidades con el fin de garantizar la seguridad jurídica del sistema.

Las principales obligaciones están precisamente relacionadas con el cumplimiento de sus responsabilidades de liquidación y con la correcta llevanza del registro contable y así destacan la obligación de atender puntualmente las órdenes de transferencia de valores y pago de efectivo resultantes de la liquidación; la de cumplir con las obligaciones que se deriven de los mecanismos que la Sociedad de Sistemas establece para prevenir y responder de los fallos en la liquidación; la de llevar correctamente el registro de detalle de terceros asegurándose de su correspondencia con la cuenta general de terceros del registro central; la de informar inmediatamente a la Sociedad de Sistemas en caso de que se produzca cualquier discrepancia entre la suma de saldos del registro de detalle y el saldo mantenido en la correspondiente cuenta general de terceros, debiendo remitir un informe a la Sociedad de Sistemas en el que se contenga el análisis

de la incidencia y que incluya las causas que la originaron, el procedimiento adoptado para solucionarla y las medidas implementadas para evitar que se repita en un futuro; la de suministrar la información sobre las operaciones en las que intervenga y que motiven variaciones en los saldos de valores al sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos gestionado por la Sociedad de Sistemas; y la de informar de cualquier circunstancia sobrevenida que pueda afectar a su condición como entidad participante o al cumplimiento de sus obligaciones<sup>438</sup>.

Conviene destacar en este punto la desaparición de la obligación que tenían las entidades participantes de aportar fianzas bajo el anterior RD 116/1992. Así, el conjunto de las entidades participantes estaba obligado a aportar una fianza colectiva (61.1 del RD 116/1992) destinada a garantizar entre ellas el cumplimiento de las obligaciones derivadas de la liquidación de las operaciones bursátiles en que participasen, así como de las obligaciones que derivasen de los mecanismos con que la Sociedad de Sistemas aseguraba la puesta a disposición de los valores (el principio de aseguramiento de la entrega) y del efectivo en la fecha de liquidación. Esta fianza sólo garantizaba el cumplimiento de las obligaciones pendientes de liquidación entre el conjunto de las entidades participantes, pero no frente a los inversores, para los que la Ley preveía y prevé otras alternativas, como el Fondo de Garantía de Inversiones, previsto en el artículo 198 del TRLMV. A través de esta fianza, lo que se trataba de garantizar era una rápida compensación y liquidación de las operaciones, con el fin de asegurar la confianza en el sistema<sup>439</sup>. Dicha fianza podía materializarse de diferentes formas: (i) depósitos en efectivo; (ii) prenda de valores de deuda pública; (iii) aval prestado por una entidad que no perteneciese al grupo de la entidad avalada y que tuviese solvencia suficiente a juicio de la Sociedad de Sistemas; (iv) seguro de caución o cualquier otra

---

<sup>438</sup> El artículo 12.2 del RSS prevé que la Sociedad de Sistemas, previa consulta con la CNMV y audiencia de la entidad participante afectada, podrá suspender a las entidades participantes que incumplan sus obligaciones respecto a los sistemas de liquidación y de llevanza del registro contable y, en particular, por retrasos reiterados y sistemáticos en la entrega de valores o efectivo exigible en los procesos de liquidación, debiendo dar inmediata cuenta de esas decisiones de suspensión a la CNMV. Dicha suspensión de la condición no eximirá a la entidad de tener que finalizar las operaciones en curso y no afectará, en ningún caso, a las órdenes de traslado de valores que pudieran recibirse de sus titulares.

<sup>439</sup> CORTÉS GARCÍA, E. «*La Desmaterialización...*», ob., cit. p. 233.

fórmula financiera que, a juicio de la Sociedad de Sistemas, constituyese una garantía suficiente y líquida para la cobertura de riesgos; y (v) mediante prenda u otra operación financiera sobre valores negociables aceptados por el Banco de España o el Banco Central Europeo en operaciones de política monetaria con los mismos criterios de valoración establecidos para dichas operaciones.

Pues bien, la obligación de constituir fianzas ha desaparecido con la intervención obligatoria de una entidad de contrapartida central en las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción sobre acciones que sean realizadas en segmentos de contratación multilateral de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación (artículo 62.1 del RD 878/2015). En este sentido, es la entidad de contrapartida central la que gestiona el riesgo de crédito de contraparte<sup>440</sup> y, en consecuencia, la que exige a los miembros que intervienen en la misma y a los clientes de éstos la constitución de las garantías necesarias para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones. Dichas garantías sólo responden frente a la entidad a cuyo favor se constituyeron y, únicamente, de las obligaciones derivadas de las operaciones para con la entidad de contrapartida central o los miembros de ésta, o derivadas de la condición de miembro de la entidad de contrapartida central (artículo 109.3 del TRLMV).

Del conjunto de las obligaciones mencionadas anteriormente consideramos que, las principales y más importantes son, por un lado, las de cumplir con las órdenes de transferencia de valores y pago de efectivo resultantes de la liquidación de las operaciones en las que intervenga la entidad participante puesto que, en definitiva, con esta obligación se trata de asegurar que el cliente final reciba los valores que ha comprado; y, por otro lado, la de llevar correctamente el registro de detalle. En relación con esta última obligación no debemos perder de vista que, como ya hemos señalado en otras ocasiones, las entidades participantes tienen la responsabilidad de mantener una

---

<sup>440</sup> El riesgo de crédito de contraparte es, según se define en el artículo 2, punto 11, del Reglamento (UE) N.º 648/2012, «el riesgo de que la contraparte en una operación pueda incurrir en incumplimiento antes de la liquidación definitiva de los flujos de caja de esa operación».

exacta y permanente concordancia entre los saldos de valores de las cuentas de sus registros de detalle y los saldos de las cuentas generales de terceros abiertas en el registro central (artículo 36.2 del RD 878/2015).

#### ***4.4.3. DELIMITACIÓN DEL RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD ATRIBUÍBLE A LA SOCIEDAD DE SISTEMAS Y A LAS ENTIDADES PARTICIPANTES EN CALIDAD DE ENTIDADES ENCARGADAS DEL REGISTRO CONTABLE***

La base del régimen general de responsabilidad de la Sociedad de Sistemas y de las entidades participantes es la misma y se encuentra recogida en el artículo 8.4 del TRLMV y en el artículo 28.1 del RD 878/2015.

El artículo 8.4 del TRLMV dispone que los depositarios centrales de valores, las entidades participantes, y demás entidades encargadas del registro contable de valores, responderán frente a quienes resulten perjudicados por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales. La redacción del artículo 28.1 del RD 878/2015 es prácticamente igual con el único matiz de que en lugar de hablar de incumplimiento intencionado o negligente de sus obligaciones legales habla del incumplimiento intencionado o negligente de las reglas establecidas para la llevanza de los registros contables.

En primer lugar, hay que señalar que tanto el nuevo artículo 8.4 del TRLMV (tras la modificación operada por la disposición final primera, letra a), apartado tercero, de la Ley 11/2015), como el artículo 28.1 del nuevo RD 878/2015 han venido a modificar, en parte, el antiguo régimen de responsabilidad que se preveía tanto para las entidades participantes como para la Sociedad de Sistemas, pasando de una responsabilidad civil objetiva a una responsabilidad civil por dolo o por negligencia.

En este sentido, el antiguo artículo 7.5 de la LMV y el artículo 27 del RD 116/1992, fijaban un régimen de responsabilidad civil objetiva ya que tanto la Sociedad de Sistemas, como las entidades participantes y demás entidades encargadas de los registros contables respondían, en todo caso, por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes o retrasos en la realización de las mismas y, en general, por la infracción de las reglas fijadas para la llevanza del registro contable, con la única excepción de que existiera culpa exclusiva de los perjudicados, puesto que, en esos casos, se producía la ruptura del nexo causal, si bien, esa culpa exclusiva tenía que ser probada por la correspondiente entidad encargada del registro contable. Al tratarse de una responsabilidad civil objetiva, ésta surgiría en caso de dolo, de culpa, e incluso en caso fortuito, por lo que la entidad participante o la Sociedad de Sistemas respondería de su malicia, negligencia, o simplemente cuando el daño se causare por defectos de organización o funcionamiento del servicio, aunque el origen de éstos no fuera debido a una actitud dolosa o culposa de las referidas entidades<sup>441</sup>, quedando excluida de responsabilidad sólo en los casos de fuerza mayor o culpa exclusiva del perjudicado, y ello era así porque la ley les atribuía esta responsabilidad en función del criterio objetivo del riesgo profesional, esto es, por la importancia de las facultades y atribuciones de estas entidades.<sup>442</sup> En efecto, en el Considerando (2) del Reglamento (UE) 909/2014, se señala expresamente que: *«por su posición clave en el proceso de liquidación, los sistemas de liquidación de valores gestionado por los DCV revisten importancia sistémica para el funcionamiento de los mercados de valores. Al desempeñar una importante función en los sistemas de tenencia de valores a través de los cuales sus participantes comunican las tenencias de valores de los inversores, los sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV constituyen también un instrumento esencial para controlar la integridad de una emisión, es decir, para impedir la creación o reducción indebidas de valores emitidos, contribuyendo así considerablemente a mantener la confianza de los inversores. Por otra parte, los*

---

<sup>441</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico...», cit., p. 193.

<sup>442</sup> DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», RCDI, núm. 603, 1991, p. 385.

*sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV participan activamente en la aportación efectiva de garantías para las operaciones de política monetaria, así como en la aportación efectiva de garantías entre entidades de crédito, por lo que desempeñan un papel importante en los procesos de constitución de garantías.*

Se trataba por tanto de una responsabilidad civil objetiva impuesta por el propio legislador, el cual, considera que determinadas actividades como pueden ser los accidentes de circulación, la navegación aérea, la energía nuclear, la caza, etc., y, en este caso, el sistema de liquidación y registro de valores negociados, tienen un gran riesgo intrínseco y que, por tanto, el que sufre un daño como fruto de una actividad dominada por el signo de la responsabilidad objetiva tiene que ser resarcido, haya habido o no culpa del que lo causó. Es decir, no es que se suavice la prueba de la culpa o se desplace sobre el demandado la prueba de su ausencia, es que, simplemente, se prescinde de ella, ahora bien, de lo que no se prescinde es de la relación de causalidad, es decir, el agente no podrá exonerarse demostrando su exquisita diligencia pero sí lo podrá hacer en caso de que demuestre una circunstancia que rompa el nexo causal (fuerza mayor, conducta de tercero, o culpa del perjudicado)<sup>443</sup>.

Este régimen de responsabilidad civil objetiva tan exigente respondía a una evolución de la doctrina jurisprudencial en relación con la responsabilidad del empresario, la cual, se orientaba hacia soluciones objetivas *«demandadas por el incremento de las actividades peligrosas consiguientes al desarrollo tecnológico y al principio de que ha de ponerse a cargo de quien obtiene el provecho la indemnización del quebrantamiento sufrido por el tercero»*, tal y como se recoge en la sentencia del Tribunal Supremo de 5 de febrero de 1991.

Pues bien, de esa responsabilidad civil objetiva se ha pasado a una responsabilidad civil basada en la negligencia o en el dolo, lo cual, es digno de alabar al legislador, puesto que no era aceptable que la Sociedad de Sistemas y las entidades

---

<sup>443</sup> YZQUIERDO TOLSADA, M., «Responsabilidad civil extracontractual. Parte general...», ob., cit., p. 237.

---

participantes respondieran en todo caso, aun cuando hubieran empleado la diligencia debida, y sólo estuvieran exentas de responsabilidad en el caso de que la culpa fuese exclusivamente del perjudicado, culpa que, por otro lado, tenían que probar dichas entidades, invirtiéndose así la carga de la prueba.

Desde nuestro punto de vista, la exigencia de dolo o negligencia es mucho más acorde a la realidad de la actividad de llevanza del registro contable que desempeña la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, actividad que no deja de ser una gestión por cuenta ajena (del emisor), en la cual, el mandatario es responsable no solamente por el dolo sino también por la negligencia, que deberá estimarse con mayor o menor rigor por los Tribunales según que el mandato sea o no retribuido, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 1.726 del CC. En parecido sentido se pronuncia el artículo 256 del CCom., en relación con la comisión mercantil, aplicable a la tarea de llevanza del registro contable (al tener por objeto una operación de comercio y ser el comisionista un comerciante), estableciéndose en el mismo que el comisionista debe ejecutar el encargo de forma leal, en el sentido de que no puede proceder contra la disposición expresa del comitente, siendo responsable de todos los daños y perjuicios que, por ello, le ocasionare, y siendo igualmente responsable de los casos de malicia o abandono.

Visto que se responde por culpa o negligencia y los actos por los que se responde, toca analizar frente a qué sujetos se responde, lo cual, nos permitirá delimitar el ámbito de responsabilidad de la Sociedad de Sistemas y de las entidades participantes. Así, tanto el artículo 8.4 del TRLMV como el artículo 28.1 del RD 878/2015, hablan de que la Sociedad de Sistemas, entidades participantes y demás entidades encargadas de la llevanza de los registros contables responderán frente a quienes resulten perjudicados, ahora bien, no especifica quiénes son, lo que hace que el abanico de posibles personas físicas o jurídicas que puedan reclamar a dichas entidades se amplíe lo que, en definitiva, se traduce en un mayor nivel de responsabilidad para dichas entidades.

En contraposición a la regulación española, la regulación italiana plasmada en la Consolidated Law on Finance distingue claramente, en el artículo 83 decies, dos ámbitos de responsabilidad de la entidad encargada del registro contable, uno frente al titular inscrito, respecto del cual será responsable de los daños que puedan derivar de errores en la transferencia de instrumentos financieros por cuenta del titular, de una incorrecta llevanza del registro contable, o de no cumplir a tiempo las obligaciones que le corresponden como entidad encargada de la llevanza del registro contable; y el otro, frente al emisor, respecto del cual será responsable de los daños que se deriven por incumplir con sus obligaciones de suministrarle información sobre las cuentas de su registro, según exige el artículo 83 sexies, de la referida disposición legal.

Por su parte, la regulación portuguesa delimita dos ámbitos de responsabilidad, si bien, también emplea un concepto un poco ambiguo de «*terceras partes*» al regular el ámbito de responsabilidad de las entidades encargadas del registro o «*Registering Entities*», y así, el artículo 87.1 del Securities Code dispone que estas entidades responden frente a los titulares de derechos sobre los valores afectados y frente a las terceras partes, como consecuencia de omisiones, irregularidades, fallos, o retrasos en el desempeño de sus obligaciones de registro, salvo que se pruebe que dichos daños han sido causados por culpa exclusiva de las partes afectadas, y el artículo 87.2 del mismo cuerpo legal recoge el derecho de las «*Registering Entities*» de repetir contra la entidad encargada de la gestión del «*centralised system*» o registro central, esto es, Interbolsa, cuando los hechos en los que se hubiese basado la reclamación de responsabilidad le fuesen directamente imputables.

Si realizamos una comparativa entre las referidas regulaciones en esta materia podemos afirmar que: (i) la italiana es la que más acota los ámbitos de responsabilidad de la entidad encargada del registro contable ya que especifica que sólo responde frente al titular y frente al emisor; (ii) la portuguesa también los delimita (frente al titular y frente a terceras partes), si bien, al indicar que responden frente a «*terceras partes*» abre el abanico de posibles responsabilidades frente a terceros con los que la entidad encargada del registro no tenga, en principio, ninguna relación jurídica, y (iii)

finalmente, la española es la que ampliaría enormemente el ámbito de responsabilidad de las entidades encargadas del registro contable al no acotar frente a quién se responde y contener una referencia genérica de «*frente a quienes resulten perjudicados*». En relación con lo anterior, consideramos que no es de ningún modo aceptable que el legislador, cuando está regulando la responsabilidad de un sujeto, deje tan abierto y tan indefinido y ambiguo el ámbito de la responsabilidad y señale que se responderá frente a todos aquellos que resulten perjudicados. En este sentido, con carácter general, cuando se establecen obligaciones o responsabilidades, debe existir una clara delimitación de las mismas, puesto que el sujeto destinatario debe conocer claramente cuáles son sus obligaciones o responsabilidades para poder cumplirlas, en qué casos responde, y frente a quién responde.

Dicho lo anterior, creemos que, y a pesar de que la redacción del artículo 8.4 del TRLMV, y del artículo 28.1 del RD 878/2015, diga que se responde frente a quienes resulten perjudicados, es posible delimitar un poco más el ámbito de las personas afectadas y así es posible diferenciar los siguientes supuestos: (i) la responsabilidad frente a posibles terceros afectados no titulares de derechos inscritos a su nombre en el registro contable; (ii) la responsabilidad frente a los titulares de derechos inscritos a su nombre en el registro contable; y (iii), la responsabilidad frente a los emisores de valores.

Por lo que se refiere a la responsabilidad frente a los posibles terceros afectados, serían sujetos relacionados contractualmente con el emisor (por ejemplo, los suscriptores de valores en una ampliación de capital a los que se les tienen que inscribir las acciones que han suscrito una vez finalizada la ampliación de capital), o con el titular contable del derecho anotado (por ejemplo, un usufructuario al que se le tiene que inscribir su derecho de usufructo en la cuenta abierta en la correspondiente entidad participante por el titular de los valores), pero que todavía no constan como titulares del correspondiente derecho en el registro contable y que no tienen una relación contractual con la Sociedad de Sistemas ni con la correspondiente entidad participante, por lo que, en estos casos, la responsabilidad derivaría de los supuestos en los que estos sujetos no

vean anotados sus derechos en el registro contable. Frente a este tercero, el emisor (en el caso de la suscripción de valores) o el titular inscrito (en el caso del titular de los valores sobre los que se ha de constituir el usufructo) se habrían obligado a encomendar a la Sociedad de Sistemas y a las entidades participantes (en el caso de la suscripción de valores), o a la correspondiente entidad participante (en el caso del usufructo), la correspondiente inscripción, por lo que hasta el apoderamiento u orden correspondiente y la consiguiente aceptación de éstas, el perjuicio sufrido por el tercero sería imputable al emisor o al titular inscrito. Una vez producida la aceptación de la gestión del registro contable, ésta implica «*ex lege*» la de atender las órdenes de inscripción sin especial formalidad, así, la obligación que pesa sobre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes es una obligación de hacer, consistente en la práctica de las inscripciones<sup>444</sup>, de manera que ese tercero cuyo derecho todavía no consta en el registro contable puede exigir la inscripción cuando acredite documentalmente el mismo y, en el caso de que la Sociedad de Sistemas o las entidades participantes desatiendan dicha solicitud, por negligencia o culpa, responderán de los perjuicios causados al adquirente del derecho anotado, todavía extraño a la relación anotada pero parte en la subyacente que fundamenta la responsabilidad<sup>445</sup>.

En los referidos casos nos encontraríamos ante una responsabilidad civil extracontractual de la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes (en el caso planteado de la suscripción), y solamente de la correspondiente entidad participante (en el caso del usufructo), frente a los terceros perjudicados, si bien, en estos supuestos, al encontrarnos ante una responsabilidad civil extracontractual, como ya hemos apuntado en otra ocasión, se presumiría la conducta culposa en la Sociedad de Sistemas y en las entidades participantes invirtiéndose la carga de la prueba (sentencias del Tribunal Supremo de 25 de marzo de 1995 y de 3 de mayo de 1997), llegando incluso a prescindirse de la culpa, máxime si tenemos en cuenta el papel cuasi-institucional que desempeñan la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes en la organización y

---

<sup>444</sup> ESPINA, D., «*Las anotaciones en cuenta...*», ob., cit., p. 370.

<sup>445</sup> *Ibid*, p. 368.

funcionamiento de los mercados oficiales y no oficiales, a las que se les exige un parámetro de diligencia muy elevado y ello, porque la actividad de llevanza de los registros contables tiene una evidente relevancia pública en el tráfico jurídico, caracterizada por el carácter profesional y esencialmente institucionalizado de las sociedades a las que se encomienda en los mercados de valores, por lo que se puede afirmar que el régimen de responsabilidad en la gestión de los registros es especialmente riguroso<sup>446</sup>.

Igualmente, las anteriores actuaciones también podrían ser susceptibles de ser sancionadas en el ámbito administrativo (artículo 28.5 del RD 878/2015) con base en el artículo 281, punto 4, del TRLMV, que tipifica como infracción muy grave el incumplimiento por parte de los depositarios centrales de valores y por las entidades participantes de las normas sobre registro de valores cuando se produzca un daño patrimonial a una pluralidad de inversores. Las sanciones pecuniarias que se imponen por la comisión de este tipo de infracciones son muy elevadas pudiendo llegar hasta el límite máximo de veinte millones de euros.

La delimitación de la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes en el caso de los titulares contables es más clara, puesto que la misma se deriva de las relaciones contractuales que mantengan cada una de ellas con los correspondientes titulares inscritos, frente a los cuales, responderán por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas y por el incumplimiento de sus obligaciones legales derivado, todo ello, de la culpa o negligencia.

Ahora bien, por la propia estructura de doble escalón del registro contable y por el hecho de que el sujeto perjudicado debe ser titular de derechos inscritos en el registro contable, para delimitar la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas y de las entidades participantes frente a los titulares inscritos debemos tener en consideración dos elementos inescindibles, que son: (i) debe identificarse con quién se tiene la relación

---

<sup>446</sup> ESPINA, D., «Las anotaciones en cuenta...», ob., cit., p. 367.

jurídica y, (ii) además, el sujeto identificado debe ser titular de derechos inscritos a su nombre en el registro contable, lo que nos lleva a identificar el tipo de cuenta de que sea titular.

Sentado lo anterior, la Sociedad de Sistemas respondería, por un lado, frente a las entidades participantes, con las que tiene una relación jurídica derivada de la condición de éstas como entidad participante, pero sólo en relación con sus cuentas propias ubicadas en el registro central, que son dónde las entidades participantes figuran como titulares de derechos a su nombre, lo que excluiría las cuentas generales de terceros ubicadas también en el registro central pero que contienen el saldo global de los valores que las entidades participantes mantienen por cuenta de sus clientes; y, por otro lado, respondería también frente a las entidades públicas con las que está vinculada jurídicamente por la gestión de las cuentas individuales de llevanza directa abiertas en el registro central, siendo aquéllas por tanto, titulares de los derechos inscritos en la referida cuenta. Las entidades participantes, por su parte, responderían, frente a sus clientes con los que están vinculadas por el correspondiente contrato de administración de valores y respecto de dos tipos de cuentas: (i) las cuentas individuales de llevanza indirecta ubicadas en el registro central (objeto de análisis específico en el apartado correspondiente de esta tesis); y, (ii) las cuentas ubicadas en el registro de detalle. En todos estos casos nos encontraríamos ante una responsabilidad civil contractual, para la cual se exige, como hemos apuntado en alguna otra ocasión, que exista un contrato válido que vincule efectivamente al responsable y a la víctima y que el daño causado resulte del incumplimiento del contrato<sup>447</sup> (artículo 1.101 del CC). En estos supuestos, cabría la posibilidad de que, vía contractual, la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes pudiesen limitar o moderar su responsabilidad sobre la base de lo dispuesto en el artículo 1.107 del CC, en virtud del cual, los daños y perjuicios de los que responde el deudor de buena fe son los previstos o que se hayan podido preverse al tiempo de constituirse la obligación, y que sean consecuencia necesaria de su falta de

---

<sup>447</sup> YZQUIERDO TOLSADA, M., «Responsabilidad civil extracontractual. Parte general...», ob., cit., pp. 106-112.

cumplimiento, y sobre la base del artículo 1.103, que establece que la responsabilidad que proceda de negligencia podrá moderarse por los Tribunales. Igualmente, sería predicable en estos casos la posibilidad de que la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes pudieran ser sancionadas administrativamente con fundamento en el artículo 281, punto 4, del TRLMV.

Frente a los emisores de valores responderían conjuntamente la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, salvo los supuestos de culpa o negligencia exclusiva de una de ellas, y ello, por: (i) la propia estructura de doble escalón del registro contable que implica que los valores a anotar de un emisor se distribuyen entre el registro central y el registro de detalle; y (ii), porque como consecuencia de dicha estructura de doble escalón, cuando la Sociedad de Sistemas acepta ser entidad encargada del registro contable frente a un emisor lo hace en nombre propio y en el de las entidades participantes. La responsabilidad derivaría de la propia aceptación de la llevanza del registro contable que es lo que vincula al emisor con la Sociedad de Sistemas y con las entidades participantes, siendo por tanto una responsabilidad contractual, de manera que sería predicable todo lo dicho anteriormente tanto para la responsabilidad contractual como para la responsabilidad administrativa.

En cuanto a la forma de reparación del daño causado, tanto el artículo 28.4 del RD 878/2015 como el artículo 8.4 del TRLMV señalan que el resarcimiento de los daños causados, en la medida de lo posible, deberá hacerse en especie. Ello implica que la entidad responsable de los daños deberá proceder a adquirir valores de las mismas características para proceder a su restitución al perjudicado. Idéntica previsión se establece en la regulación portuguesa, así, el artículo 87.3 del Securities Code dispone que: «*whenever possible, compensation is fixed in securities of the same category as those to which the registration refers*». Este resarcimiento en especie tiene toda la lógica si se contempla desde la perspectiva del inversor ya que éste, en la mayoría de los casos, siempre querrá recuperar sus valores si se trata del supuesto en el que ha quedado privado de los mismos. Además, si se trata de valores que negocian en mercados secundarios oficiales, aquéllos podrán ser adquiridos con facilidad por las entidades

responsables debido a la gran liquidez con la que cuentan estos mercados. En el caso de que no fuese posible adquirir los valores, la responsabilidad debería cubrir, además del valor teórico contable de los mismos, los daños producidos por la imposibilidad de disponer de los valores planteándose, en este caso, el problema de determinar y probar la cuantía de los daños sufridos. También podrá corresponder una indemnización en dinero en aquellos casos en que el daño no consista en la privación de los valores, y también cuando la reparación del perjuicio sufrido exija no sólo la restitución de los valores sino una compensación en efectivo<sup>448</sup>.

Con carácter adicional a la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas y de las entidades participantes en los casos de la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, inexactitudes y retrasos en las mismas o por el incumplimiento intencionado o negligente de sus obligaciones, para la Sociedad de Sistemas se puede derivar, adicionalmente, otra responsabilidad administrativa y civil, vinculada a la función de seguimiento y control de la actividad de las entidades participantes que le atribuye el artículo 73.2 del RD 878/2015.

Como ya hemos mencionado, el doble escalón presenta la desventaja de tener que garantizar una necesaria correspondencia de saldos entre los dos niveles, lo cual, deriva en que el referido artículo 73.2 impone a la Sociedad de Sistemas una obligación de seguimiento y control de la actividad de las entidades participantes, en concreto, la de comprobar la correcta llevanza del registro contable en sus dos escalones para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes<sup>449</sup>, tanto en el registro central como en el registro de detalle; e,

---

<sup>448</sup> CORTÉS GARCÍA, E., «*La Desmaterialización...*», ob., cit. p. 252.

<sup>449</sup> En el artículo 4.1 del RSS, relativo a los «*objetivos y principios de actuación de la Sociedad de Sistemas*», se dispone que: «*La Sociedad de Sistemas tiene por objetivos promover una liquidación correcta, eficiente y segura de las operaciones que se efectúen sobre los valores negociables y contribuir a garantizar la integridad de las emisiones de valores y a reducir y gestionar los riesgos asociados a la custodia de los valores*». En el mismo sentido, el COMMITTEE ON PAYMENTS AND SETTLEMENT SYSTEMS (CPSS)-INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO) «*Principles for financial market infrastructures*», April, 2012, en su Principio 11, señala que:

igualmente, durante los procesos de liquidación, la de vigilar la efectiva liquidación de todas las operaciones y, especialmente, las que son liquidadas mediante apuntes practicados en las cuentas de los registros de detalle de las entidades participantes. Estas obligaciones tienen su reflejo en la responsabilidad atribuida a la Sociedad de Sistemas por el artículo 36.3 del RD 878/2015, de vigilar que las entidades participantes cumplen adecuadamente sus funciones de registro y que los saldos de valores de las cuentas de los registros de detalle se corresponden con los saldos de valores de las cuentas generales de terceros del registro central.

En relación con esa obligación impuesta a la Sociedad de Sistemas de vigilar que las entidades participantes cumplen con sus funciones de registro y con sus obligaciones de garantizar la adecuada correspondencia de saldos entre el registro de detalle y el registro central, y para garantizar el cumplimiento de la misma, la Sociedad de Sistemas viene obligada a realizar, por un lado, arqueos periódicos destinados a verificar que el saldo global de las cuentas generales de terceros de las entidades participantes abiertas en el registro central coincide con la suma de los saldos en las cuentas abiertas por sus clientes en el registro de detalle<sup>450</sup> y, por otro lado, arqueos complementarios dirigidos a verificar que los saldos de las cuentas de los clientes al final de un día determinado entre dos fechas coinciden con todos los movimientos comunicados al Sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables (artículo 73.2, letra a), 1º y 2º del RD 878/2015).

En relación con los arqueos complementarios, hay que señalar que la redacción de la letra a) del referido artículo 73.2, es, a nuestro modo de ver, poco precisa, lo cual, no

---

*«A CSD should have appropriate rules and procedures to help ensure the integrity of securities issues and minimise and manage the risks associated with the safekeeping and transfer of securities».*

<sup>450</sup> La legislación italiana impone al depositario central Monte Titoli similar obligación: *«Monte Titoli, once all the transactions carried out on each business day have been duly processed, shall verify for each type of financial instrument admitted that the sum of the balances of Intermediaries' accounts and of the account owned by Monte Titoli itself, if applicable, coincides with the balance of each issue or with the analogous balance related to financial instruments held through other central depositories or Foreign CSDs. Where, as a result of this check, inconsistencies are found between the balance of a specific issue, or the mirror balance of securities held with other Foreign CSD, and the sum of account balances of Intermediaries, Monte Titoli shall adopt the necessary measures in order to preserve the integrity of the issue and the protection of investors, specified in the instructions».*

puede admitirse cuando estamos hablando de una norma que impone obligaciones. En este sentido, a diferencia de lo que ocurre con los arqueos periódicos, respecto de los cuales, el artículo sí fija la periodicidad con la que se tienen que realizar los mismos (se deja libertad a la Sociedad de Sistemas para fijarla en su manual interno de seguimiento y control), en los arqueos complementarios, el mencionado artículo no especifica la frecuencia con la que los depositarios centrales de valores deben realizar los mismos, luego, entendemos que, a falta de tal precisión, se tendría que aplicar por analogía lo dispuesto para los arqueos periódicos. Por otro lado, el referido artículo también es impreciso a la hora de determinar sobre qué cuentas deben realizarse los arqueos complementarios, ya que solamente dispone que éstos están destinados a hacer comprobaciones sobre las cuentas de los clientes, pero no especifica sobre las cuentas de qué clientes, lo que provoca que, inevitablemente, surja la correspondiente duda de si se refiere sólo a los clientes de la Sociedad de Sistemas, esto es, a las entidades participantes, lo cual, sería lo lógico puesto que son las cuentas de éstas las que se ubican en el registro central a cargo de la Sociedad de Sistemas o si, por el contrario, también se refiere a los clientes de las entidades participantes, cuyas cuentas se ubican tanto en el registro central (cuentas individuales de llevanza indirecta) como en el registro de detalle. A este respecto, no es aceptable este grado de imprecisión en una norma que impone una serie de obligaciones de hacer, puesto que, toda norma que impone obligaciones debe ser escrupulosamente precisa, con el fin de que el sujeto obligado por la misma conozca exactamente cuál es su ámbito de responsabilidad.

Del hecho de que a la Sociedad de Sistemas se le imponga la obligación de vigilar la correcta llevanza de los registros de detalle por las entidades participantes y, en consecuencia, la correcta llevanza del registro contable en sus dos escalones (artículo 73.2, letra a), del RD 878/2015), se podría deducir que la obligación de realizar arqueos complementarios afecta a las cuentas de todos los clientes existentes en el registro contable. Ahora bien, nos parece que, la obligación de realizar arqueos complementarios sobre las cuentas que se ubican en el registro de detalle sería una obligación de las entidades participantes puesto que, la correcta llevanza del registro de detalle es responsabilidad de éstas, de manera que la Sociedad de Sistemas debería realizar los

arqueos complementarios sobre las cuentas ubicadas en el registro central (propias de las entidades participantes, cuentas de individuales de llevanza indirecta de los clientes de las entidades participantes, y cuentas individuales de llevanza directa de las entidades públicas), a excepción de las cuentas generales de terceros sobre las que se realizan arqueos periódicos.

El incumplimiento concurriendo dolo o culpa de esta obligación de vigilancia por parte de la Sociedad de Sistemas daría lugar, en principio, a una responsabilidad administrativa de la Sociedad de Sistemas según lo dispuesto en el artículo 28.1 de la Ley 40/2015<sup>451</sup>, ahora bien, lo curioso es que el TRLMV, en su artículo 281, regulador de las infracciones relativas a los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores, sólo tipifica dos infracciones muy graves imputables a los depositarios centrales de valores, una de ellas, vinculada con el incumplimiento por parte de la Sociedad de Sistemas de sus obligaciones en relación con el sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, y la otra, vinculada con el incumplimiento de las normas sobre registro de valores del título I, capítulo II, y del título IV, capítulo VI del TRLMV. Respecto de este último, cabe señalar que existe una errata en el artículo 281.4 del TRLMV ya que señala la infracción de las normas contenidas en el título IV, capítulo I, cuando lo correcto es el título IV, capítulo VI, como así se desprende correctamente de lo dispuesto en el artículo 294.1 del TRLMV en el que se regulan las mismas infracciones pero de carácter grave.

En todo caso, las normas contenidas en el título I, capítulo II, y las contenidas en el título IV, capítulo VI del TRLMV no se refieren en ningún caso al incumplimiento de esa obligación de supervisión y vigilancia impuesta a la Sociedad de Sistemas, de manera que podríamos afirmar, con fundamento en el principio de tipicidad recogido en el artículo 27, de la Ley 40/2015, en cuyos apartados primero y segundo se dispone que:

---

<sup>451</sup> LOZANO CUTANDA, B: «Leyes 39/2015 y 40/2015. La nueva legislación básica de las sanciones administrativas: visión general y tabla de concordancias y novedades», Análisis GA&P, septiembre 2016, p.3. Esta autora señala que en el artículo 28.1 se afirma que sólo se será responsable de las infracciones administrativas «a título de dolo o culpa» al haberse suprimido la anterior referencia a la responsabilidad «aun a título de simple inobservancia».

*«Sólo constituyen infracciones administrativas las vulneraciones del ordenamiento jurídico previstas como tales infracciones por una Ley» y, «Únicamente por la comisión de infracciones administrativas podrán imponerse sanciones que, en todo caso, estarán delimitadas por la Ley»*, que en el supuesto de que la Sociedad de Sistemas incumpliese su obligación de vigilancia no podría derivarse responsabilidad administrativa alguna al no estar específicamente tipificado como infracción dicho incumplimiento. Lo anterior obedece a que, cuando se trata de aplicar un procedimiento sancionador, es imprescindible que esté claramente tipificado qué se considera infracción y cuáles son las sanciones que se aplican a dichas infracciones.

El hecho de que no exista responsabilidad administrativa no obsta a que exista una responsabilidad civil frente a los terceros perjudicados, que serían los titulares inscritos, en el caso de que hubiese un descuadre entre el saldo de valores reconocido en el registro de detalle y el saldo de los valores reconocido en la cuenta general de terceros del registro central, lo que daría lugar a la aplicación de la regla de la prorrata (artículo 15.4 del TRLMV), de manera que lo normal es que dichos titulares inscritos (diferentes de las entidades participantes), en el caso de que se quedasen sin valores como consecuencia del descuadre anterior, repitiesen contra la entidad participante encargada del registro contable de sus valores con la que tienen una relación contractual, tal y como se dispone en el referido artículo: *«los titulares perjudicados ostentarán un derecho de crédito frente a la entidad participante por los valores no entregados»*.

No obstante lo anterior, entendemos que nada impediría que, sobre la base de esa obligación de vigilancia impuesta a la Sociedad de Sistemas en virtud del artículo 36.3 del RD 878/2015, esos terceros perjudicados ejercitaran también contra ella una acción sobre la base de una responsabilidad civil extracontractual por culpa invigilando, al concurrir los requisitos que vamos a exponer a continuación, y respecto de la cual, la Sociedad de Sistemas sólo podría exonerarse si prueba que ha adoptado una actitud activa para efectuar un seguimiento y control de que las entidades participantes llevaban correctamente los registros de detalle. Los tipos de actuaciones que probarían que la Sociedad de Sistemas habría mantenido esa actitud activa, podrían ser, por ejemplo,

haber realizado arqueos periódicos y complementarios (artículo 73.2, letra a), 1º y 2º del RD 878/2015); haber requerido a las entidades participantes la información necesaria para el ejercicio de ese seguimiento y control e, incluso haber inspeccionado directamente y con su consentimiento, los locales de las propias entidades (artículo 43.2, letra d), del RSS); haber instado a las entidades participantes a corregir cualquier incidencia de funcionamiento, inexactitud o incumplimiento detectado (artículo 43.2, letra e), del RSS); o haber puesto en conocimiento de la CNMV la existencia de hechos o actuaciones que pudieran entrañar la infracción de normas de obligado cumplimiento o la desviación respecto de los principios inspiradores de la llevanza del registro contable y la liquidación de operaciones (artículo 43.4 del RSS).

En efecto, el artículo 1903 del CC dispone que: *«La obligación que impone el artículo anterior es exigible, no sólo por los actos u omisiones propios, sino por los de aquellas personas de quienes se debe responder»*. Recordemos que el 1902 del CC prescribe la responsabilidad del que por acción u omisión causa daño a otro interviniendo culpa o negligencia.

Como ha señalado algún autor, la responsabilidad por culpa invigilando crea un litisconsorcio pasivo necesario entre la persona causante del daño y aquella otra que tenía una directa obligación de vigilar que el causante del daño debía tener una conducta correcta en su actuación, siendo la inexistencia de ese control, la razón directa o indirecta de la causación del daño. La persona a la que se le imputa la responsabilidad sólo se exonerará de la misma si acredita que ha tenido una actitud positiva o de acción, esto es, que ha vigilado a las personas que de ella dependen, ahora bien, no se trata de una persistente actitud de los supervisores o superiores que llevaría a hacer siempre responsables a éstos de cualquier conducta, sino de la prueba del mínimo control preciso para no dar la impresión o imagen de una absoluta omisión de control de sus dependientes<sup>452</sup>.

---

<sup>452</sup> MAGRO SERVET, V., «Responsabilidad por culpa invigilando», (en línea), (consulta: 7 de febrero de 2017). Publicado en la Revista de Jurisprudencia, núm. 2, 2013. Disponible en:

Tal y como ha señalado el Tribunal Supremo, entre otras, en Sentencia de 6 de mayo de 2009, se exige que exista una relación de dependencia y que el daño se cause en el ámbito de la misma. Dicha relación de dependencia debe interpretarse ampliamente y en ella es decisiva la existencia de un elemento de control, vigilancia y dirección.

Dicho lo anterior, consideramos que es obligación de las entidades participantes cumplir con sus funciones de registro y mantener una permanente correspondencia entre el saldo de valores de las cuentas de sus registros de detalle y el saldo de valores de las cuentas generales de terceros del registro central, esto es, deben llevar correctamente sus registros de detalle siendo su exclusiva responsabilidad la llevanza de los mismos, lo cual, viene refrendado porque el artículo 15.4 del TRLMV reconoce al titular perjudicado por la falta de valores un derecho de crédito frente a la entidad participante. Por lo tanto, si la responsabilidad recae en las entidades participantes no es aceptable que se imponga a la Sociedad de Sistemas la responsabilidad de tener que velar porque éstas cumplen con su obligación por el simple hecho de que, al imponerle dicha obligación, existe la posibilidad, tal y como hemos visto, de que los terceros se dirijan también contra la Sociedad de Sistemas amparándose en que ha incumplido su obligación de velar porque las entidades participantes lleven correctamente el registro contable. La responsabilidad de la Sociedad de Sistemas debería limitarse, por tanto, a controlar y a llevar correctamente las cuentas abiertas en el registro central (con la particularidad comentada respecto de las cuentas individuales de llevanza indirecta), que son sobre las que tiene acceso directo y las que entran dentro de su esfera de control, sin necesidad de que tuviera que vigilar la actuación de las entidades participantes.

# CONCLUSIONES

---

---

1.<sup>a</sup> El título-valor puede considerarse el punto de partida del régimen de la anotación en cuenta, la cual, surge del proceso inverso al que originó la aparición del título, que no fue otro que el proceso de incorporación del derecho al soporte papel. En efecto, el título-valor surge en la Baja Edad Media en la que la riqueza se desplaza de la propiedad de la tierra hacia las riquezas mobiliarias ofrecidas por la clase burguesa (mercaderías, crédito, moneda...) y, en ese desplazamiento, la circulación del crédito se veía enormemente dificultada por la concepción subjetivista de las relaciones obligatorias heredada del derecho romano, por lo que pronto se empezaron a buscar fórmulas para que una relación obligatoria se transmitiera con la misma agilidad y seguridad que los derechos reales, fórmulas que condujeron a la «*cosificación*» del derecho subjetivo en el título-valor.

2.<sup>a</sup> El nacimiento del título-valor supuso toda una revolución, en el sentido de que para la constitución, transmisión y ejercicio del derecho incorporado sólo era necesario la producción, entrega y presentación de un documento. Sin embargo, los enormes beneficios derivados de la incorporación del derecho a un documento se acabarían convirtiendo en inconvenientes resultado, por un lado, de los elevados costes de impresión, custodia y manipulación que requería la ingente cantidad de títulos que canalizaban en ese momento la riqueza del siglo XIX y, por otro lado, de que aquel medio ágil poco a poco se convirtió en un lastre, en especial en el ámbito bursátil, donde la necesidad de tener que intercambiar los títulos hacia que el cumplimiento de los plazos de liquidación previstos en el Reglamento de las Bolsas de Comercio fuera excepcional.

3.<sup>a</sup> Surge así la crisis del título-valor y la consiguiente búsqueda de fórmulas sustitutivas que se tradujeron en los ordenamientos de nuestro entorno como Francia, Italia y Alemania en sistemas en los que los títulos se inmovilizaban y la circulación de los mismos no se hacía depender de su entrega, dándose lugar al fenómeno de la

desincorporación del derecho respecto del título, fenómeno opuesto al que originó el título-valor. En España, el proceso de desincorporación se inició con el D. 1128/1974 que vino a instaurar el «*sistema de depósito especial*», consistente en un depósito colectivo y permanente de los documentos representativos de acciones y obligaciones, cuyos depositarios, normalmente bancos, se encargaban de elaborar y custodiar un listado de depositantes en el que quedaban consignados los cambios de titularidad, sin tener que proceder al traslado físico de los valores depositados con ocasión de cada transferencia. En todo caso, sería el RD 505/1987 el verdadero creador de un régimen jurídico distinto del título-valor, esto es, la anotación en cuenta, si bien limitado por aquélla época a la deuda del Estado. La LMV y el RD 116/1992 culminarían el proceso de desincorporación en España.

4.<sup>a</sup> Coexisten pues en nuestro ordenamiento jurídico dos sistemas o formas de representación que entendemos distintas a pesar de que algún autor ha afirmado que el título-valor sería una categoría global que incluiría a la representación en soporte papel y a la representación en soporte informático. Así, el título-valor, entendido como título documentado en un soporte papel, constituye un sistema de representación diferente al de la anotación en cuenta como mero apunte informático que es, configurándose como dos sistemas diferenciados tanto en lo que se refiere a la forma de representación (en el título-valor, el derecho está «*incorporado*» en un papel y en la anotación en cuenta no lo está); como en la forma de constitución, transmisión y ejercicio de los derechos (en el título-valor se requiere de la producción, entrega y presentación del título, mientras que en la anotación en cuenta lo anterior tiene lugar a través de apuntes de abono y adeudo para el caso de la constitución y transmisión, o a través del propio asiento contable acreditativo de la titularidad para el caso del ejercicio de los derechos).

5.<sup>a</sup> Las indudables ventajas que supuso la creación jurídica de la incorporación del derecho al título puede decirse que se plasman en el llamado «*principio de equivalencia*», según el cual, los efectos jurídicos que tienen los actos materiales sobre los títulos son los mismos que los que tienen los apuntes informáticos sobre las anotaciones en cuenta.

6.<sup>a</sup> El valor anotado o anotación en cuenta es lo que hace posible desde nuestro entendimiento tanto la existencia del valor negociado, como del registro contable de valores anotados, configurándose pues, como una característica intrínseca de ambos. No existe una definición de valor anotado en cuenta en nuestro ordenamiento jurídico sino sólo meras construcciones doctrinales, si bien, resulta posible proponer una definición a partir de la delimitación del concepto de valor negociable, difícil tarea tal y como apuntaba la Exposición de Motivos de la LMV, aunque podemos decir que el elemento clave para determinar si un derecho es o no un valor negociable el hecho de que sea susceptible de ser objeto de múltiples transacciones en un mercado organizado de valores, y de que éstas se puedan producir de forma instantánea, con el fin de convertirse en un vehículo canalizador de inversión. Sentado lo anterior, podemos proponer como definición de valor anotado *«todo valor, susceptible de un tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, que se materializa, a través de un apunte contable, en un registro contable basado en un sistema informatizado»*, y como anotación en cuenta *«el medio o instrumento a través del cual un valor, susceptible de un tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, adquiere virtualidad en un registro contable basado en un sistema informatizado»*.

7.<sup>a</sup> Existen una serie de principios o características que configuran a la anotación en cuenta: (i) nominatividad, en el sentido de que la anotación en cuenta es de por sí nominativa, lo que lleva a entender que cuando el legislador, en el artículo 118.2 del TRLSC, dispone, al referirse a las anotaciones en cuenta, que esta modalidad también podrá adoptarse en los supuestos de nominatividad obligatoria previstos para cuando existan desembolsos pendientes, prestaciones accesorias, limitaciones a la libre transmisibilidad o para cuando lo exijan disposiciones especiales, desea que en estos casos la entidad emisora lleve un libro-registro de acciones nominativas para controlar a los accionistas y las transmisiones; (ii) reserva de denominación, de manera que las expresiones, valores representados por medio de anotaciones en cuenta u otras similares, sólo pueden utilizarse con referencia a valores negociables que sean objeto de representación por medio de anotaciones en cuenta, lo que se explica porque cuando se establece un régimen especial como el de la anotación en cuenta hay que limitar los

supuestos a los que se aplica; (iii) unicidad, siendo el concepto relevante a efectos de este principio el de clase y no el de emisión, de manera que todos los valores que sean homogéneos deben representarse de la misma forma y, por tanto, pertenecer a la misma clase, pudiendo existir dentro de una misma emisión clases representadas de forma diferente; (iv) reversibilidad de la anotación en cuenta a títulos físicos consagrado definitivamente en el RD 878/2015, cuando se cumplan determinados requisitos, a diferencia del RD 116/1992 que consagraba un principio de irreversibilidad de la anotación en cuenta irreal puesto que contemplaba una excepción; (v) fungibilidad, encaminada a conseguir un tráfico ágil de los valores, de manera que no pueden ser individualizados ni tampoco pueden identificarse con un número.

8.<sup>a</sup> Acierto regulatorio del RD 878/2015 cuando prescribe que en el proceso de transformación de títulos a anotaciones en cuenta los títulos no transformados no quedan anulados, como marcaba el RD 116/1992, sino que lo que se produce es la desincorporación del derecho respecto del título, de manera que el título se extingue pero el derecho sigue existiendo y éste corresponderá al adquirente del título en caso de que se hayan vendido cumplido el plazo de tres años desde la conclusión del plazo previsto para la transformación, y no al antiguo tenedor del título que no lo presentó a su transformación.

9.<sup>a</sup> No es cierto que los valores negociados puedan representarse mediante títulos físicos, tal y como estipula del artículo 6.1 del TRLMV, si tenemos en cuenta las propias notas de «*tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero*» utilizadas por el artículo 2 del TRLMV para definir a los valores negociables, las cuales, son incompatibles con la posibilidad de representarse por títulos físicos. En consecuencia, no es verdad que la LMV y su sucesor el TRLMV hayan implantado un «*sistema de desmaterialización total facultativa*», ya que los valores negociados en un mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación deben representarse, necesariamente, por medio de anotaciones en cuenta.

10.<sup>a</sup> El registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta es un auténtico registro jurídico de valores, no es un mero registro administrativo, esto es, es un verdadero registro de la propiedad, siendo ésta, desde nuestro entendimiento, una de sus señas de identidad (junto con la de su estructura en doble escalón), puesto que lo que se reconocen en el mismo son derechos reales y no meros derechos de crédito frente a la entidad encargada del registro contable, ya que al titular inscrito se le reconoce como el verdadero propietario de los valores (salvo prueba en contrario), o como el titular de cualquier otro derecho real. Ahondando más en su naturaleza, es un registro de bienes inmateriales, puesto que su objeto son valores anotados que son bienes incorporeales; es un registro de inscripción, puesto que basta con la inscripción de los datos esenciales que afectan a la mutación jurídico-real de que se trate, sin que sea necesario trasladar la integridad del documento que sirve de base a la misma; y es un registro completo, en el sentido de que en él se tienen que inscribir todas las circunstancias que afectan a los valores.

11.<sup>a</sup> El registro contable de valores anotados está construido sobre la base de principios de derecho registral, como el de buena fe protector del adquirente a título oneroso y sin mala fe y culpa grave (artículo 11.3 del TRLMV), el principio de inoponibilidad de lo no inscrito (artículo 11.4 del TRLMV), el de legitimación registral (artículo 13.1 del TRLMV), el de prioridad (artículo 17.2 del RD 878/2015), el de tracto sucesivo (artículo 13.3 del TRLMV).

12.<sup>a</sup> El principio de legitimación registral puede ser considerado como uno de los principios por excelencia del registro contable, en virtud del cual, se presume titular legítimo a la persona que aparezca inscrita en el registro contable, la cual, podrá exigir que se realicen en su favor las prestaciones que le confiera el valor anotado y, como contrapartida, la entidad emisora que realice las prestaciones a favor del legitimado de buena fe y sin culpa grave se liberará, aún cuando éste no sea el titular del valor (artículo 13 del TRLMV y artículo 16 del RD 878/2015). Podría parecer que este principio está inspirado en el recogido en el artículo 38 de la LH, cuando dispone: «A todos los efectos legales, se presumirá que los derechos reales inscritos en el Registro

*existen y pertenecen a su titular en la forma determinada por el asiento respectivo*»; sin embargo, existen diferencias entre ambos preceptos, ya que los referidos artículos 13 y 16 se limitan al reconocimiento de determinados derechos y presunciones a favor del sujeto en cuya cuenta aparecen registrados determinados valores, esto es, lo que se denomina como «*legitimación acreedora*», no conteniendo la afirmación de: «*Se presumirá que los derechos reales inscritos en el Registro existen...*», por lo que la legitimación que proporciona la inscripción del valor está más en línea con la que produce el libro registro de acciones nominativas en una sociedad anónima, según lo dispuesto en el artículo 116 del TRLSC, que señala que sólo reputará accionista a quien se halle inscrito en el libro registro de acciones nominativas. En caso de discrepancia entre dicho libro-registro y el registro contable, y tratándose de valores anotados, prevalece la legislación especial, de manera que, en todo caso, prevalecería la información que consta en el registro contable. Tanto la presunción contenida en el artículo 38 de la LH, como la contenida en los artículos 13 del TRLMV y 16 del RD 878/2015, son presunciones iuris tantum que admiten prueba en contrario (artículo 385.3 de la Ley 1/2000).

13.<sup>a</sup> El registro contable de valores representados mediante anotaciones en cuenta está bajo la salvaguarda de los Tribunales, y cuando el artículo 24.1 del RD 878/2015 dispone que: «*la entidad encargada del registro contable sólo podrá rectificar las inscripciones inexactas en virtud de resolución judicial...*», el término «*inscripciones inexactas*» no se refiere únicamente a los casos de corrección de errores en una inscripción, puesto que, si así fuera, el legislador hubiera utilizado el término de «*inscripciones erróneas*», sino que bajo el mismo consideramos incluidos los casos de modificaciones de la titularidad operadas por una resolución judicial, como es el caso de la rectificación de inscripciones ordenadas por las sentencias del Tribunal Supremo, números 23 y 24/2016, de 3 de febrero, dictadas en el caso de la oferta pública de suscripción de acciones de Bankia del año 2011, las cuales, declararon nulo el contrato de suscripción de acciones con efectos «*ex tunc*», de manera que las acciones deberían de haber figurado siempre inscritas a nombre de Bankia y, en consecuencia, se condenó

---

a Bankia a recomprar a los inversores sus acciones restituyéndoles con el pago de la inversión realizada.

14.<sup>a</sup> El registro contable de los valores anotados goza de determinadas particularidades: (i) su gestor no es un funcionario público sino una sociedad anónima; y (ii) aunque goza de publicidad material, que implica que lo que conste en él se supone conocido por todos y lo que no conste no puede perjudicar a terceros, carece de publicidad formal, ya que los terceros, (a excepción de emisores, y asociaciones de accionistas y accionistas minoritarios contemplados en el artículo 497 del TRLSC), no disponen de ningún medio para conocer el contenido del registro contable, puesto que el único medio existente son los certificados de legitimación, que sólo pueden ser solicitados por los titulares de derechos sobre valores y respecto de éstos.

15.<sup>a</sup> La carencia de publicidad formal del registro contable de valores anotados responde a la voluntad del legislador de que así sea, y lo demuestra el hecho de que éste no ha modificado este aspecto durante todos los años que lleva funcionando el registro contable y, muy especialmente, con ocasión de la aprobación del RD 878/2015. Los principales argumentos para que el registro no sea público son los de proteger la información sobre cómo está distribuido el capital de una sociedad, información que podría ser utilizada con fines ilícitos si cualquiera pudiera acceder a ella, y el deber de secreto de toda entidad bancaria respecto de los datos de sus clientes. Cualquier propuesta de que el registro contable pudiera ser consultado por cualquier tercero debería venir impuesta por una Ley, que determinase qué tercero puede acceder a la información (por ejemplo, el que alegue un concreto interés legítimo y lo pruebe), y qué entidad debería proporcionar dicha información, con especificación de la responsabilidad que asumiría y de la retribución a percibir por los servicios prestados (todo apunta a que dicha entidad debería ser la Sociedad de Sistemas, única capaz de centralizar toda la información del registro contable de valores español).

16.<sup>a</sup> La particularidad por excelencia del registro contable de valores anotados español es su configuración en un doble escalón, integrado por dos niveles que son el

registro central y el registro de detalle. El registro de doble escalón se aplica: (i) a valores admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales (Bolsa, AIAF y Mercado de Deuda Pública), con la única excepción del Mercado de Futuros y Opciones, en el que existe un registro contable único de contratos gestionado por la sociedad rectora de dicho mercado; (ii) a valores admitidos a negociación en sistemas multilaterales de negociación (Mercado Alternativo Bursátil, Mercado Alternativo de Renta Fija y Mercado de Valores Latinoamericanos); (iii) a valores respecto de los que exista la intención de solicitar la admisión en los anteriores mercados o sistemas; (iv) a valores extranjeros anotados en dicho registro; y, (v) a valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales ni en sistemas multilaterales de negociación respecto de los que la Sociedad de Sistemas haya sido designada por el emisor como la entidad encargada del registro contable.

17.<sup>a</sup> La existencia de un doble escalón hace que la gestión del registro contable sea una responsabilidad compartida de la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, de manera que la Sociedad de Sistemas tiene la responsabilidad de llevar en todo momento un estricto control de los saldos de las cuentas de valores del registro central, así como de la correspondencia de la suma de tales saldos con el número total de valores integrados en cada emisión; y, las entidades participantes, tienen que cumplir adecuadamente con sus funciones de registro, esto es, deben llevar correctamente sus registros de detalle, de manera que cada cuenta a nombre de un cliente debe reflejar exactamente los valores de los que éste es titular, y tienen que mantener una exacta y permanente correspondencia entre los saldos de valores de las cuentas de sus registros de detalle y los saldos de valores de las cuentas generales de terceros en el registro central.

18.<sup>a</sup> A pesar de ser las entidades participantes las que tienen la obligación de llevar adecuadamente sus registros de detalle, a la Sociedad de Sistemas se le ha impuesto la obligación, discutible desde nuestra perspectiva, de velar porque las entidades participantes cumplan con dicha obligación y garanticen la correspondencia entre los saldos de valores existentes en los registros de detalle y los saldos de valores

de las cuentas generales de terceros ubicadas en el registro central, de manera que, en caso de que éstas incumplan y hubiera un desajuste en dichos saldos que diera lugar a la aplicación de la regla de prorrata y, en consecuencia, a que un tercero resultase perjudicado al perder valores, dicho tercero, además de tener acción contra su entidad participante frente a la que ostentará un derecho de crédito por los títulos no entregados, tendría acción contra la Sociedad de Sistemas, con base en una responsabilidad civil extracontractual por culpa in vigilando, respecto de la cual, la Sociedad de Sistemas sólo podrá exonerarse si prueba que adoptó una actitud activa en la vigilancia de la correcta llevanza de los registros de detalle por las entidades participantes (por ejemplo, mediante la prueba de haber realizado arqueos periódicos o complementarios, haber requerido a las entidades la información necesaria para el ejercicio de ese control; haberles instado a corregir cualquier incidencia detectada; o haber puesto en conocimiento de la CNMV la existencia de hechos o actuaciones que pudieran entrañar la infracción de normas de obligado cumplimiento).

19.<sup>a</sup> El procedimiento especial y opcional de intermediario financiero tiene como finalidad facilitar que los intermediarios financieros que, en el momento de la ejecución de las órdenes de contratación no sepan aún las titularidades de los compradores o vendedores, puedan liquidar dichas órdenes en la fecha prevista de liquidación, fecha en la que se supone conocerán los datos de las titularidades de los clientes finales. Del conjunto de preceptos del RSS así como de la Exposición de Motivos del RD 878/2015, queda claro que este procedimiento no puede ser utilizado para canalizar órdenes del propio intermediario financiero, si bien, el hecho de haberse eliminado del artículo 33.3 del RSS, regulador del ámbito de aplicación del procedimiento, la prohibición expresa de utilizarlo para canalizar las órdenes del propio intermediario, puede constituirse en la vía legal de entrada para una utilización indebida del mismo, ya que el propio diseño del procedimiento, al disponer que en el caso de que no se identifique al cliente final los valores quedarán anotados en la cuenta propia o individual del intermediario financiero, puede amparar dicha utilización indebida al no contemplarse expresamente en la regulación la existencia de una supervisión en el momento de la introducción de la orden para controlar que ésta no es, en ningún caso, por cuenta del propio intermediario.

20.<sup>a</sup> Una de las particularidades esenciales del procedimiento de intermediario financiero reside en que la liquidación de la operación en la cuenta del cliente final exige llevar a cabo varias fases a través de operaciones auxiliares para la comunicación, aceptación y ejecución de las órdenes de transferencia que se acojan a dicho procedimiento, de modo que, durante la fase o fases transitorias, se produce una anotación transitoria inicial de los valores objeto de las referidas órdenes en las cuentas especiales de los intermediarios financieros, para procederse, posteriormente y durante la fase final, a la anotación de los valores en las cuentas de los clientes del intermediario financiero, salvo en el supuesto de que no se produzca la correcta identificación de aquéllos, en cuyo caso, se procederá a anotar los valores en la cuenta individual o propia del intermediario financiero interviniente.

21.<sup>a</sup> Los valores ubicados en las cuentas especiales de intermediario financiero no son, si todo transcurre con normalidad, propiedad del intermediario financiero, de ahí que estas cuentas reflejan «*exclusiva y transitoriamente*» el saldo de valores procedentes de operaciones en las que intervengan intermediarios financieros y que esté prohibido mantener saldos al finalizar los procesos de liquidación diarios, debiendo pasar los valores existentes en dicha cuenta a inscribirse en su cuenta propia, si es entidad participante, o bien, en su cuenta individual de terceros si no lo es. La posibilidad de ulterior traslado de estos valores nuevamente a la cuenta especial de intermediario financiero para liquidar operaciones pendientes exige, en todo caso, una perfecta identificación de los valores que procedían de la operativa especial del intermediario financiero.

22.<sup>a</sup> En caso de concurso del intermediario financiero, hay que distinguir entre si dicho intermediario es entidad participante en la Sociedad de Sistemas o no lo es, a los efectos de determinar qué pasa con las operaciones auxiliares instruidas entre las cuentas especiales. Si es entidad participante dichas operaciones se consideran operaciones en curso de liquidación, y aplica el artículo 13 de la Ley 41/1999, de manera que la incoación del procedimiento de insolvencia no producirá efecto sobre los derechos y las obligaciones de dicho participante que deriven de las órdenes de

transferencia recibidas y aceptadas por la Sociedad de Sistemas con anterioridad al momento en que la citada incoación haya sido comunicada a la misma o que, excepcionalmente, hubieran sido cursadas después de la incoación del procedimiento de insolvencia y se compensen o liquiden en el mismo día hábil, siempre que los gestores de la Sociedad de Sistemas puedan probar que, en el momento en que dichas órdenes pasaron a ser irrevocables, no habían tenido conocimiento ni debieran haberlo tenido de la incoación de dicho procedimiento. A partir del momento de aceptación, las órdenes de transferencia se consideran irrevocables para su ordenante (artículo 11.1 de la Ley 41/1999) por lo que, en consecuencia, las obligaciones que se deriven de dichas órdenes serán firmes, vinculantes y legalmente exigibles para el participante que estará obligado a su cumplimiento y serán oponibles frente a terceros, no pudiendo ser impugnadas o anuladas por ninguna causa. En el caso de que el intermediario financiero no fuera entidad participante, no se pueden aplicar las citadas previsiones, por lo que consideramos que será el Juez del concurso y el administrador judicial los que determinen qué pasa con las citadas operaciones. En consecuencia, entendemos que se hubiera dotado de una mayor seguridad jurídica al procedimiento especial y opcional de intermediario financiero si se hubiera exigido que los intermediarios financieros fueran, en todo caso, entidades participantes.

23.<sup>a</sup> En cuanto al saldo de los valores que se encuentre en la cuenta especial del intermediario financiero en caso de concurso de éste, dicho saldo deberá ser trasladado por la Sociedad de Sistemas a la cuenta individual de terceros (si no es entidad participante) o a la cuenta propia (en caso de ser entidad participante) que la entidad participante, en ambos casos, hubiera indicado que es para la utilización en exclusiva de la liquidación de operaciones procedentes de este procedimiento y, a falta de identificación, la Sociedad de Sistemas deberá proceder a abrir una cuenta individual de terceros o una cuenta propia, según el caso, para proceder a trasladar los referidos valores. Si al declararse el concurso no existieran valores en la cuenta especial, entonces, el saldo de valores que exista en su cuenta individual de terceros o en su cuenta propia (según el caos) procedente de la cuenta especial de intermediario financiero, debe ser trasladado por la Sociedad de Sistemas a una nueva cuenta

individual de terceros o a una nueva cuenta propia, salvo que se hubiese indicado que las referidas cuentas eran para la liquidación en exclusiva de las operaciones procedentes de este procedimiento. Estos traslados valores son actos de disposición llevados a cabo por la Sociedad de Sistemas sobre unos valores que no son de su propiedad, lo que hace necesario identificar la apoyatura legal con base en la cual puede realizar dichas actuaciones. Si el intermediario financiero es entidad participante, encontraríamos apoyo en la relación jurídica directa que tiene con la Sociedad de Sistemas, pudiendo considerarse que estamos ante un mandato de carácter especial y expreso (artículo 1.709, 1.710 y 1.711 del CC), en virtud del cual, el intermediario consiente, mediante la suscripción del correspondiente contrato con la Sociedad de Sistemas y la consiguiente aceptación de toda su normativa interna, que ésta pueda disponer de sus valores en caso de concurso para efectuar los referidos traslados. Si no es entidad participante, el hecho de no existir una vinculación jurídica conduce a que tenga que ser a través de la relación jurídica que mantiene la entidad participante con el intermediario al que presta servicios la que deba sustentar la justificación de que la Sociedad de Sistemas disponga de los valores del intermediario y, así, la Circular 20/2016, Norma 1ª, punto 6, dispone que es obligación de las entidades participantes la de recoger en los acuerdos que celebren con los intermediarios financieros la obligación de éstos de sujetarse y cumplir con los requisitos establecidos por la Sociedad de Sistemas para el procedimiento del intermediario financiero, lo cual, significaría que, de una forma indirecta, a través del contrato de prestación de servicios que exista entre la entidad participante y el intermediario, éste consentiría que la Sociedad de Sistemas, llegado el caso de concurso, ejecutase el traslado de los valores que se encontrasen en su cuenta especial o en la cuenta individual o propia y que procediesen de la operativa del intermediario financiero a otra cuenta a su nombre a efectos de su bloqueo.

24.<sup>a</sup> Debe diferenciarse entre valor mobiliario y valor anotado a la hora de determinar si la inscripción en el registro contable es o no constitutiva. La inscripción no resulta constitutiva del valor en sí, sino simplemente constitutiva de la forma de representación del valor mediante anotaciones en cuenta, por lo que la condición de accionista o titular de los derechos que derivan del valor mobiliario se adquiere con la

suscripción, de manera que la inscripción en el registro contable se limita a determinar la aplicación del correspondiente régimen especial y, en este sentido, debe de entenderse la afirmación de que los valores «*se constituirán como tales*». Por lo tanto, antes de la inscripción, el valor mobiliario existe puesto que éste nace con la suscripción, si bien, su ejercicio y transmisión se rige por el derecho común.

25.<sup>a</sup> La transmisión de los valores anotados se rige por lo dispuesto en el artículo 609 del CC y requiere, con carácter general, la existencia de un negocio causal traslativo previo y la posterior entrega de los valores anotados, la cual, dado que nos encontramos ante bienes incorporales, tiene lugar mediante la inscripción en el registro contable, inscripción que es equivalente a la tradición, por ello, y por lo dispuesto en el artículo 11 del TRLMV: «*la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable*», la inscripción de la transmisión es constitutiva, como así lo entiende la mayoría de la doctrina, de manera que la propiedad de los valores anotados no se podrá adquirir «*intervivos*» por título oneroso si no se procede a la inscripción de la transmisión. Admitir lo contrario, esto es, que la titularidad dominical se adquiere mediante el correspondiente contrato unido al otorgamiento de escritura pública sin inscripción, supondría ir en contra de los principios del régimen de anotaciones en cuenta (la adquisición no sería oponible frente a terceros, no podrían deplegar sus efectos principios registrales como el de la inoponibilidad de lo no inscrito, el principio de irrevindicabilidad, etc.).

26.<sup>a</sup> Respecto de las transmisiones de valores anotados por sucesión mortis causa y donación, el artículo 609 del CC no exige la entrega, por lo que tanto la sucesión como la donación son a la vez la causa y el modo, no obstante, en el caso de valores anotados, se exigiría también la inscripción en el registro contable para que dichas transmisiones puedan tener efecto conforme al régimen de la anotación en cuenta.

27.<sup>a</sup> La inscripción de derechos reales o gravámenes es constitutiva, lo cual, se confirma en el caso de que el gravamen a inscribir sea una prenda, puesto que si no se

realiza la inscripción, no se produciría el desplazamiento posesorio a favor del acreedor pignoraticio.

28.<sup>a</sup> En la inscripción de derechos reales o gravámenes el artículo 12.1 del TRLMV no especifica en qué cuenta deben inscribirse, si bien, cuando dicho artículo, al referirse al concreto gravamen de una prenda, señala que: *«la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título»*, se deduce que las inscripciones de los mismos se anotan en la cuenta del titular de los valores.

29.<sup>a</sup> El acceso al registro contable de la constitución de una prenda no requiere formalidad alguna bajo el RD 878/2015, pudiendo constar en documento privado, si bien, si se trata de una prenda sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, el hecho de que posteriormente se quiera ejecutar la misma al amparo del régimen previsto en los artículos 320 y ss. del CCom., exige que se formalice en escritura pública. Dicho requerimiento formal no debe afectar a la eficacia de la prenda constituida en documento privado, puesto que la eficacia de la prenda no la da el documento sino la inscripción en el registro contable. En contraposición, bajo el régimen del RDL 5/2005 sólo se exige que las garantías que puedan acogerse al mismo consten por escrito, no pudiendo exigirse formalidad adicional para admisibilidad, oponibilidad y ejecutabilidad, y no viéndose afectada la ejecución de los valores efectuada al amparo del mismo por el concurso del deudor.

30.<sup>a</sup> La acreditación de un gravamen para su posterior inscripción debe realizarse ante el depositario central de valores, si se trata de valores que se encuentran registrados en el primer nivel o registro central, con la única excepción de las cuentas individuales de llevanza indirecta, en cuyo caso, la acreditación debe efectuarse ante la entidad participante; y, ante la entidad participante, si se trata de valores que se encuentran registrados en las cuentas del registro de detalle. La inscripción del gravamen se practicará por el depositario central de valores en el caso de valores ubicados en todas las cuentas abiertas en el registro central (cuentas propias, y cuentas individuales de

---

llevarla directa e indirecta); y, por las entidades participantes, en el caso de valores ubicados en las cuentas del registro de detalle.

31.<sup>a</sup> Los pactos parasociales sobre valores anotados admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales deben comunicarse a la CNMV y a la propia sociedad y, en tanto en cuanto no se efectúen dichas comunicaciones, estos pactos no producirán efecto alguno entre los socios, los cuales, no estarán obligados a cumplirlos y, si en ellos se prevé alguna sanción, ésta no será válida. Los pactos parasociales sobre valores anotados no tienen acceso como tal al registro contable si bien, pueden tener acceso a través de otras fórmulas como, por ejemplo, cuando para garantizar su cumplimiento se constituye una prenda sobre determinados valores.

32.<sup>a</sup> La agrupación de acciones a efectos del nombramiento de Consejeros tiene que tener, obligatoriamente, acceso al registro contable cuando las acciones estén representadas mediante anotaciones en cuenta, debiendo consignarse en la anotación la fecha de nombramiento del consejero y la duración de la agrupación. En caso de no consignación de dichas circunstancias, se impone como sanción que el nombramiento del Consejero no pueda acceder al Registro Mercantil si bien, dicha sanción tiene poco poder coercitivo al no tener la inscripción del nombramiento de administrador en el Registro Mercantil carácter constitutivo (el nombramiento del administrador tiene eficacia desde su aceptación tácita).

33.<sup>a</sup> Las restricciones a la libre transmisibilidad de acciones nominativas impuestas por los estatutos pueden recaer sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta y, a pesar de que el artículo 118.2 del TRLSC no incluya, entre las circunstancias que deben consignarse en la anotación en cuenta, la existencia de restricciones a la libre transmisibilidad y sólo haga referencia a los supuestos de que existan prestaciones accesorias o desembolsos pendientes, la existencia de las mismas debe consignarse por los siguientes motivos: (i) porque una restricción a la libre circulación es una característica del valor y, como tal, debe figurar en el registro contable (artículo 7 del TRLMV); (ii) porque la existencia de restricciones a la libre

circulación implica, necesariamente, que deba producirse el desglose de los valores afectados y la consiguiente inmovilización de los mismos; (iii) porque las restricciones a la libre transmisibilidad tienen efectos frente a terceros, los cuales, deben conocerlas y, por tanto, deben inscribirse por los principios de buena fe y de inoponibilidad de lo no inscrito; y (iv), por analogía, si se hacen constar los desembolsos pendientes y las prestaciones accesorias, igualmente, deben hacerse constar las restricciones a la libre transmisibilidad.

34.<sup>a</sup> Los certificados de legitimación no son títulos-valores, no están destinados a la circulación ni tampoco incorporan derechos, su finalidad es única y exclusivamente la de legitimar, siendo nulos los actos de disposición sobre los mismos. Son distintos de: (i) los «*certificados de inscripción*» que deben expedir las entidades encargadas del registro contable al realizar una inscripción, y que solamente acreditan la formalización de la anotación y su identificación, pero no acreditan el estado del valor en un momento posterior al de su expedición; (ii) de los «*extractos de valores*» que acreditan el saldo de valores del titular en el momento de la expedición, pero carecen de función de legitimación para el ejercicio de derechos; y, (iii) de los «*certificados de posición*», documentos expedidos por la Sociedad de Sistemas destinados a acreditar, respecto de un determinado valor, la posición que tiene cada una de las entidades participantes en sus registros de detalle.

35.<sup>a</sup> La obtención del certificado de legitimación se configura como un derecho a favor de aquél que sea titular de derechos sobre los valores, esto es, no los puede solicitar cualquier tercero, lo que está en línea con el hecho de que el registro contable carece de publicidad formal. La entidad encargada de su expedición es: (i) el depositario central de valores, si se trata de valores que están directamente anotados en cuentas abiertas en el registro central, si bien, respecto de las cuentas individuales de llevanza indirecta, la entidad participante encargada de su gestión deberá solicitar su expedición al depositario central de valores; y, (ii) la entidad participante correspondiente respecto de valores ubicados en el registro de detalle. La expedición del certificado tiene como efecto práctico la inmovilización de los valores afectados, con el fin de dar seguridad en

---

los negocios jurídicos al impedir que se efectúen transmisiones sobre los mismos en tanto no se restituyan los certificados o éstos pierdan su vigencia.

36.<sup>a</sup> La legitimación reside en el registro contable no en los certificados de legitimación, siendo éstos sólo un medio de acreditar dicha legitimación, por lo que en caso de discrepancia entre lo que reza el certificado de legitimación y la realidad registral, prevalece, en todo caso, el contenido del registro contable.

37.<sup>a</sup> Los certificados de legitimación, por sí solos, no son títulos ejecutivos conforme a la Ley 1/2000 ya que necesitan ir acompañados de la correspondiente escritura pública en la que se documenten los valores afectados.

38.<sup>a</sup> Las referencias de registro eran códigos alfanuméricos generados por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en cada compra o cambio de titularidad, y su aportación era imprescindible para liquidar una venta, ya que el vendedor debía justificar con la referencia de registro que disponía de los valores objeto de la venta. Se utilizaban como mecanismo de supervisión y control por parte de la CNMV y han sido sustituidas, tras la entrada en vigor del RD 878/2015, por un sistema basado en saldos, todo ello, con el fin de homogeneizarse con otros sistemas de liquidación europeos.

39.<sup>a</sup> La Sociedad de Sistemas tiene su origen en artículo 1 de la Ley 44/2002, que preveía la adición de un nuevo artículo 44 bis en la LMV, en el que se imponía expresamente la constitución de una sociedad anónima denominada Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. o Sociedad de Sistemas, y a la que se atribuía el ejercicio de las funciones previstas en dicho artículo 44 bis de la LMV. La Sociedad de Sistemas se creó a partir de la transformación de la sociedad «*Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.*», (creada previamente con la participación del SCLV y del Banco de España), la cual, procedió a adaptar su denominación y objeto social convirtiéndose en la Sociedad de Sistemas.

40.<sup>a</sup> Al amparo de la nueva regulación europea contenida en el Reglamento (UE) N.º 909/2014, la Sociedad de Sistemas debe pasar por un proceso de autorización como depositario central de valores, con el fin de acreditar que cumple con todos los requisitos organizativos, de capital, de llevanza del registro contable, etc., impuestos por el citado Reglamento, siendo la CNMV, la autoridad competente para la concesión de la autorización.

41.<sup>a</sup> Las funciones de la Sociedad de Sistemas han dejado de estar tasadas por Ley (antiguo artículo 44 bis de la LMV), y el concepto de «*fnnciones*» ha sido sustituido por el de «*servicios*» al amparo de la terminología empleada por el Reglamento (UE) N.º 909/2014, de manera que la Sociedad de Sistemas podrá prestar los servicios para los que haya sido autorizada al amparo del referido Reglamento.

42.<sup>a</sup> El sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos [también conocido como «*PTI*» (Post Trade Interface)], es una herramienta inexistente en otros mercados, creada en el ámbito del proceso de reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores español, pudiendo calificarse como una gran base de datos que recoge todas aquellas operaciones, eventos y anotaciones que son susceptibles de dar lugar a variaciones en los saldos de valores de cada uno de los titulares en el registro central y en los registros de detalle. Su creación y gestión se impone a todos los depositarios de valores que presten servicios en España y, por eso, la Sociedad de Sistemas ha creado esta herramienta y es la encargada de su gestión.

43.<sup>a</sup> El sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos no es un registro contable de manera que, en todo caso, sobre la información que consta en dicho sistema prevalece la del registro contable, por ello, consideramos equivocado atribuir a dicho sistema la función de servir de fuente para comunicar los datos de titularidad de accionistas a los emisores de valotes, ya que dichos datos deberían obtenerse, en todo caso, del registro contable.

44.<sup>a</sup> Entre las entidades emisoras de valores y la Sociedad de Sistemas existe una relación de mandato, por la que la Sociedad de Sistemas se obliga, por cuenta de las

---

mismas, a llevar el registro contable de una emisión de valores. Se trata, por consiguiente, de un servicio de gestión de anotaciones que constituye el presupuesto necesario para que, posteriormente, se puedan celebrar los correspondientes contratos de administración de valores entre las entidades participantes y sus clientes. Dicho mandato reúne los requisitos del artículo 244 del CCom. para ser calificado como comisión mercantil. La relación se documenta contractualmente en el documento de emisión, en el que consta la designación de la Sociedad de Sistemas, y en la solicitud de registro de valores realizada por el emisor.

45.<sup>a</sup> El artículo 49 del Reglamento (UE) N.º49/2014, en aras de una armonización europea, de la eliminación de barreras y del fomento de la libre competencia entre los depositarios centrales de valores, ha consagrado la libertad de elección, por parte de los emisores, de elegir como depositario central de valores a uno ubicado fuera de su territorio nacional, si bien, lo anterior no puede implicar una modificación de la legislación bajo la cual se han emitido los valores.

46.<sup>a</sup> Toda negativa de la Sociedad de Sistemas de prestar el servicio de registro contable a un emisor no puede ser discrecional y debe estar fundada en un análisis de riesgos exhaustivo. El emisor de valores tiene derecho de recurrir dicha negativa ante la CNMV, la cual, está obligada a hacer un estudio de las razones de la negativa y a elaborar un informe que debe someter a la autoridad supervisora del país de establecimiento del emisor y, en el caso de que ambas autoridades supervisoras no lleguen a un acuerdo, la Autoridad Europea de Valores y Mercados decidirá de forma vinculante. Si se considera que la negativa no está fundada, la CNMV impondrá a la Sociedad de Sistemas la obligación de prestar el servicio.

47.<sup>a</sup> Las sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en sistemas multilaterales de negociación y que no son nominativas por disposición legal, no tienen reconocido, legalmente, el derecho a conocer la identidad de sus accionistas en cualquier momento, a diferencia de las sociedades que tienen sus valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (artículo 497 del TRLSC).

48.<sup>a</sup> El derecho del emisor de sustitución de la entidad encargada del registro contable y el derecho de renuncia por parte de ésta no se reconocen en la legislación cuando se trata de valores que están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación debido, fundamentalmente, a que en estos casos la entidad encargada del registro contable debe ser necesariamente un depositario central de valores. No obstante, la libertad de elección del emisor del depositario central de valores consagrada en el artículo 49 del Reglamento (UE) N.º 49/2014, aconseja que debería existir un reconomiento de estos derechos en la normativa nacional.

49.<sup>a</sup> Las entidades participantes son imprescindibles para que pueda existir la Sociedad de Sistemas y sólo pueden adquirir tal condición determinadas entidades previstas en el RSS (por ejemplo, Banco de España, entidades de crédito, o empresas de servicios de inversión). La Sociedad de Sistemas debe contar con unos criterios de participación públicos, transparentes, objetivos y no discriminatorios con el fin de garantizar un acceso en igualdad de condiciones, y sólo podrá denegar el acceso mediante escrito motivado y basado en un análisis de riesgos exhaustivo, en cuyo caso, la entidad solicitante tendrá derecho a reclamar ante la CNMV, que deberá examinar las razones de la negativa y darle una respuesta motivada así como consultar sobre su análisis de la reclamación a la autoridad competente del Estado de la entidad solicitante y, en el caso de que la CNMV no esté de acuerdo con lo que disponga la otra autoridad competente, cualquiera de las dos podrá someter la cuestión a la Autoridad Europea de Valores y Mercados cuya decisión, en caso de falta de acuerdo, será vinculante. Si la negativa de la Sociedad de Sistemas se considera injustificada, la CNMV dictará resolución obligando a la Sociedad de Sistemas a otorgar dicho acceso.

50.<sup>a</sup> Se distinguen dos clases de entidades participantes: (i) las Simples, que son aquéllas que están autorizadas exclusivamente a mantener cuentas propias en el registro central; y (ii), las Registradoras, que son las que están autorizadas adicionalmente a solicitar la apertura de cuentas generales de terceros y cuentas individuales de terceros,

---

incluyendo cuentas especiales de intermediario financiero, ya sea como subtipo de cuenta propia o subtipo de cuenta individual de terceros.

51.<sup>a</sup> La relación jurídica entre las entidades participantes y sus clientes se fundamenta en el contrato de administración de valores, cuya prestación característica es la actividad de mantenimiento de la inscripción así como la administración, por cuenta de clientes, de los instrumentos financieros del artículo 2 del TRLMV, por lo que la naturaleza del contrato responde a un mandato para gestionar los valores con el fin de conservar su valor patrimonial. Dichos contratos implican el desarrollo de una actividad desprovista de cualquier discrecionalidad gestora, siendo ésta la principal diferencia que existe entre este contrato y el de gestión de carteras de inversión. En cuanto a las formalidades exigidas, los contratos deben documentarse por escrito y deben seguir un modelo de contrato-tipo con el contenido mínimo obligatorio aprobado por la CNMV. Deben incluir, en todo caso, la referencia a una cuenta de efectivo (calificada por la CNMV como auxiliar al contrato de administración de valores), los plazos de abono de los valores comprados, la existencia de derechos de garantía de la entidad sobre los valores, y la posibilidad de la entidad de hacer uso de los valores del cliente.

52.<sup>a</sup> Las cuentas globales u «*omnibus*» en las que se registran a nombre de una entidad, que no es el titular real, los instrumentos financieros de una multitud de clientes de dicha entidad, no tienen un reconocimiento legal bajo la regulación española ya que, conforme a la misma, el registro debe llevarse de forma individualizada, de manera que los valores queden registrados y anotados en cuentas individualizadas por cuenta y a nombre del correspondiente cliente titular de los mismos. Estas cuentas, muy habituales en jurisdicciones extranjeras y cuyo uso va acompañado del empleo de cadenas de custodios, comportan importantes riesgos para el inversor, relativos a la pérdida de valor de los valores en custodia e, incluso, a la pérdida total de dichos valores. Este tipo de cuentas no atribuye al titular de los valores un derecho de propiedad sobre los mismos, y sólo se le reconoce un derecho de crédito frente al titular de la cuenta global.

53.<sup>a</sup> En los contratos de custodia-administración de valores la obligación esencial del custodio-administrador es la de «*custodia*», esto es, en el caso de los valores anotados, la del mantenimiento de la inscripción, obligación que a falta de previsión en el contrato, deberá cumplir con la diligencia de un buen padre de familia. Vinculada a la misma, se encuentra la obligación de tener perfectamente identificados y separados los valores de sus clientes respecto de los suyos propios y de otros clientes y la de llevar a cabo todos los actos que sean necesarios para que los valores conferidos conserven su valía, para lo que no requerirá que éstos sean previamente solicitados de forma expresa por el cliente, ya que dichos actos son de obligada realización por parte de la entidad. Los actos que excedan de los puramente conservativos sólo serán de obligado ejercicio por parte de la entidad cuando sean expresamente requeridos por su cliente. La restitución de los valores es otra de las obligaciones por excelencia, la cual, tendrá lugar mediante el traslado de los mismos a la cuenta de valores que indique el cliente o mediante la venta en mercado y entrega del efectivo al cliente, siendo el plazo para reclamar la restitución de 5 años (plazo de prescripción de las acciones personales) que se empiezan a contar desde que el reclamante tuvo conocimiento de la desaparición de los valores a restituir. Respecto de la obligación de abono de los intereses que generen los valores, en caso de incumplimiento por parte del emisor, será el cliente el que tenga que ejercitar la correspondiente acción contra el emisor de los valores.

54.<sup>a</sup> El custodio-administrador debe conservar la documentación acreditativa de su relación con el cliente durante 10 años, prevaleciendo así el plazo especial marcado por el RD 878/2015 sobre el criterio jurisprudencial que señala que debe conservarlo durante el tiempo que el cliente pudiera ejercitar una acción contra él, esto es, 5 años (plazo de prescripción de las acciones personales).

55.<sup>a</sup> En los contratos de custodia-administración de valores la principal obligación del cliente es la del pago de la retribución pactada y de los gastos originados por la custodia y comisiones. Frente al incumplimiento por parte del cliente de estas obligaciones, al custodio-administrador le asiste el derecho de retención sobre la base del artículo 1.780 del CC, derecho que podría configurarse como un auténtico derecho

---

de prenda con efectos frente a terceros, con fundamento en la expresión «*retener en prenda*» utilizada por el legislador en el referido artículo, gozando de las tres facultades de retención, anticresis, y enajenación. No obstante lo anterior, la realidad demuestra que la cuestión no está del todo clara ya que los custodios-administradores suelen pactar expresamente en los contratos que, en caso de que el cliente tenga posiciones deudoras, podrán enajenar los valores. Dicha facultad de retención abarca no sólo los gastos ordinarios de la administración y la indemnización de daños y perjuicios, sino también, la retribución pactada sobre la base del tener literal del artículo 1.780 del CC, que se refiere a que el depositario puede retener en prenda la cosa depositada hasta el completo pago de lo que se le deba por razón del depósito.

56.<sup>a</sup> Respecto de la facultad de compensación del custodio-administrador, la doctrina está muy dividida sobre la admisibilidad de la referida figura partiendo del tenor literal del artículo 1200.1 del CC, que prohíbe la compensación cuando alguna de las deudas provinieren de depósito o de las obligaciones del depositario o comodatario, si bien, parece haber acuerdo en la inclusión de la obligación de restitución del custodio en el ámbito de dicha prohibición, impidiendo así que pueda apropiarse de los bienes objeto del contrato, bien directamente o bien mediante su enajenación, en pago de un crédito que, por cualquier causa, tenga frente al cliente.

57.<sup>a</sup> En caso de concurso de una entidad participante en la Sociedad de Sistemas el cliente tiene un derecho absoluto de separación respecto de sus valores, que podrá ejercitar solicitando el traslado de los mismos a otra entidad, de ahí, la importancia de la obligación de las entidades de tener perfectamente identificados y separados sus valores propios y los de cada uno de sus clientes. Si los saldos de valores con un mismo código ISIN anotados en el conjunto de cuentas generales de terceros no resultan suficientes para satisfacer completamente los derechos de los titulares de los mismos inscritos en el registro de detalle, el déficit se distribuye a prorrata entre todos ellos, ostentando los clientes perjudicados un derecho de crédito frente a la entidad participante por los valores no entregados.

58.<sup>a</sup> En las cuentas individuales de llevanza indirecta abiertas en el registro central la gestión corresponde a las entidades participantes que son las que tienen la relación jurídica con el cliente, no teniendo éste vínculo con la Sociedad de Sistemas. Incumbe pues a la entidad participante el cumplimiento de todas las obligaciones inherentes a la gestión y, la consiguiente asunción de la responsabilidad derivada de la misma. A la Sociedad de Sistemas le corresponde realizar las correspondientes actuaciones registrales sobre estas cuentas al estar ubicadas en el registro central, bajo la instrucción de la correspondiente entidad participante, por lo que cabe afirmar que sólo responderá en caso de daño al cliente cuando se demuestre que no empleó toda la diligencia debida para comprobar que las instrucciones dadas por la entidad participante eran las correctas.

59.<sup>a</sup> La Sociedad de Sistemas y las entidades participantes responden, bajo la nueva regulación del RD 878/2015 y del TRLMV, por culpa o negligencia frente a quienes resulten perjudicados por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, por el incumplimiento de sus obligaciones legales, abandonándose el criterio de responsabilidad civil objetiva por el que, bajo la anterior regulación de la LMV y del RD 116/1992, respondían, en todo caso, salvo culpa exclusiva del perjudicado y fuerza mayor.

60.<sup>a</sup> Frente a la regulación italiana que delimita claramente que las entidades encargadas de los registros contables responden frente al titular inscrito y frente al emisor, en la norma española se echa en falta una mayor precisión en la delimitación de los sujetos frente a los que se responde. No obstante, el ámbito de los perjudicados frente a los que responde la Sociedad de Sistemas y la entidades participantes se podría circunscribir a: (i) frente a terceros no titulares de derechos inscritos, (ii) frente a titulares de derechos inscritos; y (iii) frente a los emisores de valores.

61.<sup>a</sup> Respecto de los terceros no titulares de derechos inscritos que no tienen una relación contractual con la Sociedad de Sistemas ni con las entidades participantes, nos

---

encontraríamos ante una eventual responsabilidad civil extracontractual, en la que la culpa se presupone e incluso se prescinde de ella y se invierte la carga de la prueba, de la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes (por ejemplo, en el caso de una ampliación de capital social), o de una entidad participante en concreto (por ejemplo, en el caso de la constitución de un usufructo sobre unos valores), frente a los titulares que finalmente no consigan tener anotados sus derechos, derivada de que el emisor de valores (en el caso de la ampliación) o el titular inscrito (en el caso del usufructo), se habrían obligado a encomendar a la Sociedad de Sistemas o a la correspondiente entidad participante la correspondiente inscripción y, una vez que éstas aceptan, asumen una obligación de hacer, esto es, de practicar la inscripción.

62.<sup>a</sup> Respecto de los titulares inscritos, la delimitación del ámbito de responsabilidad de la Sociedad de Sistemas y de las entidades participantes exige identificar con qué sujeto se tiene la relación jurídica y el tipo de cuenta en el registro contable de la dicho sujeto es titular. Así, les sería imputable a ambas una responsabilidad contractual, si bien, la Sociedad de Sistemas respondería frente a las entidades participantes y respecto de las cuentas propias ubicadas en el registro central, y frente a las entidades públicas en relación con las cuentas individuales de llevanza directa ubicadas en el registro central, mientras que las entidades participantes responderían frente a sus clientes, con base en el contrato de administración de valores suscrito con los mismos, y en relación con las cuentas ubicadas en el registro de detalle y las cuentas individuales de llevanza indirecta.

63.<sup>a</sup> Frente a los emisores de valores responden conjuntamente la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, salvo culpa exclusiva de una de ellas, sobre la base de una responsabilidad contractual fundamentada en la relación jurídica que les vincula por la aceptación de la llevanza del registro contable.

64.<sup>a</sup> Tanto respecto de los terceros de derechos no inscritos, como respecto de los titulares de derechos incritos y de los emisores de valores, la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes podrían ser sujetos, con carácter adicional, de una

responsabilidad administrativa fundamentada en el incumplimiento de las normas que rigen el registro contable (artículo 281, punto 4, del TRLMV).

65.<sup>a</sup> El daño causado a los perjudicados por una actuación de la Sociedad de Sistemas o de las entidades participantes deberá resarcirse en especie, siempre que ello sea posible, lo que implica que la entidad responsable deberá proceder a adquirir valores de las mismas características para proceder a su restitución al perjudicado. En el caso de que no fuese posible, la responsabilidad debería cubrir, además del valor teórico contable de los valores, los daños producidos por la imposibilidad de disponer de los mismos. También podrá corresponder una indemnización en dinero en aquellos casos en que el daño no consista en la privación de los valores, y también cuando la reparación del perjuicio sufrido exija no sólo la restitución de los valores sino una compensación en efectivo.

# BIBLIOGRAFÍA

---

ABBADESSA, P, «*Gli obblighi di amministrazione nel deposito di titoli*», AA.VV., *Le operazioni bancarie* (a cura di Giuseppe B. Portale), I, Milano, 1978, pp. 454 a 475.

ALBÁCAR LÓPEZ, J.L., «*Comentarios a los artículos 1.758 y ss.*», (dir. SANTOS BRIZ, J.), AA.VV., *Código Civil, Doctrina y Jurisprudencia*, VI, Madrid, 1991, pp. 455-506.

ALBALADEJO GARCÍA, M., «*La prohibición o improcedencia de la compensación en los contratos de depósito y comodato. (Estudio sobre el párrafo 1º del artículo 1.200 del CC)*», RDP, núm. 361, 1947, pp. 254-272.

ALBALADEJO GARCÍA, M. / DÍAZ ALABART, S., «*La donación*», Madrid, 2006.

ALBELLA AMIGO, S., «*Régimen de publicidad de los pactos parasociales*», (coord. URÍA, F.), AA.VV., (cap. XIV), Madrid, 2006, pp. 853-870.

ALCOVER GARAU, G., «*La representación proporcional de la minoría en el consejo de administración de la sociedad anónima y el principio mayoritario en el funcionamiento de la junta general de accionistas*», RSD, núm. 2, 1994, pp. 83 y ss.

ALMAGRO NOSETE, J., «*Significación procesal del derecho de retención*», RDP, tercero y cuarto trimestre de 1968, pp. 113-140 y 131-179 respectivamente.

ALONSO ESPINOSA, F.J., «*Configuración estatutaria de las acciones (en torno a los artículos 9º g), y k) de la Ley de Sociedades Anónimas y 122-123 del Registro Mercantil*», RGD, núm. 550-551, 1990, pp. 5.517-5.546.

- «*Problemas en materia de transmisión y documentación de acciones*», RDBB, núm. 45, 1992, pp. 261-308.

- «*Mercado primario de valores negociables. Un estudio en torno al Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo*», Barcelona, 1994.

ANGULO RODRIGUEZ, L., «*La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero*», DN, 1992, núm. 19, pp. 1-12.

- «*Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos*», *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992, pp. 261-308.

ANTINOZZI, M., «*La responsabilità del custode*», en *Diritto e Pratica dell'Assicurazione*, 1986, pp. 728 y ss.

APARICIO, J.A., «*Comentario a la voz depósito mercantil en la nueva enciclopedia jurídica*», Barcelona, 1985, pp. 885 y ss.

ASCARRELLI, T., «*Cambiale, assegno bancario, titoli di crédito*», Turín, 1938.

AULETTA, G., / SALANITRO, N., «*La gestione accentrata dei valori mobiliari*», BBTC, 1987-1, pp. 721-726.

- «*Diritto commerciale*», 6ª ed., Milano, 1990.

AVERAN-HORTEUR, L., «*De la C.C.D.T.V. a la SICOVAM: Le compte courant d'actions*», Paris, 1959.

BADOSA COLL, F., «*Comentario del Código Civil*» (dir. BERCOVITZ, A., CODERCH, S., DÍEZ PICAZO, L., PAZ ARES, C.), II, Madrid, 1993.

BAENA BAENA, P.J., «*La compensación en las cuentas bancarias*», Madrid, 1999.

---

BANCO DE ESPAÑA-COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Los sistemas de compensación, liquidación, y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*», Informe conjunto, diciembre de 2007.

BANCO DE ESPAÑA-DIRECCIÓN GENERAL DE OPERACIONES, MERCADOS Y SISTEMAS DE PAGO, «*TARGET2-Banco de España – Calendario y horario de funcionamiento*», Aplicación Técnica 5/2015, 22 de junio de 2015.

BARBUZZI, G., «*La «nuova» Monte Titoli: dalla legge 19 giugno 1986, n. 289 alla piena operatività del sistema*», Impresa, núm. 9, 1987, pp. 1247 y ss.

BAUDRY-LACANTINERIE G. y WAHL, A. «*Della società, del mutuo, del deposito*», Trattato teorico-pratico di Diritto Civile, Traducción italiana de la 3ª ed., con adiciones de Francesco Degni, Milán, 1941, pp.559 y ss.

BELAN, P. / RUFF. A., «*L'ordinateur de la banque*», Paris, 1974.

BELTRÁN DE HEREDIA DE ONÍS, P. «*El derecho de retención*», Salamanca, 1955.

BELTRÁN, E. / MENÉNDEZ, A., «*Las acciones sin voto*», (dir: MENÉNDEZ, A., OLIVENCIA, M., URÍA, R.), Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles, Madrid, 1994.

BENITO NAVEIRA, J. / SOLLOA MENDOZA, I., «*La reforma de la post-contratación de valores en España*», AA.VV., Estabilidad Financiera, Banco de España, núm. 28, 2015, pp. 75-102.

BERCOVITZ RODRIGUEZ CANO, A., «*El derecho del mercado de capitales*», RDBB, núm. 29, 1988, pp. 67-111.

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, «*Cambios para los emisores*», octubre 2015, Madrid.

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SERVICIO DE ESTUDIOS, «*El sector financiero reduce su participación en la Bolsa española al mínimo histórico*», Informe, segundo trimestre de 2016.

BONET, J.I., «*Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios*», HM, núm. 14, 1993, pp. 2 y ss.

BROSETA PONT, M., «*Estudios de Derecho Bursátil. Depósito y administración de valores. Operaciones bursátiles entre plazas*», Madrid, 1971.

BRUNS, G., «*La organización del servicio de títulos valores y de la liquidación de las operaciones de Bolsa en Alemania*», AA.VV., Curso de conferencias sobre organización y funcionamiento de los servicios para la conservación y administración de los valores mobiliarios y liquidación de las operaciones de Bolsa, Madrid, 1971, pp. 47-57.

CAMPOBASSO, G. F., «*Diritto commerciale*», 2, Diritto delle società, Torino, 1988.

CANARIS, C.W., «*Bankvertragsrecht*», 3ª ed, Berlín, 1988.

CANO MARTÍNEZ DE VELASCO, J.I., «*La retención de cosa ajena*», Barcelona, 1990.

CAPRIGLIONE, F., «*Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*», BBTC, 1987-1, pp. 265-300.

CARMIGNANI, S., «*Il mercato mobiliare e il sistema Monte Titoli*», Studi Senesi, 1993, pp. 268-297.

CARRIERO, G., «*Monte Titoli, S.p.A.: le ragioni di un intervento legislativo*», Il Foro Italiano, 1986-V, pp. 259-267.

CASTELLANO, G., «*I titoli di massa*», BTCC, I, 1987, pp. 33 y ss.

---

CENTENO HUERTA, L., «*Régimen jurídico de los valores negociables y de los instrumentos financieros*», (coord. URÍA FERNÁNDEZ, F.), AA.VV., (cap. VIII), Madrid, 2006, pp. 457-522.

CHAN D., FONTAN F., ROSSATI, S., RUSSO, D., «*The securities custody industry*», Occasional Paper Series, European Central Bank, August, 2007.

CHIOMENTI, F., «*Biglietti di ammissione in assemblea per azioni depositate al Monte Titoli*», RDComm, I, 1984, pp. 235 y ss.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro*», 14 de enero de 2011.

- «*Comunicado de la CNMV sobre la evolución de la reforma de compensación, liquidación y registro*», 6 de junio de 2016.

COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES-BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (CPMI-IOSCO), «*Assessment and review of application of Responsibilities for authorities*», November 2015.

COMMITTEE ON PAYMENTS AND SETTLEMENT SYSTEMS (CPSS)-INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO) «*Principles for financial market infrastructures*», April, 2012.

COMMITTEE ON PAYMENTS AND SETTLEMENT SYSTEMS (CPSS)-INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO) «*Recommendations Regarding the Protection of Client Assets*», FRO1/14, January 2014.

CORTÉS GARCÍA, E., «*La desmaterialización de los títulos-valores*» 1ª ed., Valladolid, 2002.

COVIÁN, V., «Comentario a la voz depósito. Enciclopedia jurídica española», X, Barcelona, 1971, pp. 812-859.

DE ANGEL YAGÜEZ, R., «Los créditos derivados del contrato de obra. Su protección legal en la legislación civil», Madrid, 1969.

DECUGIS, H., «La loi du 28 février relative à la négociation des actions», Journal des Sociétés Civiles et Commerciales, 1941, pp. 129-154.

DE DIEGO, F.C., «Instituciones de Derecho Civil español», t. II, Madrid, 1941.

DEL POZO CARRASCOSA, P., «El derecho a retener en prenda del depositario», Barcelona, 1989.

DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de valores», DN, núm. 0, 1990, pp. 18-24.

- «La prenda de anotaciones en cuenta», RCDI, núm. 603, 1991, pp. 355 a 441.

DÍAZ MORENO, A. / PRÍES RICARDO, A. J., «Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta», (coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), AA.VV., en Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales, Madrid, 1992, pp. 309-349.

DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., «La tradición y los acuerdos traslativos en el Derecho español», ADC, núm. 19, 1966, pp. 555-573.

DÍEZ SOTO, C.M., «El depósito profesional», Barcelona, 1995.

DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico», (coord. IGLESIAS PRADA, J.L.), AA.VV., Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez, II, Madrid, 1996, pp. 1.641-1.677.

---

DROBNIG, U, «*Dokumenteloser Effektenverkehr*», (dir: KREUZER, K), Abschied vom Wertpapier?, Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten, Gütertransport und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung, Neuwied/Frankfurt, 1988.

DRUEY, J.N., «*Die Entmaterialisierung des Wertpapiers. Einige rechtsvergleichende Hinweise*», SAG, 1987.

DUQUE DOMÍNGUEZ, J., «*El contrato al contado*», AA.VV., Coloquio de derecho bursátil, Bilbao, 1970, pp. 195-233.

EINSELE, D., «*Wertpapierrecht als Schuldrecht*», Tübingen, 1995.

EIZAGUIRRE, J.M., «*Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos valores*», RDM, núm. 163, 1982, pp. 7-112.

- «*Derecho de los Títulos Valores*», Madrid, 2003.

ESPÍN CÁNOVAS, D., «*Manual de Derecho Civil español*», vol. II, Madrid, 1959.

ESPINA, D., «*Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*», 1ª ed., Madrid, 1995.

FARRANDO, I., «*La riforma del mercato spanolo dei valori mobiliari*», Riv. Soc., 1991.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «*Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores*», RCDI, núm. 593, 1989, pp. 1213 a 1229.

FOYER, V.J., «*La dérnaterialisation des valeurs mobilières en France*», Lausanne, 1985.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «*La mercantilidad del contrato de comisión y las obligaciones de diligencia del comisionista*», (coord., IGLESIAS PRADA, J.L.),

AA.VV., Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez, III, Madrid, 1996, pp. 2817 a 2868.

- «*Derecho de los Títulos-Valores. Parte General*», Santiago de Compostela, 2006.

GARRIDO SÁNCHEZ, I., «*Las anotaciones en cuenta de deuda del Estado desde el punto de vista del emisor*», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 19, 1987, pp. 22-27.

GARRIGUES, J., «*Los títulos-valores*», RDM, núm. 36, 1951, pp. 305-370.

- «*En torno al artículo 71 de la Ley de Sociedades Anónimas*», RDM, 1952, pp. 403 y ss.
- «*Tratado de derecho mercantil*», t.II, Madrid, 1955.
- «*El Decreto 25 de abril 1974 sobre liquidación y compensación de operaciones bursátiles desde el punto de vista del Derecho mercantil*», Madrid, 1974.
- «*Contratos bancarios*», 2ª ed., Madrid, 1975.
- «*Curso de derecho mercantil*», t.I, 7ª ed., Madrid, 1982.

GARRIGUES, J. / URÍA, M., «*Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*», (edición puesta al día por MENÉNDEZ, A. / OLIVENCIA, M.), Madrid, 1976.

GAVALDA, C / STOUFFLET, J., «*Droit del affaires*», Paris, 1988.

GÓMEZ MENDOZA, M., «*Acciones sin voto*», AA.VV., Derecho de sociedades anónimas, II, capital y acciones, vol. 1, Madrid, 1994, pp. 85 y ss.

GÓMEZ ROYO, E. «*Synallagma en la teoría filosófica y en la dogmática bizantina*», Cuadernos informativos de derecho histórico público, procesal, y de la navegación, núm. 18, 1995, pp. 4555-4586.

GONZÁLEZ CASTILLA, F., «*Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*», Valencia, 1999.

GONZÁLEZ PUEYO, J., «*Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*», CNMV, monografía, núm. 39, mayo 2010.

GONZÁLEZ Y MARTÍNEZ, J., «*La teoría del título y el modo*», Estudios de derecho hipotecario y derecho civil, I, Madrid, 1948

GRAM, G.B., / MEBUS, B., «*Vaerdipapircentralem*», Copenhague, 1984.

GUITARD MARÍN, J., «*El Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles*», DN, núm. 17, 1992, pp.62-64.

GULLÓN BALLESTEROS, A., «*Curso de derecho civil. Contratos en especial. Responsabilidad extracontractual*», Madrid, 1968.

GUYON, Y., «*Les aspects juridiques de la dématérialisation de valeurs mobilières*», Revue de Sociétés, 1984, pp. 451-462.

HANDSCHIN, L., «*Papierlose Wertpapiere*», Basel—Frankfurt am Main, 1967.

HANSEN, E.B. / SCHAUMBURG-MÜLER, P., «*Dansk Bors ret*», Copenhague, 1996.

HERBERT, S., «*Certificateless in France*», The Journal of Business Law, 1987, pp. 60-64.

HERNÁNDEZ SAINZ, E., «*Las entidades encargadas de los registros de anotaciones en cuenta: organización y régimen de responsabilidad*», RDBB, núm. 61, 1996, pp. 63-102.

HORNA VIEDMA, S., «*En torno a la notificación de la pignoración de acciones*», RdS, núm.1, 1994.

HUECK, A. / CANARIS, C.W., «*El Derecho de los Títulos-Valor*» (traducción española de la 12ª edición alemana por J.Alfaro), Barcelona, 1988, Rehfeldt-ZÖLLNER Wertpapierrecht, 12ª ed., Munich, 1978.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., «*El contrato de cuenta corriente del mercado de valores*», (dir. YZQUIERDO TOLSADA, M. / coord. RECALDE CASTELLS, A.), AA.VV., (cap.3, epígrafe 1º), Contratos del Mercado de Valores, t. XI, Pamplona, 2014, pp. 276-307.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. / NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., «*El contrato de administración y depósito de valores*», (dir. YZQUIERDO TOLSADA, M. / coord. RECALDE CASTELLS, A.), AA.VV., (cap.3, epígrafe 2º), Contratos del Mercado de Valores, t. XI, Pamplona, 2014, pp. 307-343.

IGLESIAS, J., «*Derecho romano*», 12ª ed., Barcelona, 1999.

JACOBSEN, C.B., «*Lov om en vaerdipapiercentralen*», Viborg, 1983.

JAVIER CORTÉS, L., «*Las garantías de la contratación mercantil*», (dirs. MENÉNDEZ, A. / ROJO, A.), AA.VV., Lecciones de derecho mercantil, 14ª ed., Pamplona, 2016, pp. 333-354.

JEANTIN, M., «*Droit commercial. Instrument de paiement et de crédit. Entreprises en difficulté*», Paris, 1988.

JIMÉNEZ MANCHA, J.C., «*La compensación de créditos*», Madrid, 1999.

---

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J., «*La representación de la acción: del título-valor a la anotación en cuenta*», DN, núm. 10/11, 1991, pp. 310-313.

JORDANO FRAGA, J., «*Las reglas particulares de la responsabilidad contractual*», RCDI, vol. 61, núm 565, 1985, pp. 575 y ss. (El contenido de este trabajo formó parte luego de la obra «*La responsabilidad contractual*», Madrid, 1987).

- «*Comentarios a la STS de 7 de julio de 1987*», Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil, núm. 14, 1987.

JUSTE MENCÍA, J., «*Los derechos de minoría en la sociedad anónima*», Pamplona, 1995.

KENNETH D. GARBADE, «*Origins of the Federal Reserve Book-Entry System*», Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, December 2004, pp. 33-50.

KIRCHNER BALIU, P. / SALINAS, C., «*La reforma de la Ley del mercado de Valores*», Valencia, 1999.

KOLLER, I., «*Wertpapierrecht (Empfiehl sich eine Neuordnung und Ergänzung des Wertpapierrechts im BGB)*», Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts, t.2, Köln, 1981.

KUMPEL, S., «*Der Bestimmtheitsgrundsatz bei Verfügungen über Sammeldepotguthaben*», V.M., 1980.

LACRUZ BERDEJO, J.L. / SANCHO REBULLIDA, F., «*Derecho inmobiliario registral*», 2ª ed., Barcelona, 1984.

LAURENT, F., «*Principes de droit civil français*», XIX, Bruselas, 1876.

LENER, R., «*La dematerializzazione dei titoliazionari e il sistema Monte Titoli*», Milán, 1989.

- «*Il nuovo regolamento de la Monte Titoli S.p.A.*», BBTC, 1990-1, pp. 199-207.

LÓPEZ DE GARAYO Y GALLARDO: «*Evolución histórica y reforma del sistema de liquidación de las operaciones bursátiles*», PEE, Suplemento del Sistema Financiero, núm. 36, 1991, pp. 23-32.MA.

LÓPEZ DE HARO, C., «*El derecho de retención*», Madrid, 1921.

LÓPEZ SANTANA, N., «*Comentario a la STS de 11 de junio de 1998*», Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil, núm. 49, enero-marzo 1999, pp.33 a 50.

- «*El contrato bancario de administración de valores*», Sevilla, 2002.

LÓPEZ VILAS, L., «*La compensación. Comentarios a la sección V del capítulo II del C.c.*», (dir. ALBALADEJO, M.), AA.VV., Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales, XVI-I, Madrid, 1991, pp. 478-592.

LÓPEZ Y LÓPEZ, A.M., «*Retención y mandato*», Bolonia-Zaragoza, 1976.

- «*La proyectada nueva regulación del contrato de servicios en el Código Civil*», Ponencia presentada en las jornadas de la Asociación de Profesores de Derecho Civil en Jaén, los días 28 a 29 de septiembre de 1995.

LOZANO CUTANDA, B: «*Leyes 39/2015 y 40/2015. La nueva legislación básica de las sanciones administrativas: visión general y tabla de concordancias y novedades*», Análisis GA&P, septiembre 2016, pp. 1-8.

MADRID PARRA, A, «*La circulación de los valores al portador y de los anotados en cuenta*», RDBB, núm. 37, 1990, pp. 23-103.

- «*Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas*», RDM, núm. 203-204, 1990, pp. 147-242.
- «*La transmisión de valores*», DN, año 1-2, núm. 1-15, 1990-1991, pp. 90-96.

---

MAGRO SERVET, V., «*Responsabilidad por culpa invigilando*», (en línea), (consulta: 7 de febrero de 2016). Publicado en la Revista de Jurisprudencia, núm. 2, 2013. Disponible en: [http://www.elderecho.com/civil/responsabilidad\\_civil-culpa\\_in\\_vigilando-aseguradora-infraccion\\_del\\_deber\\_11\\_621055001.html](http://www.elderecho.com/civil/responsabilidad_civil-culpa_in_vigilando-aseguradora-infraccion_del_deber_11_621055001.html)

MANRESA Y NAVARRO, J.M., «*Comentarios al Código Civil español*», XI, Madrid, 1972.

MÁRQUEZ DORSCH, A., «*Evolución hacia la anotación en cuenta*», PEE, Suplementos sobre el Sistema Financiero, núm. 36, 1991, pp. 33-45.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCIA DE DUEÑAS, A., «*Sobre el concepto, naturaleza, y régimen jurídico de los valores mobiliarios anotados en cuenta*», Dirigida por SÁNCHEZ CALERO, F., tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 1995.

- «*Valores mobiliarios anotados en cuenta: concepto, naturaleza y régimen jurídico*», Pamplona, 1997.

MARTÍNEZ ESPÍN, P., «*Lecciones de derecho civil. Derecho de sucesiones*», (dir. CARRASCO PERERA, A.), 2ª ed., Madrid, 2016.

MARTÍNEZ MUÑOZ, J.F.: «*Los valores representados mediante anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos*», DN, núm. 26, 1992, pp. 16-21.

MARTÍNEZ SANZ, F., «*La representación proporcional de la minoría en el Consejo de Administración de la Sociedad Anónima*», Madrid, 1992.

MARTORANO, F., «*Titoli di crédito*», 3ª ed., Milano, 1997.

MAS SIRVENT, A., «*Entidades del mercado de deuda pública. Central de anotaciones, titulares de cuenta y entidades gestoras*», (dir. ALONSO UREBA, A. / MARTÍNEZ SIMANCAS Y SÁNCHEZ, J.), AA.VV., Derecho del mercado financiero,

entidades del mercado financiero. Caracterización y régimen, I-1, Madrid, 1994, pp. 557-595.

MASSON, P., «*Le regime actuel des valeurs mobilières peut-il être unifié et simplifié?*», *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, 1948, pp. 592-602.

MEJÍAS GÓMEZ, J. «*Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración*», *AC*, núm. 10, 1992, pp. 109-128.

MENDOZA VILLAR, M., «*Anotaciones en cuenta de deuda del Estado. Análisis jurídico*», *PEE*, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 19, 1987, pp. 15-21.

MERCADAL, B. / JANIN, P.H., «*Sociétés commerciales*», en *Memento pratique Francis Lefebvre*, Paris, 1991.

MERLE, P., «*Droit commercial*», *Sociétés commerciales*, Paris, 1988.

MIGUEL SANCHA, C., «*La compensación convencional*», Madrid, 1999.

MINERVINI, G., «*Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di crédito*», *BBTC*, 1990-I, 145-151.

MORENO QUESADA, B., «*Aceptación y repudiación de la herencia*», (coord. SÁNCHEZ CALERO, F.J.), *AA.VV.*, (cap. 23), *Curso de Derecho Civil IV, Derechos de Familia y Sucesiones*, Valencia, 2015, pp. 401-415.

MORENO TORRES HERRERA, M<sup>a</sup>. L., «*La prohibición de compensar las deudas derivadas del depósito y comodato*», 2<sup>a</sup> ed., Barcelona, 1994.

MOZOS Y DE LOS MOZOS, J.L., «*Crisis del principio de abstracción y presupuestos romanistas de la adquisición del dominio en el derecho español*», *ADC*, núm. 25, 1982, pp. 1027-1082.

NAVAS NAVARRO, S., «*Compensación, depósito y comodato*», Madrid, 1997.

---

OFICINA DE ATENCIÓN AL INVERSOR DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, «*Guía de órdenes de valores*», mayo, 2011.

OLIVENCIA RUIZ, M., «*La confusión de patrimonios y el artículo 285 del Código de Comercio*», EDM en homenaje a Rodrigo Uría, Madrid, 1978.

- «*La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)*», Anotaciones en cuenta de deuda del Estado, Madrid, 1987, pp. 11-34.

OPITZ, G., «*Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen*», Berlín, 1954.

- «*Depotgesetz. Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren vom 4. Februar 1937*», 2ª ed., Berlín, 1955.

OPPO, G., «*I contratti parasociali*», Milano, 1942, pp. 6-12.

ORTEGA FERNÁNDEZ, R., «*Presentación*», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 19, 1987, pp. 9-14

- «*Introducción*», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 36, 1991, pp. 5-16.

OSCÁRIZ MARCO, F., «*El contrato de depósito. Estudio de la obligación de guarda*», 1997, Barcelona.

PARTESOTTI, G., «*Profili cartolari del sistema Monte Titoli*», BBTC, 1987-1, pp. 601-613.

PAVONE LA ROSA, A., «*La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli*», BBTC, 1988-I, pp. 289-324.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «*La desincorporación de los títulos valor*», RDM, 1996, pp. 7-34.

- «*El enforcement de los pactos parasociales*», Actualidad Jurídica Uría & Menéndez, Artículos, 2003, N°5/2003, pp. 19-43.
- «*La cuestión de la validez de los pactos parasociales*», Actualidad Jurídica Uría Menéndez, Homenaje al profesor D. Juan Luis Iglesias Prada, Madrid, 2011, pp. 252-256.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. / GARCIMARTÍN ALFEREZ, F.J., «*Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros*», RDM, 2000, pp.1479-1518.

PEINADO GRACIA, J.I., «*Valores representados mediante anotaciones en cuenta. Servicios de pago. Dinero electrónico*», (dirs. MENÉNDEZ, A., / ROJO, A.), AA.VV., Lecciones de derecho mercantil, vol. 1, Pamplona, 2016, pp. 451-471.

PEINADO GRACIA, J.I., / MAYORGA TOLEDANO, M.C., «*Operaciones en los mercados de valores. Los servicios de inversión*», (coords. DÍAZ MORENO, A. / JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), (cap. 4), Contratación en el mercado de valores, vol. 6, Derecho mercantil, Madrid, 2013, pp. 149-186.

PELLICER, M., «*El riesgo en la compensación y liquidación de los mercados financieros*», PEE, Suplementos sobre el sistema financiero, núm. 36, 1991, pp. 56-60.

PELLISE PRATS, B., «*Comentario a la voz depósito mercantil en la nueva enciclopedia jurídica*», VI, Barcelona, 1954, pp. 848 a 879.

PELLIZI, G. L., «*Principi di diritto cartolare*», Bologna, 1967.

PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., «*Facultad de compensar y encargo de custodia*», AA.VV., Estudios jurídicos en homenaje al profesor Federico de Castro, II, Madrid, 1976, pp. 449-482.

PERCIDES HUETOS, A.B., «*El libro registro de socios. La legitimación del socio en las sociedades de capital*», Madrid, 2000.

---

PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios», AA.VV., Estudios de Derecho Bancario y Bursátil homenaje a Evelio Verdera y Tuells, III, Madrid, 1994, pp. 2115-2123.

PÉREZ ESCOLAR, R., «El derecho bancario en el siglo XXI (derecho y tecnología)», La Ley, 1991-I, pp. 987-1016.

PÉREZ FERNÁNDEZ, J., «Criterios para la organización del mercado de deuda pública anotada», PEE, Suplementos del Sistema Financiero, núm. 19, 1987, pp. 36-43.

PÉREZ RAMOS, C., «Problemas que plantean los pactos parasociales», (en línea), (consulta: 28 de enero de 2017), Actum Mercantil & Contable, núm. 20, 2012. Disponible en: <http://blog.efl.es/articulo-doctrinal/problemas-que-plantean-los-pactos-parasociales>.

PETERS, K., «Bucheftekten —eine Alternative zum Wertpapier?», V.M., 1976.

PIÑEL LÓPEZ, E., «Las entidades gestoras en el sistema de anotaciones en cuenta», AA.VV., Anotaciones en cuenta de deuda del Estado, Madrid, 1987, pp. 151-175.

PLEYER, K / SCHLEIFFER, G., «Neuere Entwicklungen im Depotrecht», Betr., 1972.

PUIG BRUTAU, J., «Fundamentos de Derecho Civil», t.II, vol. II, 2ª ed. revisada y ampliada, Barcelona, 1982, pp. 17-22.

RECALDE CASTELLS, A., «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad», RDBB, núm. 50, 1993, pp. 361-404.

- «La desmaterialización de los valores privados en España (el sistema de anotaciones en cuenta)», AA.VV., Estudios de derecho mercantil homenaje al profesor Manuel Broseta Pont, Valencia, 1995, pp. 3039-3116.

- «*Las anotaciones en cuenta*», (coords. DÍAZ MORENO, A. / JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.), AA.VV., (cap. 20), *Títulos-valores y otros instrumentos del tráfico empresarial*, vol. 4º, 15ª ed., Madrid, 2013, pp. 311-343.

RICHARD, R., «*Wertpapierrecht*», Heidelberg, 1987.

RIGHINI, E., «*I valori mobiliari*», Varese, 1993, pp. 1-50.

RIPERT, G., «*Aspects juridiques du capitalisme moderne*», 2ª ed., París, 1951.

RIPERT, G. / ROBLOT, R. «*Traité de Droit commercial*», t. II, 12ª ed., Paris, 1990.

RIVES LANGE, J.L. / CONTAMINES RAYNAUD, M., «*Droit bancaire*», Paris, 1990.

ROCA JUAN, J. «*Comentarios de los artículos 1758 a 1789 en comentarios al Código Civil y compilaciones forales dirigidos por Manuel Albaladejo*», Jaen, 1980, pp. 162 y ss.

RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «*El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*», Madrid, 2004.

- «*Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta*», Valencia, 2006.

ROJO FERNÁNDEZ DEL RIO, A., «*El sistema español de anotaciones en cuenta. (Análisis del Real Decreto regulador)*», AA.VV., *Anotaciones en cuenta de deuda del Estado*, Madrid, 1987, pp. 83-127.

SÁEZ PÉREZ DE LA TORRE, F.J., «*El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España*», Madrid, 1992.

SALINAS ADELANTADO, C., «*El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*», Valencia, 1996.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «*Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles*», RGD, núm. 571, 1992, pp. 2843-2851.

SÁNCHEZ CALERO, F., «*Evolución y perspectivas del régimen de los títulos-valores (letra de cambio, cheque, y otros títulos)*», AA.VV., La reforma de la legislación mercantil, 1ª ed., Madrid, 1979, pp. 219-268.

- «*La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta*», AA.VV., Anotaciones en cuenta de deuda del Estado, Madrid, 1987, pp. 177-223.
- «*Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta*», (dir. VERDERA Y TUELLS, E.), El nuevo mercado de valores, Bolonia, 1993, pp. 90-110.

SÁNCHEZ CALERO, F. / SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «*Instituciones de derecho mercantil*», vol. I, 2015, Pamplona.

SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., «*La acción como fundamento de la condición de socio y como conjunto de derechos*», AA.VV., Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación, Madrid, 1990.

- «*La acción como título y como valor mobiliario negociable. La transmisión de acciones*», AA.VV., Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación, Madrid, 1990.

SANTILLÁN FRAILE, I., «*Cuenta ómnibus y régimen de separación del artículo 80 de la Ley Concursal*», Revista La Ley 10/2009, pp. 221-228.

SANTOS MARTÍNEZ, V., «*Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta*», AA.VV., Derecho de sociedades anónimas II, Capital y acciones, vol. 1, Madrid, 1994.

- «*Valores Informatizados*» en Congreso Internacional sobre la Reforma del Derecho Contractual y la Protección de los Consumidores, Zaragoza, 15-18 de noviembre de 1993 (manuscrito).

SAVATIER, R., Voz «*Dépot*», en *Traité pratique de droit civil français* de Marcel Planiol y Georges Ripert, t. XI, segunda parte, 2ª ed., París, 1954.

SAVIGNY, F.K.V «*Das Obligationenrecht als Theil des heutigen Römischen Rechts*», Berlín, 1853.

SCHMIDT, D., «*Le regime actuel des valeurs mobilières*», *Revue de Droit Bancaire*, 1987, núm. 2, pp. 42-44.

SENE MOTILLA, C., «*Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores representados mediante anotaciones en cuenta*», *RGD*, núm. 505, 1994, pp. 3561-3571.

SERRERA CONTRERAS, P.L., «*El contrato de depósito mercantil*», (coord., JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.), AA.VV., *Derecho mercantil*, II, 6ª ed., Barcelona, 2000, pp. 383-395.

STÜDEMAN, K., «*Die Globalaktie*», Berlín, 1960.

TAPIA HERMIDA, A.J., «*El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, y compensación y liquidación de operaciones bursátiles*», *RDBB*, núm. 45, 1992, pp. 267-276.

- «*Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores*», (dir. NIETO CAROL, U.), AA.VV., *Contratos bancarios y parabancarios*, Valladolid, 1998, pp. 1003 a 1059.
- «*Derecho del Mercado de Valores*», *Manuales Básicos*, 2ª ed., Barcelona, 2003.

- «*Manual de derecho del mercado financiero*», 1ª ed., Madrid, 2015.
- «*La reforma de los sistemas multilaterales de negociación por la ley 5/2015. Consecuencias del escándalo GOWEX*», Documentos de trabajo del Departamento Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, junio 2016, Madrid.
- «*La post-contratación en los mercados secundarios de valores: el sistema de compensación y liquidación de valores*», Documentos de trabajo del Departamento Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, febrero 2017, Madrid.

URIA, R. / MENÉNDEZ A., «*Curso de derecho Mercantil*», vol. II, Madrid, 2001.

VALENZUELA GARACH, F., «*Contratos bancarios de gestión II*», (coord., JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.), AA.VV., vol. II, 6ª ed. Barcelona 2000, pp. 516 a 539.

VALPUESTA GASTAMINZA, E.Mª., «*Contratos del mercado de valores*», (dir. DE LA CUESTA RUTE, J.Mª), AA.VV., (cap. III), Barcelona, 2007, pp. 341-484.

VAQUERIZO, A., «*Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*». (dirs. BELTRÁN, E. / ROJO, A.), II, Madrid, 2011.

VARA DE PAZ, N., «*La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta*», Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, núm. 12, 2007.

VASSEUR, M., «*La Lettre de change—Relevé. De l'influence de l'informatique sur le Droit*», Paris, 1976.

VELASCO SAN PEDRO, L.A., «*La documentación de la posición de socio*», (coord.. ALONSO UREBA, A. / DUQUE DOMÍNGUEZ, J. / ESTÉBAN VELASCO,

G. / GARCÍA VILLAVERDE, R. / SÁNCHEZ CALERO, F.), AA.VV., Derecho de sociedades anónimas, t. I, La Fundación, pp. 307-344.

VIÑAS MEY, J., «*El derecho de retención*», RDP, 1922, pp. 102-105.

- «*Más sobre el derecho de retención*», RDP, 1923, pp. 1-23.

WESSELEY, W., «*Der Bundesschatzbrief als Sammelschuldbuchforderung und seine Emission*», V.M., 1969.

YZQUIERDO TOLSADA, M., «*Responsabilidad civil extracontractual. Parte general. Delimitación y especies. Elementos. Efectos o consecuencias*», Madrid, 2015.

ZÖLLNER, W., «*Die Zurückdrängung des Verköperungselements bei den Wertpapieren*», Funktionswandel der Privatrechtsinstitutionen, Festschrift für Ludwig Raiser, Tübingen, 1974, pp. 249-285.

ZUNZUNEGUI PASTOR, F., «*El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico*», RDBB, núm. 56, 1994, pp. 825-870.

- «*Derecho del mercado financiero*», 3ª. ed., Madrid, 2005.

# ABREVIATURAS

---

---

BOE	Boletín Oficial del Estado.
CADE	Central de Anotaciones del Banco de España respecto del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.
Circular 7/2011	Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo.
Circular 20/2016	Circular 20/2016, de 28 de julio, de IBERCLEAR, sobre el procedimiento opcional de intermediario financiero y modificación de la Circular 13/2016, de 29 de enero
CC	Código Civil, aprobado por Real Decreto de 24 de julio de 1889.
CCom.	Código de Comercio, publicado por Real Decreto de 22 de agosto de 1885.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
CP	Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.
CPSS-IOSCO	Committee on Payments and Settlement Systems- International Organization of Securities Commissions.
D. 1506/1967	Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de Bolsas.
D. 1128/1974	Decreto 1128/1974, de 25 de abril, por el que se establece un sistema de liquidación y compensación de operaciones

en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios.

Ley 211/1964	Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por Sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas y por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas.
Ley 13/1994	Ley 13/1994, de 1 de junio, de autonomía del Banco de España.
Ley 37/1998	Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
Ley 41/1999	Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.
Ley 1/2000	Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.
Ley 44/2002	Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Reforma del Sistema Financiero.
Ley 22/2003	Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal
Ley 25/2005	Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.
Ley 47/2007	Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores.
Ley 11/2009	Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.
Ley 16/2009	Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Sistemas de Pagos.

---

Ley 2/2011	Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible.
Ley 32/2011	Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
Ley 9/2012	Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de restructuración y resolución de entidades de crédito.
Ley 16/2012	Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica.
Ley 10/2014	Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.
Ley 31/2014	Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.
Ley 11/2015	11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.
Ley 39/2015	Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.
Ley 40/2015	Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.
Ley 42/2015	Ley 42/2015, de 5 de octubre, de reforma de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.
LHMPDP	Ley de 16 de diciembre de 1954, sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de posesión.

LMV	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
O.EHA 1665/2010	Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en materia de tarifas y contratos-tipo.
RD 505/1987	Real Decreto 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.
RD 726/1989	Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza colectiva.
RD 821/1991	Real Decreto 821/1991, de 17 de mayo, por el que se desarrolla el artículo 137 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas en materia de nombramiento de miembros del Consejo de Administración por el sistema proporcional.
RD 1416/1991	Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre Operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados.
RD 116/1992	Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.
RD 291/1992	Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.
RD 1145/2004	Real Decreto 1415/2004, de 11 de junio, por el que se aprueba el Reglamento General de Recaudación de la

---

Seguridad Social.

- RD 1310/2005 Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.
- RD 363/2007 Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo, por el que se modificaba el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva; el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones; y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.
- RD 217/2008 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.
- RD 1282/2010 Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones, y otros instrumentos financieros derivados.
- RD 878/2015 Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.
- RDL 5/2004 Real Decreto Ley 5/2004, de 27 de agosto, por el que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de

gases de efecto invernadero.

RDL 5/2005 Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

Reglamento (UE) N.º 1095/2010 Reglamento (UE) N.º 1095/2010 del Parlamento europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión N.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión N.º 2009/77/CE de la Comisión.

Reglamento (UE) N.º 648/2012 Reglamento (UE) N.º 648/2012 del Parlamento europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

Reglamento (UE) N.º 909/2014 Reglamento (UE) N.º 909/2014 del Parlamento europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) N.º 236/2012.

RH Reglamento Hipotecario, aprobado por Decreto de 14 de febrero de 1947.

RMAB Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil.

RMARF Reglamento del Mercado Alternativo de Renta Fija.

RMEXCHANGE Reglamento de MEFF EXCHANGE.

RMRF Reglamento del Mercado de Renta Fija, AIAF.

RMVL Reglamento del Mercado de Valores Latinoamericanos.

---

RRM	Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio.
RSS	Reglamento de la Sociedad de Sistemas.
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
SICOVAM	Société Interprofessionnelle por la Compensation des Valeurs Mobilières.
SMN	Sistema Multilateral de Negociación.
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.
TRLH	Texto Refundido de la Ley Hipotecaria, aprobado por Decreto de 8 de febrero de 1946.
TRLMV	Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.
TRLSA	Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.
TRLSC	Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.
UCC	Uniform Commercial Code of United States of America.