

# EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA DESDE UNA PERSPECTIVA JURIDICA

Manuel MENDOZA VILLAR

## I. INTRODUCCION

La incorporación del derecho al título determinó la aceptación primero, y más tarde la amplia utilización de los títulos valores en el tráfico mercantil, constituyendo esa utilización la base esencial del desarrollo de la moderna economía mobiliaria. Sin embargo, como a menudo ocurre en las actividades humanas, del propio éxito y generalización de cualquier innovación suelen derivarse, como consecuencia inevitable, las mayores dificultades para su continuidad. Eso es lo que ha ocurrido con los títulos valores, que, como consecuencia de su cada vez mayor utilización en el tráfico mercantil, se habían convertido en la actualidad en uno de los más serios obstáculos para la agilidad de dicho tráfico.

En efecto, el elemento corpóreo material y tangible de los títulos valores, que determinó su aceptación y éxito, ha sido precisamente el causante principal de su crisis, pues las importantes masas de títulos que habían de utilizarse en la vida económica actual representaban, dado su volumen, el mayor impedimento para las transmisiones de los derechos incorporados al título e, incluso, para el puntual y normal ejercicio de tales derechos.

Las dificultades puestas de manifiesto en los párrafos anteriores han motivado la búsqueda de soluciones encaminadas a eliminar del tráfico jurídico la necesidad del traslado físico de los títulos, que, en principio, toda transmisión de títulos valores trae consigo, y facilitar el ejercicio de los derechos incorporados al título sin necesidad de presentar el documento.

Dos posibles vías de solución se han seguido al respecto: la utilización de sistemas meramente correctores y el empleo de sistemas sustitutivos de los títulos valores. En los primeros, los títulos siguen existiendo, y los ordenamientos legales que

los regulan tratan simplemente de evitar la movilización de los títulos físicos, para lo cual, partiendo de la idea —que efectivamente suele darse en la práctica— de que los títulos suelen estar depositados en una entidad, se recurre a la constitución de un depósito colectivo en la entidad o entidades autorizadas, en el que los depositantes son copropietarios de la cartera colectiva formada por los títulos depositados, en razón de los valores depositados por cada uno. Las transmisiones se realizan, en estos sistemas correctores, mediante apuntes contables sin que tenga lugar traslado físico de los títulos transmitidos, dotándose a todos los títulos integrados en el sistema de naturaleza fungible.

Las modernas técnicas informáticas han permitido el asentamiento de los sistemas sustitutivos, en los que se produce el abandono del título al que ha quedado incorporado el derecho, como instrumento para la circulación y ejercicio de los derechos. Abandono que se inicia en Alemania, durante la segunda guerra mundial, al emitirse deuda pública anotada en el libro de la deuda del Reich.

En efecto, la informática nos permite sustituir la utilización física de los soportes de papel por una referencia procesable en los ordenadores, susceptible de recoger todos los datos que delimitan los derechos y su titularidad.

Desaparece en estos sistemas, por tanto, el título o soporte físico al que se incorporaba el derecho, y al desaparecer aquella conexión entre valor y título no existe ya un título valor, sino un derecho valor.

## II. EVOLUCION LEGISLATIVA

En la regulación de esta materia por nuestro ordenamiento jurídico puede observarse claramente

una evolución, que inicialmente supone la implantación de un sistema corrector hasta llegar al fijado en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que resulta clara e indiscutidamente sustitutivo de los títulos valores.

Un sistema meramente corrector es, en efecto, el contenido en el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en bolsa y depósito de valores mobiliarios, cuya finalidad, según se pone de manifiesto expresamente en su propia exposición de motivos, es el de facilitar la contratación bursátil y obviar las dificultades con que se tropezaba en el tráfico jurídico, ante la necesidad de manipular físicamente una ingente masa de papel en todas y cada una de las operaciones sobre títulos.

El sistema establecido por el Decreto 1128/1974, basado fundamentalmente en la constitución de un depósito colectivo, supuso que el título, instrumento creado para facilitar la movilización de los valores, perdiera su función propia al no tener lugar ya su entrega física en las transmisiones, ni necesitar ser exhibido para el ejercicio de los derechos.

Era lógico, en consecuencia, que, perdida aquella función, empezara a plantearse la desaparición del título como soporte de los valores, optándose por un sistema sustitutivo de los títulos valores. El primer paso en esa dirección se da con el Real Decreto 656/1982, de 3 de abril, conforme al cual los pagarés del Tesoro pueden materializarse en anotaciones en cuenta en el Banco de España o en títulos a la orden. La opción únicamente se ofrece respecto de la deuda pública y el legislador, como manifiesta la utilización del término «materialización», parece mantener todavía, sustancialmente, la regulación propia de los títulos valores para las anotaciones en cuenta.

Un segundo paso en la implantación de un sistema sustitutivo aparece en la autorización al gobierno contenida en la Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para 1987. Dicha autorización permitía dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de «instrumentación» de la deuda pública en anotaciones en cuenta, y regular las transacciones basadas en tales anotaciones.

El paso definitivo en el establecimiento de un sistema sustitutivo en nuestro Derecho se produce con la publicación del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, mediante el que se implanta un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado que se configura ya claramente como sustitutivo de los títulos valores, reclamando, como el propio preámbulo de la norma declara, el establecimiento

de un régimen jurídico adecuado, consecuente con la distinta naturaleza del instrumento que sirve de soporte a la relación obligatoria, que en ningún caso podrá ser encuadrado dentro de la categoría de títulos valores.

El nuevo sistema regulado en el Real Decreto 505/1987 supone la creación de un tratamiento jurídico propio, alejado de la tradicional doctrina de los títulos valores, ya que el fundamento teórico de ese nuevo sistema se halla más cercano al concepto de derechos valores que al de títulos valores.

Ese tratamiento jurídico propio, que el Real Decreto 505/1987 no contenía salvo en algunos aspectos muy concretos, tiene ya una regulación general más definida en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En esta Ley se consagra el principio de que todo emisor de valores tiene la posibilidad de emitir cualquier clase de valores, públicos y privados, mediante el sistema de anotaciones en cuenta.

Según el artículo 5 de la citada Ley, los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. En esa disyuntiva aparece ya claramente marcado por el legislador que nos encontramos ante conceptos que son distintos el uno del otro, lo que hace imposible configurar las anotaciones en cuenta como una especie de título valor o como un simple mecanismo auxiliar en la transmisión o en el ejercicio de los derechos incorporados a aquéllos.

La opción que el artículo 5 da entre las dos formas de representación de los valores hace que se excluyan mutuamente, haciendo improcedente cualquier extensión del régimen jurídico de los títulos valores a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

El régimen jurídico general de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se contiene en el capítulo II del título I de la Ley, artículos 5 al 12, que son objeto de desarrollo en el proyecto de Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

En dicha regulación, que más adelante será objeto de análisis en alguno de sus aspectos concretos, es posible destacar, a mi juicio, las normas contenidas en los preceptos que recogen los efectos de la inscripción en el registro contable de las anotaciones en cuenta, dada la trascendencia que dichas normas tienen para la seguridad del tráfico jurídico de los valores en esa forma representados.

Los mencionados preceptos tienen su fundamento en dos principios jurídicos de orden genérico civil: el referente a los actos propios y el de respeto a la buena fe, y con ellos, como tesis fundamental, se consigue favorecer y hacer más ágil y seguro el tráfico jurídico de las anotaciones, cuestión que resultaría difícil en otro caso, dado el sistema espiritualista de nuestro derecho de obligaciones.

Conforme al primero de los dos principios citados, la persona que, teniendo un derecho real pleno sobre el valor o un derecho real limitativo de dominio, no acude a obtener la protección de la inscripción, dando lugar con ello a que el registro contable proclame como válida una situación no conforme con la realidad, no puede impugnar las consecuencias jurídicas nacidas al amparo de esa situación consentida tácitamente. Siguiendo los criterios establecidos en la legislación hipotecaria, el derecho obligacional, que entre las partes continúa siendo espiritualista, se transforma en formalista, privando de eficacia a aquella relación obligacional no registrada, si surge un titular ajeno a aquella relación que haya procedido a la inscripción de su derecho.

En virtud del segundo, el que de buena fe adquiere una posición jurídica basada en la apariencia del registro, no puede ser perturbado en ella por quien dejó que subsistiera aquella apariencia. Como consecuencia de ello, no podrá alegarse esa apariencia jurídica, que habrá de ser respetada por el perjudicado en base a la doctrina de los actos propios por quien, respecto de ella, carezca de buena fe; es decir, probada la mala fe del adquirente, su adquisición no será defendida a ultranza por la conversión en formalista del derecho obligacional antes aludida, referido a los valores anotados inscritos en el Registro.

### **III. FORMA DE REPRESENTACION DE LOS VALORES**

---

A tenor de lo establecido en el artículo 5 de la Ley 24/1988 antes citado, los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos, debiendo aplicarse la modalidad de representación elegida a todos los valores integrados en una misma emisión.

El artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores da clara acogida a la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, incluso para las acciones, lo que ratifica el artículo 60 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. La

opción dada por el repetido artículo 5 de la Ley puede ser libremente adoptada por el emisor. Ahora bien, el legislador decanta claramente su preferencia hacia el sistema de anotaciones en cuenta, destinado a recoger, a partir de ahora, el gran volumen de valores que circulan en los mercados oficiales.

En ese sentido se establece: a) el carácter irreversible de la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta. Dicho carácter irreversible sólo tiene, en el proyecto de Real Decreto, una excepción, relativa a aquellos valores no negociados en un mercado secundario oficial, cuya reversión a títulos sea autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en consideración a su escasa difusión. b) La necesidad que, haciendo uso de la delegación contenida en el artículo 5 de la Ley 24/1988, establece el proyecto de Real Decreto de que los valores estén representados por medio de anotaciones en cuenta para que sean admitidos a negociación en las bolsas de valores.

Por el contrario, la representación de los valores por medio de títulos será, en todo caso, reversible, pudiéndose transformar en anotaciones en cuenta. Para ello, el proyecto de Real Decreto, en su artículo 4, establece, después de exigir el acuerdo de transformación de la entidad emisora previo cumplimiento de todos los requisitos legales de convocatoria y adopción de acuerdos sociales, la concesión de un plazo para la transformación de los títulos en anotaciones, que se irá realizando conforme sea solicitada por los titulares. Para los títulos no presentados a la transformación en el plazo concedido al efecto, el artículo 4 del Real Decreto determina un procedimiento de anulación y posterior sustitución por valores anotados de transformación, análogo al regulado en el artículo 59 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para el supuesto de sustitución de títulos emitidos por dichas sociedades.

La disposición transitoria décima de la Ley del Mercado de Valores, en su nueva redacción dada por la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, regula la transformación obligatoria en anotaciones en cuenta de las acciones integradas en el sistema de fungibilidad regulado por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, que se considerará a extinguir a partir de la entrada en vigor de los preceptos referentes a las bolsas de valores, contenidos en la Ley 24/1988.

El citado Decreto 1128/1974 quedará derogado una vez que entre en vigor la regulación de la trans-

formación de los títulos en anotaciones en cuenta, estableciéndose por la disposición transitoria 1.<sup>a</sup> del Real Decreto el procedimiento para llevar a efecto esa transformación de los títulos incluidos en el sistema de fungibilidad, que tendrá lugar para cada valor en la fecha que determine el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que cursará a las entidades adheridas las instrucciones para hacerla efectiva y comunicará la fecha de transformación a las entidades emisoras para que ésta, en el plazo de un año, otorgue, en su caso, la escritura de modificación de estatutos.

La fecha de transformación se publicará con tres meses, al menos, de antelación en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil*, boletines de cotización de las bolsas y un diario de circulación nacional.

Transcurrido el plazo de un año, las entidades adheridas podrán proceder a la destrucción de los títulos, acortándose en este supuesto el plazo de tres años concedido en el artículo 4 del proyecto de Real Decreto para las transformaciones de títulos no incluidos en el sistema de fungibilidad.

#### **IV. CONSTITUCION DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA**

Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable. Tratándose de valores admitidos a negociación en bolsa, tal efecto constitutivo se producirá con la inscripción en el Registro Central a cargo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Desde el momento en que tenga lugar la citada inscripción, los valores quedarán sometidos a las disposiciones reguladoras de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

¿Quiere esto decir que el registro contable tiene efectos constitutivos? En mi opinión, los valores existen como tales sin necesidad de la inscripción en el Registro; desde que la sociedad acuerda su emisión, la frase «se constituirán como tales» hay que referirla a las anotaciones en cuenta y no al término valor, de forma que la inscripción en el Registro contable viene a producir los mismos efectos que la impresión y entrega de los títulos físicos a sus titulares, en los casos en que la entidad emisora haya optado por esta forma de representación.

#### **V. FORMALIDADES DE LA EMISION DE VALORES REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA**

La emisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta está sujeta a dos requisitos, uno de forma —el otorgamiento de la escritura pública de emisión—, y el otro destinado a dotar a la emisión de la publicidad oportuna, consistente en el depósito de dicha escritura en determinadas entidades.

1. La escritura pública, además de contener el acuerdo, válidamente adoptado, de la emisión de los valores, debe hacer constar los datos que permitan delimitar el contenido de los valores emitidos que, en todo caso, vendrá determinado por la citada escritura.

Dichos datos, como mínimo, serán los siguientes: la denominación del valor, el número de unidades emitidas, el valor nominal, las demás características y condiciones de los valores integrantes de la emisión, en particular, y de acuerdo con su naturaleza, aquellas que se mencionan en el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y en el Reglamento del Registro Mercantil; es decir: serie, si existieran varias; los derechos especiales de las privilegiadas, caso de existir, si los valores son nominativos o al portador y, en su caso, las prestaciones accesorias que lleven aparejadas.

En el supuesto de las emisiones de deuda pública del Estado y de las comunidades autónomas, la publicación de las características de la emisión en los boletines oficiales respectivos sustituirá a la escritura pública.

El mismo régimen será aplicable a otras entidades públicas y organismos internacionales, siempre que alguna disposición general les obligue a publicar las características de las emisiones en alguno de los citados boletines.

2. Una copia de la escritura pública —lógicamente será una copia autorizada— deberá ser depositada en la entidad encargada del registro contable, en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, caso de estar encargado de tal registro, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, si los valores se cotizan en un mercado secundario oficial, se depositará además una copia de la escritura ante el organismo rector del mercado. Si los valores se negocian a través del Sistema de Interconexión Bursátil, se depositará una copia ante la sociedad de bolsas y las sociedades rectoras de las bolsas de valores.

En congruencia con la finalidad del depósito de la escritura pública de emisión de los valores, todas las entidades en las que se realice el depósito habrán de tener, en todo momento, a disposición de los titulares y del público en general copia de la escritura depositada.

Los titulares y demás personas interesadas podrán consultar directamente las copias de las escrituras depositadas u obtener, a su costa, su reproducción por cualquier medio adecuado.

## **VI. REGISTRO DE LA EMISION**

Como ha quedado resaltado anteriormente, una de las piezas claves en el régimen establecido por la legislación del mercado de valores, para las anotaciones en cuenta, la constituye precisamente la necesidad de que las emisiones de valores, así representados, sean objeto de la correspondiente inscripción en el registro contable que se lleva en las entidades especialmente facultadas al efecto.

Consecuente con esa importancia que la Ley concede al registro de las emisiones de valores en anotaciones en cuenta, el legislador ha dedicado una especial atención a determinar qué entidades están facultadas para la llevanza de los registros contables, la responsabilidad en que pueden incurrir, los principios que han de regir la llevanza del registro y el procedimiento para la práctica de las respectivas inscripciones.

1. En relación con las entidades encargadas del registro contable, se establece, en primer lugar, el criterio de unidad del registro contable indicando que el registro correspondiente a una emisión será atribuido a una sola entidad; en segundo lugar, la norma distingue si los valores son o no objeto de negociación en mercados oficiales, al efecto de concretar entre qué tipo de entidades puede designarse la encargada del registro.

Si los valores no están admitidos a negociación, la entidad emisora puede libremente designar a la encargada del registro entre las sociedades o agencias de valores. Únicamente se exige por la Ley que, previamente a la llevanza del registro contable, la designación se inscriba en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Si los valores están admitidos a negociación en mercados oficiales, el registro contable será encomendado necesariamente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, si bien podrá encomendarse al registro, conjuntamente con dicho Servicio, a cualquier entidad adherida, teniendo,

en este caso, el repetido Servicio el carácter de registro central.

Cabe hacer, finalmente, una llamada a que, tratándose de valores negociados en una sola bolsa de valores, la comunidad autónoma con competencia en la materia podrá disponer la creación, por la sociedad rectora de la bolsa correspondiente, de un servicio propio de llevanza del registro contable y de compensación y liquidación.

2. En orden a las responsabilidades en que pueden incurrir las entidades encargadas del registro contable, la Ley exige una especial diligencia en el cumplimiento de sus funciones registrales, al establecer con claridad que la entidad encargada del registro contable, o la entidad adherida, será responsable de los perjuicios ocasionados por no practicar las correspondientes inscripciones, practicarlas con retraso o de un modo inexacto, así como por las infracciones de las reglas establecidas para la llevanza de los registros.

Solamente quedará exonerada de responsabilidad la entidad en el caso de que los perjuicios se deban a culpa exclusiva del propio perjudicado.

El Servicio de Compensación y Liquidación será responsable subsidiario en los supuestos de responsabilidad de las entidades adheridas, salvo que pruebe que ha actuado con la debida diligencia en sus funciones de control y vigilancia del sistema.

El resarcimiento de los daños ocasionados, en su caso, se realizará en la medida de lo posible en especie, obligándose al responsable, en cuanto sea razonablemente factible, a adquirir valores de las mismas características a las de aquellas sobre las que se realizó la actuación que causa la responsabilidad para su entrega al perjudicado.

3. El legislador ha basado la regulación del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, atendiendo a tres principios: el de legitimidad, el de prioridad y el de tracto sucesivo.

Según el primero, la persona que aparezca como legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor. Naturalmente, la legitimación se produce, según se ha dicho anteriormente, siempre que su posición haya sido conseguida de buena fe, que en todo caso se presume.

En congruencia con el derecho que corresponde al legitimado por el registro contable, la entidad emisora que realice la prestación en favor del mis-

mo quedará liberada, aunque aquél no sea el verdadero titular, siempre que actúe de buena fe y sin culpa grave.

La aplicación del principio de prioridad a las inscripciones en el registro contable supone, por un lado, la preferencia del acto que accede en primer lugar al registro sobre los que acceden con posterioridad; al efecto de resguardar la efectividad de tal prioridad, se obliga a las entidades encargadas del registro contable a practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación.

De otro lado, el principio de prioridad implica que, una vez producida cualquier inscripción, no podrá practicarse respecto de los mismos valores otra inscripción como consecuencia de actos producidos con anterioridad a la primera, en lo que resulte incompatible u opuesta con ella.

Por último, el sistema registral se basa en la aplicación del principio de tracto sucesivo, es decir, que para la inscripción de cualquier transmisión de valores registrados será precisa la previa inscripción de los valores a nombre del transmitente, e igualmente será necesaria la previa inscripción en la constitución, modificación o extinción de derechos reales.

Los tres principios en los que se basa el procedimiento del registro contable tienen su fundamento en los principios de los actos propios y de buena fe a que se ha hecho referencia en la introducción de este trabajo. A través de ellos el legislador ha establecido el principio de irrevindicabilidad de las transmisiones onerosas de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, dotando así de seguridad jurídica al tráfico de dichos valores.

No actúa, en cambio, en la regulación del registro contable, el principio de legalidad de los asientos del registro, sin duda por faltar la calificación de un funcionario público. Como consecuencia de ello, la rectificación de las inscripciones no se realiza únicamente en virtud de resolución judicial o en los casos taxativamente señalados en la Ley, siguiendo el procedimiento en ella establecido, sino que también el artículo 23 del proyecto de Real Decreto admite la rectificación con el consentimiento de los interesados, salvo errores puramente materiales o aritméticos. A los anteriores efectos, se considera prestado el consentimiento si no se manifiesta la oposición en el término de los treinta días siguientes a la notificación practicada por la entidad encargada del registro.

4. La inscripción de las anotaciones en cuenta se practicará por la entidad encargada del registro

contable, una vez que ésta tenga a su disposición la escritura de emisión, y en virtud de relación suscrita por la entidad emisora o, en su caso, por la entidad que haya dirigido la colocación de la emisión, boletín de suscripción o documento equivalente firmado por el suscriptor.

Las inscripciones derivadas de la transmisión se practicarán en virtud de cualquier documento que dé constancia del consentimiento del tramitente y adquirente.

Cuando la transmisión se refiera a la nuda propiedad, a valores pignorados o sujetos a otros derechos reales, deberá constar, además, que la transmisión ha sido puesta en conocimiento del usufructuario, acreedor pignoraticio o titular del derecho o gravamen.

## **VII. MODIFICACION DE LAS CARACTERISTICAS DE LOS VALORES**

---

La Ley establece, para la modificación de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, un régimen prácticamente igual que el exigido para la emisión de los valores.

Previo el pertinente acuerdo de modificación adoptado por el correspondiente órgano de la entidad emisora competente para ello, se procederá al otorgamiento de la escritura pública de modificación, que será asimismo depositada y puesta a disposición del público en la forma prevista para la escritura de emisión y, en el caso de que no la sustituya, será depositada conjuntamente con ésta.

La modificación será publicada en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia en que la entidad emisora tenga su domicilio.

## **VIII. TRANSMISION DE VALORES REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA**

---

La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.

La Ley 24/1989, según se deduce del artículo 9, párrafo 1.º, que acabamos de transcribir recoge, en relación con la transmisión de las anotaciones en cuenta, el esquema mantenido por el artícu-

lo 609 del Código Civil de la teoría del título y el modo, pues si respecto del primero, como es lógico, nada dice, aunque evidentemente resulta necesario un acto o negocio causal de la transmisión, con respecto al modo establece una tradición por ministerio de la Ley, al disponer que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos, o, lo que es lo mismo, la inscripción, es decir, el simple apunte contable, equivale a la entrega de los títulos.

El segundo párrafo del artículo 9, según el cual la transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción, confirma el anterior planteamiento de que la inscripción equivale al modo en la adquisición de la propiedad. Efectivamente, el negocio causal de la transmisión únicamente puede producir efecto entre las partes, quedando éstas obligadas en los términos en que hayan celebrado el contrato. Efectuada la inscripción, se produce la adquisición de la propiedad y, precisamente desde ese momento de la inscripción, la transmisión, o, dicho de otro modo, la adquisición de la propiedad es oponible a terceros.

Naturalmente, conforme se ha reiterado anteriormente, de conformidad a los principios generales del Derecho y de la contratación, el artículo 9, en su párrafo 3.º, pone de manifiesto la necesidad de que el adquirente opere siempre de buena fe.

La equiparación de los efectos entre la suscripción de la transmisión de las anotaciones en cuenta y la tradición de los títulos tiene consecuencias importantes en cuanto al régimen de la transmisión. Realmente, al no existir cosa que transmitir nos encontraríamos, en el caso de valores anotados, ante una cesión de créditos a la que se debería aplicar el régimen jurídico general previsto para dichas cesiones. Sin embargo, existe una importante peculiaridad introducida por la Ley del Mercado de Valores que elimina los inconvenientes e inseguridades de dicho régimen para el tráfico mercantil. Dado que el legislador nos dice que la inscripción produce los mismos efectos que la tradición y no que dicha inscripción produce la cesión del derecho, es necesario concluir que no se cede el mismo derecho que el acreedor tenía, sino un derecho autónomo delimitado por las características que figuren en la escritura de emisión, y al que no afectan las particulares relaciones jurídicas personales existentes entre el transmitente y el emisor de los valores.

Ahora bien, de nada serviría la existencia de un régimen de transmisión de las anotaciones en

cuenta como el expuesto, si dicha transmisión no permitiese al adquirente la adecuada defensa de su posición, ya que, de no ser así, la inseguridad generada entorpecería seriamente el tráfico mercantil.

De ahí la necesidad de que legalmente se garantice suficientemente la imposibilidad de atacar la transmisión y, consiguientemente, la titularidad que en virtud de ella logra el adquirente.

A conseguir ese fin tienden las disposiciones contenidas en la legislación del mercado de valores, mediante las que se protege la apariencia de legitimidad del adquirente, garantizándose los derechos que correspondan a los terceros de buena fe.

Así, en correlación con la presunción de legitimidad contenida en el artículo 11 de la Ley 24/1988, el artículo 9 de la misma Ley y el artículo 12 del proyecto de Real Decreto establecen que el tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado con mala fe o culpa grave.

Las conclusiones que pueden establecerse de las normas contenidas en los artículos citados son las siguientes:

a) Únicamente se predica la irrevindicabilidad respecto del tercero adquirente de buena fe y sin culpa grave.

b) La legislación sólo considera irrevindicable la adquisición onerosa de valores en anotaciones en cuenta, lo que resulta coherente con la propia naturaleza del mercado. El legislador, al regular la irrevindicabilidad, ha considerado que sólo el que ha realizado una contraprestación al adquirir el valor tiene derecho a esa especial protección de su posición jurídica. Es ésta una notable diferencia con el régimen de irrevindicabilidad de los títulos al portador, respecto de los cuales el artículo 545 del Código de Comercio, en su nueva redacción dada por la Ley 24/1988, no hace distinción según se trate de transmisiones onerosas o gratuitas.

c) Si bien el artículo 9 de la Ley 24/1988 no dice nada sobre el particular, resulta elemental que el verdadero titular, que —como consecuencia de la irrevindicabilidad de las adquisiciones declaradas por la legislación del mercado de valores— no haya podido ejercitar la acción reivindicatoria para recuperar los valores en anotaciones en cuenta de

los que ha sido desposeído, está facultado para el ejercicio de los derechos y acciones que le correspondan contra los responsables de los actos que le han privado de su titularidad. Según se ha dicho anteriormente, cuando la responsabilidad sea de la entidad encargada de la llevanza del registro contable, aquélla deberá hacerse efectiva en especie, en la medida de lo posible.

## **IX. CONSTITUCION DE DERECHOS REALES LIMITADOS**

---

La Ley 24/1988 y el proyecto de Real Decreto no regulan únicamente la transmisión plena de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta; también regulan las transmisiones limitadas, estableciendo 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. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.

La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción.

Resulta evidente que pueden constituirse usufructo y prenda sobre anotaciones en cuenta. En caso de usufructo, y de acuerdo con lo establecido en el artículo 471 del Código Civil, el usufructuario tendrá derecho a percibir todos los frutos de los valores sobre los que recae el usufructo. Asimismo, entiendo que el derecho de usufructo será igualmente susceptible de transmisión, con independencia de la nuda propiedad de los valores sobre los que recae tal derecho.

Por lo que se refiere a la prenda sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta, resulta esencial a la propia naturaleza de la garantía pignoraticia que el acreedor tenga la posesión, inmediata o al menos mediata a través de la entrega a una tercera persona, de la cosa sobre la que recae el gravamen, de modo que, en caso de incumplimiento del deudor, pueda el acreedor solicitar la venta de la prenda ejecutando la garantía.

A solucionar los problemas que la imposibilidad de poseer físicamente los valores anotados plantea en la constitución de derechos reales de prenda sobre los mismos, es a lo que destina el legislador la norma del artículo 10 de la Ley 24/1988 y el artículo 13 del proyecto del Real Decreto. En dichos preceptos se reconoce, en primer lugar, la posibilidad de constituir derechos reales limitados

u otra clase de gravámenes sobre anotaciones en cuenta y, en segundo lugar, se dispone que la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título, implicando tal apunte, en consecuencia, la indisponibilidad del valor gravado por parte de su titular, asegurando así la ejecución de la prenda en caso de incumplimiento de la obligación garantizada.

Para determinar, pues, la eficacia de la prenda frente a terceros, la Ley sigue la misma vía que para las transmisiones plenas. La prenda será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción en el registro contable. En la legislación del mercado de valores se contempla, asimismo, la irrevindicabilidad de los valores anotados sobre los que se haya constituido un derecho de prenda en garantía de un préstamo. De acuerdo con lo establecido en el artículo 324 del Código de Comercio, en todo caso la pignoración se ha de efectuar conforme a lo establecido en la sección 2.ª del título V, del libro II del Código de Comercio, que regula los préstamos con garantía de valores, es decir, los realizados con garantía de valores admitidos a negociación en un mercado secundario, hechos en póliza con intervención de corredor de comercio colegiado o en escritura pública. Consecuentemente, la irrevindicabilidad a que se refiere el artículo 324 del Código de Comercio no corresponde a cualquier valor dado en prenda, sino sólo a aquellos valores sobre los que se constituya el derecho real de garantía, cumpliendo las formalidades mencionadas anteriormente que exige el artículo 320 del Código de Comercio.

Independientemente de las formalidades establecidas en el artículo 320 del Código de Comercio, la prenda sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta, constituida en garantía de préstamo, deberá inscribirse en la cuenta correspondiente.

Naturalmente, y aquí sí que el artículo 324 hace una referencia expresa, el titular desposeído podrá ejercitar los demás derechos y acciones que le correspondan contra las personas responsables, para obtener el resarcimiento de los perjuicios ocasionados.

## **X. ACREDITACION DE LA LEGITIMACION**

---

El artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores y los artículos 28 y siguientes del proyecto de Real Decreto regulan la forma en que los titulares de los derechos sobre valores en anotaciones en cuenta



podrán acreditar su legitimación para ejercitar tales derechos.

La acreditación de la legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos, derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, se realizará mediante la exhibición de los oportunos certificados.

El certificado será expedido por las entidades encargadas de los registros contables de conformidad con sus propios asientos. En los certificados constará la identidad del titular y los datos necesarios para identificar los valores que se comprendan en aquéllas, así como la finalidad para la que hayan sido expedidas y, en su caso, el plazo de vigencia de los certificados.

La expedición de los certificados se realizará a solicitud del titular de los valores o derechos, estableciéndose de un modo expreso que no podrá expedirse, para los mismos valores o derechos y para el ejercicio o la transmisión de los mismos derechos, más de un certificado.

El valor que tienen los certificados —se determina claramente en el artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores y 20 del proyecto del Real Decreto— sirve únicamente para acreditar la legitimación de los titulares de los valores o derechos, declarándose expresamente la nulidad de los actos de disposición que tengan por objeto los certificados.

Una vez que haya sido expedido el certificado a instancia del titular del derecho, el artículo 21 del proyecto de Real Decreto establece que los valores a que se refiere aquél quedarán inmovilizados, no pudiendo las entidades adheridas o encargadas del registro contable dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones, en tanto no hayan sido restituidos.

La obligación de restituir los certificados decae cuando hayan caducado, declarándose la caducidad de dichos certificados por el simple transcurso del plazo de vigencia en ellos establecida y, en defecto de éste, por el transcurso de tres meses desde la fecha de su expedición.

## **XI. FUNGIBILIDAD DE LOS VALORES**

---

El sistema de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles regulado en el proyecto de Real Decreto ha obligado al legislador a declarar, basándose en el contenido del artículo 8 de la Ley 24/1988, que los valores representados por

medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión, que tengan unas mismas características, tienen carácter fungible y, en consecuencia, que los titulares, según el registro contable, lo serán de una cantidad determinada, pero sin ninguna referencia que identifique individualmente los valores de su propiedad.

El carácter fungible de las anotaciones desaparece en los casos de constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes, al producirse la individualización de los valores sobre los que recaen los anteriores derechos con la inmovilización de las anotaciones a que antes se ha hecho referencia.

## **XII. COPROPIEDAD DE VALORES REPRESENTADOS EN ANOTACIONES EN CUENTA**

---

El proyecto de Real Decreto, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, establece en su artículo 14 que los valores en copropiedad se inscribirán a nombre del conjunto de los cotitulares, y el número 3 del artículo 50 del proyecto regula, por su parte, la transmisión de cuotas indivisas de los valores anotados estableciendo que, en ese caso, se practicará la inscripción de las cuotas indivisas a favor de los copropietarios resultantes, con baja de los mismos en la cuenta del transmitente o transmitentes.

En relación con la regulación de la copropiedad de valores anotados, es necesario tener en cuenta lo dispuesto en el artículo 66 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, a cuyo tenor las acciones son indivisibles, y en el punto 2 del mismo artículo se obliga a la designación, por los copropietarios de una acción, de una sola persona para el ejercicio de los derechos de socio, sin perjuicio de que todos los copropietarios respondan solidariamente frente a la sociedad de cuantas obligaciones se deriven de la condición de accionistas.

## **XIII. CONCLUSION**

---

Los anteriores puntos constituyen los aspectos más destacados, a mi juicio, de la regulación de los valores representados por medio de anotaciones, a los que la Ley 24/1988 ha dado plena acogida en nuestro ordenamiento jurídico al admitir

esa forma de representación para toda clase de valores públicos y privados, incluso de los valores representativos de la participación en el capital de las acciones.

Esa forma de representación está llamada, además, a tener un indudable protagonismo, al ser la forma que obligatoriamente han de adoptar los va-

lores negociables en bolsa; de ahí la importancia que, en la regulación de las anotaciones en cuenta contenida en la Ley 24/1988 y en el proyecto de Real Decreto, tienen las normas dirigidas a dar seguridad al tráfico mercantil de tales valores, legitimando la adquisición derivada de titular inscrito en el registro contable y declarando la irrevindicabilidad de los valores así adquiridos.