

# Un nuevo registro jurídico de «bienes»: el sistema de anotaciones en cuenta de valores

## INTRODUCCION

La disposición final segunda de la Ley 19/1989, de Reforma Parcial en materia de sociedades, texto de 25 de julio de 1989, ha introducido una novedad sobre anteriores redacciones. Es un rotundo acierto contemplar la creación de un Registro de la Propiedad mueble, una aspiración largamente sentida por la doctrina (1). Un sistema de tal naturaleza debería ser

---

(1) Sobre la posibilidad, e incluso necesidad, de una publicidad registral mobiliaria habían escrito PLANIOL, RIPERT y BECQUE (vid. VALLET DE GOYTISOLO: *Estudios sobre garantías reales*, ed. Montecorvo, 2.<sup>a</sup> ed.). En nuestra patria, como precursor, citaremos a LEOPOLDO ALAS (*La publicidad y los bienes muebles*, Madrid, 1920, págs. 239 y sigs.). El primero en exponer la clasificación de los bienes en registrables y no registrables ha sido el profesor DE CASTRO [*Programa del Derecho Civil (parte general) de la Universidad Central*], luego seguido por ÁNGEL SANZ (en su conferencia en la Academia Matritense del Notariado, el 6 de marzo de 1944), y luego por el resto de la doctrina (por todos, DÍEZ PICAZO: *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, II, págs. 138-169). Es fundamental el tratamiento de la cuestión en MARÍN PÉREZ: *Introducción al Derecho Registral*, Madrid, 1948, pág. 43. Una crítica, a mi entender, desafortunada, en J.M. GARCÍA GARCÍA: «Derecho Inmobiliario Registral o Hipotecario», tomo I, ed. Civitas, pág. 57. Vid. también CAMY SÁNCHEZ CAÑETE: *Derecho Mercantil Registrable*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 1979, págs. 16 y sigs. De especial interés es la dogmática sobre el objeto de las garantías del vendedor en las ventas a plazos: M. ZUMALACÁRREGUI: «La financiación de las ventas a plazos y su protección registral», en CEH. Curso de conferencias sobre Registro Mercantil. Madrid, 1972, págs. 9 y sigs. y las consideraciones contenidas en la conferencia pronunciada sobre el Registro de las Reservas de dominio de bienes muebles vendidos a plazos en el I Congreso Internacional de Derecho Registral. En ese mismo Congreso CABANILLAS GALLAS disertó sobre «El futuro derecho registral», mayo de 1961, publicada en el libro del Colegio *Primer Congreso de Derecho Registral. Ponencias, actas y conferencias*, Madrid, 1965. Una recensión en el manual de

el vehículo de un cabal desenvolvimiento del principio constitucional de seguridad jurídica y estaría basado en una nueva categoría de cosa mueble: las muebles registrables. Lo que no nos parece tanto acierto es la técnica: una autorización al Gobierno imprecisa y poco oportuna. Imprecisa porque no queda claro qué Registros actuales piensan integrarse en la nueva estructura: administrativos —el Registro de la Dirección de Tráfico de vehículos de motor hace las funciones de un auténtico Registro mobiliario— o jurídicos, y dentro de estos últimos, el perímetro de la integración.

Respecto al ámbito de aplicación de un posible Registro de la Propiedad mueble, debería procurarse una publicidad completa, evitando ausencias como la que ahora sufre el arrendamiento financiero mobiliario o *leasing*, sobre cuya necesidad de publicidad están todos de acuerdo. Además, debe tenerse presente que el estado actual de nuestro Derecho es el de una ausencia total de sistema; varios Registros que se solapan con una coordinación muy deficiente, y falta de generalidad, articulados en tres niveles. En primer lugar, Registros plenos o completos, que por vocación tienen la de dar publicidad a toda vicisitud jurídico-real sobre ciertos muebles de considerable valor mediante una técnica asimiladora a la de inmuebles: el Registro Mercantil y los correspondientes administrativos de buques y aeronaves. Existen, además, Registros de garantías reales mobiliarias sin desplazamiento posesorio:

— El de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento, de técnica más perfecta, pero que ha resultado ser un fracaso por su inusual utilización.

---

CHICO ORTIZ: *Estudios de Derecho Hipotecario*, Madrid, 1981-1982, págs. 35 y sigs. del tomo I. Sobre un Registro de bienes muebles y de derechos incorporales, *vid.* «Proyecto de Ley Uniforme de los Registros jurídicos de bienes», aprobado por el II Congreso Internacional de Derecho Registral. Muy crítico con los registros jurídicos de bienes, LUIS ROJO AJURIA: *“Leasing” Mobiliario*, ed. Tecnos, Madrid, 1987, págs. 278 y sigs. Más optimista, y proponiendo un sistema mobiliario registral como *desideratum*, J. DOMINGO RODRÍGUEZ MARTÍNEZ: *Legislación sobre ventas a plazos, entidades de financiación y ‘leasing’*, Ed. Tecnos, prólogo. La posibilidad alternativa de una eficacia de ciertas «garantías» sobre bienes en perjuicio de tercero y sin necesidad de registro en RICARDO DE ANGEL: «El proyecto de convención europea sobre reserva de dominio simple», *RCDI*, págs. 561-580. En Derecho comparado es ejemplar el norteamericano que ha establecido un sistema registral uniforme en garantías reales mobiliarias: el *filling* previsto en el Uniform Commercial Code (UCC) («UCC 2nd ed. James J. White & Robert Summers», «UCC: Official Text with Comments», 1976, West Pub, también en 1978; «UCC, series», 6 vols., William Hawkland, Callaghan, 1982...). En Derecho Inglés es de especial interés el informe de la Comisión Crowther (Crowther Report.). En Francia, el D. de 4 de julio de 1972 crea un auténtico registro de «arrendamientos financieros» (*credit-bail*). Sobre este y otros particulares de Derecho Comparado, *vid.* ROJO AJURIA, *op. cit.*, *passim*.

— El de Ventas de bienes muebles a plazos, creado por su Ley reguladora y la Ordenanza de desarrollo para la publicidad de reservas de dominio y prohibiciones de disponer, en función de garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas de ventas aplazadas y sus préstamos de financiación.

Pues bien: no se sabe si el Registro a crear —presumiblemente único— alcanzaría tan sólo buques y aeronaves o integrará los actuales niveles de Registros.

Dije que la Ley era inoportuna, y así lo creo, por establecer una situación transitoria de independencia o separación del Registro Mercantil, de los actuales libros de buques y aeronaves, cuando parece que es el Registro Mercantil el lugar natural de ubicación, por ser el Registro de seguridad jurídica suficientemente ágil y vinculado al tráfico mercantil. La independencia estructural puede garantizarse atribuyendo su titularidad a los Registradores mercantiles de la provincia en situación parecida a la actual del de ventas a plazos. Refuerza mi idea de lo inoportuno de la separación transitoria del mercantil —por más que dogmáticamente pueda ser un acierto la «depuración» del actual sistema para que tenga exclusiva vocación de publicidad de personas— la experiencia de una Administración voraz que peca en materia registral por omisión o por comisión. Por omisión, sencillamente obviando la existencia del Registro Mercantil, creando auténticos vacíos legislativos (¿se sabe si son inscribibles las agrupaciones y uniones de empresas tras la poco afortunada Ley fiscal de 1982?), y por comisión, por mimetismo de sustitución (el caso de las cooperativas y su registro especial es suficientemente conocido).

Todo esto valga como presentación del problema y llamada de atención sobre la floración de otros Registros de la Propiedad mueble que pasan desapercibidos a nuestra doctrina como tales. Esto demuestra la necesidad social sentida de organizar un sistema único y moderno de publicidad registral.

## EL REGISTRO DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES

La nueva regulación del Mercado de Valores por Ley 24/1988, de 28 de julio, ha recogido en su articulado la técnica de instrumentación jurídica de valores mediante un sistema de anotaciones en cuenta, que para la deuda pública ya ensayó la legislación anterior (2). Me propongo demos-

---

(2) El fundamento para la aplicabilidad de un sistema de control registral en la circulación de valores descansa en la «desmaterialización» (*vid.* JOSÉ MARÍA DE EIZA-

trar que para los valores que no cotizan en Bolsas oficiales (3), el sistema de anotación en cuenta por entidades gestoras especializadas, constituye un auténtico Registro de la propiedad mueble, cuyo funcionamiento revela sorprendente similitud con el Registro de la Propiedad.

---

GUIRRE: «Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores», *RDM*, enero-marzo de 1982), con la consiguiente depreciación documental y Ley de tradición registral, y en la fungibilidad de los títulos. El proceso arranca en nuestro Derecho con el Decreto-ley de 30 de noviembre de 1973, cuyo art. 24 autorizaba al Gobierno para establecer un sistema de compensación y liquidación en las operaciones de Bolsa, que fue objeto de regulación por el D. de 25 de abril de 1974. Para los títulos públicos el punto de arranque es la O. de 16 de septiembre de 1981, referida a pagarés del Tesoro. El sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública fue objeto de previsión en la Ley de Presupuestos del Estado de 1986 (arts. 4 y 38). Su creación se debe al R.D. de 3 de abril de 1987, desarrollado por O. de 19 de marzo de 1987 y la Circular del *BOE* número 16, de 9 de mayo de 1987. *Vid. Suplementos del Sistema Financiero*, núm. 19, *Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorro*, «Anotaciones en cuenta de deuda pública», Madrid, 1987. La Ley de Mercado de Valores establece con carácter general un uniforme sistema de anotaciones en cuenta, pero que se aplica según su gestión en tres supuestos:

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

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

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

Nos centraremos en el primer sistema registral, que es el que se estudia en este trabajo, y el más novedoso. Respecto a los otros dos, la novedad más singular es la mayor eficacia de los asientos registrales, que ahora gozan de la fe pública registral, perjudicando a terceros lo que antes sólo era oponible a la entidad emisora. Sobre el sistema de compensación y liquidación en operaciones en Bolsa, *vid. GARRIGUES: El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Servicios de Estudios de la Bolsa de Madrid, Madrid, 1974, y BROSETA: *Estudios de Derecho bursátil*, Madrid, 1971, págs. 39 y sigs.

(3) Quiero advertir que las expresiones «registro de la propiedad mueble» y «sistema mobiliario registral», referidas a los que se llevan mediante anotaciones en cuenta, son puramente convencionales. Evidentemente los valores; las acciones, las obligaciones..., no son cosas y, por tanto, difícilmente bienes muebles. En los títulos valores su «cosificación» es posible mediante su incorporación a un documento, pero esto no convierte al derecho en *res mobilis*. No obstante, utilizo la denominación de registro de bienes muebles por razón de claridad y simplicidad expositiva por oposición a los registros de personas, y dentro de los de bienes por oposición al Registro de la Propiedad, el registro por antonomasia. Con todo es más correcta la conceptualización conforme con el II Congreso Internacional de Derecho Registral de los valores como susceptibles de un registro de bienes inmateriales («cosas incorpóreas»). Los derechos-valores no pueden ser cosas, ni siquiera por analogía (art. 336 del Código Civil).

AMBITO DE APLICACIÓN Y FUNCIÓN DE ESTE REGISTRO

La propia estructura del Mercado, por su amplitud, agilidad y flexibilidad, transparencia, especialización y profesionalización de sus Agentes, limpieza en la formación de los precios..., ha exigido la creación de un sistema de representación de las emisiones de valores negociables cuando no han de cotizar en los Mercados oficiales, basado en los siguientes principios generales:

1. La ruptura de la identificación de valores y, en particular, de «valores negociables» con los «títulos valores».—La incorporación de derechos a títulos (*verkörperung*) —la esencia de la técnica de los títulos valores— es una manera, que no la única, de «instrumentalizar» los valores negociables. En una fase ulterior de desmaterialización y simplificación se prescinde del eslabón más débil de la cadena. Hasta ahora los derechos que integraba una acción, obligación, etc., se incorporaban a un título transmisible, ese título valor generalmente se depositaba en una entidad financiera —un banco— que emitía a favor del titular un resguardo de depósito, otro título valor de los llamados de tradición que legitimaba al por él designado a reclamar la restitución. Con el nuevo sistema la cadena se simplifica, al poder suprimir el título valor, sustituyendo su representación por una simple anotación contable extendida en su Registro por una entidad financiera especializada que también cumple funciones de administración de la cartera. Desaparece con carácter general así, el derecho del accionista a la entrega de su título.

2. Desaparición del concepto de fe pública obligatoria de los Agentes mediadores.—En una progresiva espiritualización se simplifican requisitos formales en el tráfico de valores, mediante la desaparición como obligatoria de la fe pública, sin que ello impida la intervención voluntaria de Corredores o Notarios.

3. La sustitución de la figura de Agente mediador individual por entidades financieras especializadas.—Los *brokers* y *dealers*, entre cuyas funciones están las de «recibir órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción de cualesquiera valores (...) y ejecutarlas, si están autorizados para ello, o transmitirlos para su ejecución a otras entidades habilitadas a este fin» [art. 71 de la LMV, ap. a)] y llevar el registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta» [ap. g) del mismo art. y Ley].

4. La creación de un principio general de homogeneidad y fungibilidad de valores por medio de sistemas de compensación y liquidación (arts. 7.3 de la LMV y 8.3).

5. La creación de un marco de regulación uniforme atendiendo a los

principios de unidad de mercado, eficacia y agilidad, transparencia y garantía de protección de los intereses de inversores y, en general, de la economía nacional.

#### AMBITO DE APLICACIÓN DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA

Se extiende a la representación de valores negociables:

Cuando se prescinde de la representación por medio de títulos (artículo 5.1 LMV).

En el bien entendido que lo que caracteriza a un valor es:

- a) la negociabilidad, y
- b) el ingreso en una emisión, homogeneidad que no tiene por qué coincidir con la agrupación en serie (y que, como vimos, no coincide con el concepto de título valor).

Emitidos por personas físicas o jurídicas, públicas o privadas o grupos (art. 4) en el territorio nacional (art. 3) y no admitidos a negociación en Mercados oficiales (art. 7.2).

#### ENTIDADES GESTORAS DEL REGISTRO

Son entidades gestoras las sociedades y agencias del Mercado de Valores con las siguientes características:

- Sociedades mercantiles que adoptan la forma de anónimas.
- Financieras especializadas: Objeto y denominación son exclusivos y excluyentes (arts. 71 y sigs. y 65 de la Ley).
- Cuya actividad está reglada:
  - Por ser sociedades anónimas especiales (sus requisitos especiales se contemplan en el art. 66).
  - Por estar fuertemente intervenidas en su constitución (autorización previa del Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, inscripción en el Registro Mercantil, inscripción en el Registro especial de la Comisión y publicación en el *BOE* por virtud del art. 62 de la Ley) y funcionamiento (están sometidas a una disciplina de actuación y normas de conducta y al régimen de supervisión, inspección y sanción).

## CARACTERISTICAS GENERALES DEL SISTEMA

### ENCUADRE GENERAL

Nos vemos forzados, por exigencias de la lógica y méritos de la consagrada distinción entre Registros jurídicos o de «seguridad jurídica» y Registros administrativos o de «información administrativa» a precisar a cuál de estas dos grandes familias se afilia nuestro sistema mobiliario registral:

*Sin duda no es un Registro administrativo, y no sólo porque el gestor es una sociedad mercantil privada, lo que en definitiva es accidental al concepto, sino porque su finalidad no es el mero archivo de datos que coadyuven una actuación objetiva y eficaz de la Administración.*

Me inclino por encuadrar el Registro entre los de «seguridad jurídica», pero con notables peculiaridades:

1. Por la naturaleza del gestor, que no es funcionario público, aunque su función podría encuadrarse entre las técnicas de participación del administrado por delegación de funciones públicas.
2. Por el dudoso carácter público de asientos y certificados extendidos.
3. Porque aunque su contenido es oponible a terceros, estando atribuido al sistema la función de publicidad material, la publicidad formal ha sido tan descuidada que habría que preguntarse hasta qué punto existe.

Por supuesto, de entre los Registros de seguridad jurídica éste es de los bienes, en particular bienes «muebles registrables»: Valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta.

### TIPIFICACIÓN DEL SISTEMA

1. Desde el punto de vista formal o *por razón de la técnica de llevanza*:

- *Es un Registro de «inscripción»*, porque la técnica de la anotación no exige el archivo o la copia íntegra del instrumento de transmisión o de constitución de un derecho real sobre valores, sino que se consigna en extracto lo que importa a la mutación jurídico-real: nombre del emisor, identificación del titular, capital o importe representado, fecha de la expedición, etc. Evidentemente la inscripción no se practica en libros.

- Sigue el llamado sistema de *folio real*: se publican titularidades reales sobre valores mediante anotación (asiento contable) la cuenta abierta al titular.

Parece necesario distinguir las siguientes fases de desarrollo del sistema:

*Primera fase o de constitución del sistema registral y designación del gestor:*

La representación de valores mediante anotaciones en cuenta es libre: el emisor puede instrumentar la emisión por títulos o por anotaciones (art. 5.1). La opción por lo segundo supone la constitución del sistema y es, además de libre, irreversible (arts. 5.2 y 5.3), uniforme para toda la emisión (art. 5.1) —sin perjuicio de la integración progresiva en el caso de transformación de un sistema de títulos a otro de anotaciones—, y formal (exige —ex art. 6— escritura pública de emisión o de transformación del sistema, publicación en el *BOE* en caso de valores públicos, depósito de las copias para el público conocimiento en poder de la Comisión Nacional y en el de la gestora, e inscripción en el Registro Mercantil).

La designación de la gestora es libre y en cuanto a su irreversibilidad, habrá que estar a las reglas generales de la Comisión mercantil. En lo que hace a los requisitos formales, sólo se prevé la inscripción en el Registro de la Comisión Nacional. Lo más razonable es postular iguales formalidades que las previstas para la opción de representación y normalmente se hará la designación en el mismo instrumento en que se documenta la emisión.

*Segunda fase o de constitución de los valores por su anotación:*

Cumple la función de la inmatriculación: los valores que nacen de la emisión se constituyen —es decir, surgen a la vida jurídica— mediante su Registro contable (art. 8.2).

*Fase tercera: Primera inscripción de dominio por la suscripción y sucesivas transmisiones (art. 8.2).*

2. *Por la función de la inscripción.*

La inscripción constituye el valor cuando la emisión se inscribe y coopera a la constitución de los derechos reales impuestos sobre los valores anotados en cuenta, supliendo a la tradición.

3. *Por el objeto de la inscripción.*

Estamos ante un Registro completo o pleno: en él se inscriben todas las transmisiones de los valores emitidos, así como la constitución de toda clase de derechos reales limitados o gravámenes sobre dichos valores, mediante su desglose en la cuenta.

*Sería interesante que por aplicación supletoria de la legislación hipotecaria pudieran tener acceso al Registro ciertos derechos personales —como el arrendamiento o la opción— o situaciones jurídicas susceptibles*

*de publicidad mediante anotaciones preventivas, especialmente el embargo de valores.*

*Las prohibiciones de disponer convenidas entre los particulares, las voluntarias y no expresas en los estatutos, podrán tener acceso al Registro y hacerse valer frente al emisor, para lo cual parece razonable la aplicación del artículo 26 de la Ley Hipotecaria..*

Por supuesto, los títulos constitutivos del usufructo y prenda de los valores anotados son inscribibles. Para dar en garantía valores representados mediante anotaciones en cuenta y puesto que no existen títulos materiales, la prenda es de constitución registral (similitud con el Registro de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento).

*No obstante, un modo simple de constituir la prenda —de modo semejante a como ocurre en los derechos hipotecarios del Common Law— es mediante la entrega del certificado (art. 12) al acreedor, con lo que el titular, que no puede obtener un duplicado al expedirse un solo certificado, queda privado de la posibilidad de acreditar la legitimidad para disponer de su derecho en perjuicio de su acreedor. Sin embargo, este procedimiento priva al deudor, titular registral, de la posibilidad de levantar nueva prenda y al acreedor de transmitir su derecho mediante la restitución del certificado de garantía que se le expide.*

4. Por razón de *la oponibilidad a terceros*.—Estamos ante un sistema de plena oponibilidad a terceros de lo inscrito/cancelado y de inoponibilidad a terceros —emisor incluido— de lo inscribible no inscrito (art. 9.2, 9.3 y 10.2).

Así, el emisor puede desconocer a todo adquirente de derecho real sobre valor que le atribuya derecho al dividendo, a renta, o prestación, etc., si no inscribió su derecho, y, por contra, quedar liberado si realiza la prestación a favor del legitimado (arts. 11, 1 y 2, en relación con el artículo 1.164 del Código Civil).

El problema del «tercero de prioridad» que se da en los casos de doble venta, debe resolverse a favor del primero que con buena fe haya inscrito su derecho (art. 1.473, 1, del Código Civil, teniendo en cuenta que la inscripción sustituye a la toma de posesión, arts. 9 y 10 de la LMV, art. 32 de la Ley Hipotecaria por analogía). El problema no deja de ser residual dado que sólo se expide un certificado a favor del titular, certificado que restituirá cuando transmita su derecho.

5. *El certificado del título*.—Uno de los rasgos más típicos del sistema al que ya hemos tenido ocasión de hacer referencia es el de la existencia del certificado de inscripción. No pretenda verse en éste un títulovalor. Es un resguardo o documento acreditativo de haberse practicado la anota-

ción; falta la incorporación del derecho al documento y desde luego no es susceptible de transmisión o endoso (art. 12.2). Su función es similar a la que cumplen los certificados de inscripción —*land certificate*— en derechos como el inglés o irlandés. Como dice la Ley, su función estricta es la legitimadora (art. 12.2). Sin su restitución no puede darse curso a las transmisiones de valores (art. 12.4). El certificado no sustituye a la anotación, por lo que la divergencia habrá de resolverse a favor de lo que del Registro resulte, sin perjuicio de la responsabilidad de la gestora (art. 7 *in fine*).

El certificado se expide al titular registral, libre de gastos —es de suponer— y con carácter único (art. 12.3) para evitar el problema de la doble venta. Parece, por fin, razonable, la expedición a favor de titular de derecho real distinto del dominio, siempre que éste sea transmisible: por ejemplo, el usufructuario tiene derecho a que se le expida certificado de anotación de usufructo; cuando transmita su derecho restituirá dicho certificado para que pueda inscribirse el usufructo a favor del nuevo usufructuario (art. 480 del Código Civil, sin perjuicio de lo dispuesto en el art. 498). Como es lógico, el deudor pignoraticio puede dar en prenda sus valores previamente gravados (analogía con la segunda hipoteca) y el acreedor pignoraticio constituir subprenda o transmitir su crédito prendario. De todo lo cual resulta la posible complejidad de relaciones jurídicas instrumentadas en anotaciones en cuenta, con la conveniencia de una aplicación supletoria o analógica de la Ley Hipotecaria y de un encargado de la registración con alta cualificación técnica.

#### PRINCIPIOS DEL SISTEMA REGISTRAL

Son el correlato de los principios hipotecarios del Registro de la Propiedad. Resultan de los artículos 5 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores:

1. Principios que se refieren a los *efectos de la inscripción*.

#### PRINCIPIO DE LA INSCRIPCIÓN

Es el que determina el valor de la inscripción —anotación en cuenta— respecto a la constitución, transmisión, modificación o extinción del derecho real.

La inscripción es constitutiva del valor que trae causa de una emisión («mercado primario de valores»). Cuando los valores negociables se representan por medio de anotaciones en cuenta la «inmatriculación de la

emisión» hace nacer a la vida jurídica el objeto de los derechos que sobre él se imponen (art. 8.2).

Respecto al dominio inicial del suscriptor, al derecho de propiedad de los sucesivos adquirentes, o a la titularidad real sobre los valores, la anotación en la cuenta ni surte efectos meramente declarativos: el asiento registral suple la tradición. Esto, habida cuenta de nuestro sistema causal, no implica que por sí la anotación constituya el derecho; sin embargo, completa la titularidad real conjuntamente con el negocio causal traslativo antecedente —*iusta causa traditionis*—; en virtud de la teoría del título y el modo. Por supuesto, por sí solo, la existencia de un negocio causal válido —una compraventa, donación, permuta...— sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta, pero no inscrito, no es hábil para provocar la mutación jurídico real, sin perjuicio de los efectos obligacionales que brotan del mismo *inter partes* (art. 1.095 del Código Civil).

#### PRINCIPIO DE PUBLICIDAD

En su aspecto *material*, el principio de legitimación encuentra pleno desarrollo en el artículo 11 de la Ley. Vehículo de esa legitimación es el certificado de la anotación expedida a su titular.

Aunque no quede dicho, debe entenderse el principio de publicidad en sentido negativo también: cancelado el asiento debe presumirse extinguido el derecho a que dicho asiento se refiera (art. 97 de la Ley Hipotecaria por analogía).

Ahora bien, ni los asientos están bajo la salvaguarda de los Tribunales, ni existe principio equivalente a nuestro artículo 313 de la Ley Hipotecaria; esto último, por la sencilla razón de que siendo necesaria la inscripción para la constitución de un derecho sobre valor, sin ella pueden los Tribunales ignorar tal derecho si se hace valor en perjuicio de terceros.

Según VICENT CHULIA, los certificados emitidos por la entidad gestora llevan aparejada ejecución a los efectos del artículo 1.429 de la LEC. Sin embargo, esto no tiene más fundamento que una generosa interpretación analógica del mismo precepto.

*El principio de fe pública registral* encuentra cabal desarrollo en el apartado 3 del artículo 9. Las diferencias con el artículo 34 —su modelo sin lugar a dudas— son las siguientes (además de la salvedad final de ser el tercero mantenido en la situación a pesar de anularse o resolverse el derecho del transmitente):

- el estándar ético del tercero registral es menos exigente: basta ausencia de malicia o culpa grave. Esta mejora de su estatuto jurídico quizá se

deba a las mayores posibilidades de información (y de omisión de diligencia) de un mercado profesionalizado y bastante transparente.

- Aunque falta presunción de buena fe, ésta puede suplirse por los principios generales de nuestro Derecho (arts. 434 y 1.951 del Código Civil o 34 de la Ley Hipotecaria). También puede suplirse por aplicación analógica del artículo 34 de la Ley Hipotecaria la omisión de la previsión de adquisiciones gratuitas.

- En cuanto a los efectos de la protección, se opta por una expresión claramente alusiva a irreivindicabilidad —congruente, por otra parte, con el tenor del artículo 324 del Código de Comercio, también reformado—, sin que esto, creemos, resulte definitivo a la hora de resolver la naturaleza del carácter de la protección (mera irreivindicabilidad o *adquisición a non domino*).

- Por fin, predica la buena fe del momento de la adquisición, conforme tiene establecido para el Registro de la Propiedad, la mejor doctrina y numerosa jurisprudencia. Precisamente por coincidir el momento de la inscripción y el de la adquisición del derecho —supuesto título— se ha omitido, acertadamente, la necesidad de la inscripción de su derecho, para que el tercero registral sea protegido.

En su *aspecto formal*, la publicidad que procura este Registro ha sido muy descuidada. Existen certificados, pero su función es muy distinta a la de las certificaciones —artículos 223 y concordantes de la Ley Hipotecaria— y sólo se expiden al titular registral. No parece preocupar al legislador ni el interés legítimo de quienes puedan desear conocer el contenido del Registro, ni los instrumentos o medios de publicidad, ni la forma o plazos para hacerla efectiva.

*Por cierto, nada se ha previsto para la pérdida o extravío del certificado «único» del título, como ocurre en los derechos anglosajones. Me parece el procedimiento de los artículos 547 y siguientes del Código de Comercio de engorrosa, además de dudosa aplicabilidad.*

En lo que hace al *principio de prioridad*, si bien no está formulado expresamente, su aplicación —excluyente o preferente— resulta indudable (arts. 9.2 y 10.2).

## 2. Principios que se refieren a los requisitos para la práctica de la inscripción.

No hay duda de la existencia de un principio *de rogación*: la entidad gestora actúa como comisionista del emisor, y en interés de los suscriptores y adquirentes de derechos sobre los valores, dará curso a la inscripción cuando los interesados hagan saber la transferencia o constitución.

La inscripción es voluntaria —los interesados son libres de hacer constar un hecho inscribible en el Registro—, pero necesaria para la mutación jurídico-real (de lo contrario no hay tradición, aunque el negocio causal se haya otorgado en escritura pública).

El principio de *tracto sucesivo* está formulado con todo su rigor en la Ley (art. 11.3). La necesidad de reanudar tracto interrumpido no se planteará, porque los certificados no son endosables (art. 12.2) y deben ser restituidos cada transmisión para la adquisición de un derecho real.

Por lo que hace al juego de la causa y el Registro, así como en sede de *calificación*, existen sustanciales diferencias con nuestro Derecho hipotecario. El sistema en estos puntos es muy similar al que existe en el Registro de acciones nominativas. En cuanto a lo primero, conviene distinguir en toda transmisión de un valor representado mediante anotaciones en cuenta, entre título y modo o tradición. El título es un negocio causal antecedente y hábil para causar la transmisión o la constitución de un derecho real: puede ser gratuito u oneroso, *inter vivos* o *mortis causa*. Este negocio causal no es formal (Sentencia de 16 de octubre de 1896). Su doctrina es vigente al haber reducido la disposición adicional tercera de la Ley, la intervención obligatoria de fedatario público, a los casos de representación por títulos (no mediante anotaciones en cuenta) al portador (no nominativos) y siempre que no sea intervenida por sociedad y agencia de valores (de manera que indistintamente podrá serlo por fedatario mercantil o alguna de estas entidades financieras); lo cual modifica sustancialmente el hasta ahora vigente D. de 19 de septiembre de 1936).

El modo o tradición —ante la ausencia de título documental que incorpore el derecho— se efectúa mediante la inscripción. Para ello deberá comunicarse la transferencia a la entidad gestora (notificación paralela a la establecida en el artículo 347 del Código de Comercio para la cesión de créditos no transmisibles por endoso o al portador, y a la notificación que se hace a la anónima para la constancia de la transmisión de acciones nominativas), acompañada de la restitución del certificado expedido al transmitente (aquí no parece haya posibilidad de acreditar la legitimidad por cadena sucesiva de endosos en el dorso del certificado), para que la entidad encargada del Registro dé curso a la transmisión (art. 12.4) mediante su asiento contable o anotación en cuenta. Desde el momento de la inscripción se entenderá transmitido/constituido el derecho sobre el valor. La gestora cumple, exonerándose de responsabilidad, cerciorándose de la legitimidad del transmitente, para lo cual comprobará el certificado (que está en regla y que designa al titular registral) y su concordancia con lo que resulta del Registro; sólo entonces inscribirá: el negocio transmisivo o causal permanece ajeno al Registro. El gestor recibe —como mandatario—

una orden de hacer constar la transferencia o mutación real, lo que implica un mero acuerdo de voluntades de transmitir y recíprocamente adquirir un derecho sobre el valor, abstracción hecha de la causa. Esto no significa que no exista la causa —al contrario, se presumirá su existencia y licitud—, sino que escapa a las facultades «calificatorias» de la gestora (compárese con el sistema del «acuerdo real» o *Einigung* del Derecho hipotecario alemán. *Vid.* art. 39 LMV).

De lo expuesto, parece claro que ni el Registrador califica la validez del negocio causal, ni existe principio de legalidad en su aspecto de titulación auténtica: ni el contrato, donación... deben constar en escritura pública o en póliza, ni tampoco requiere forma especial la notificación—orden a la gestora. Esto no quita que sea frecuente, y deseable la intervención por fedatario público (Corredores de comercio o Notarios) o/y la mediación de entidades especializadas (*Vid.* arts. 71, en relación 76 LMV: sociedades o agencias del Mercado de Valores, sean o no miembro de alguna Bolsa, entidades financieras, cooperativas de crédito...).

Por fin: el principio de *determinación o especialidad*, ha de entenderse referido a las cuentas, y no a los valores, que están sujetos a sistemas de compensación y liquidación.

### CRITICA GENERAL AL SISTEMA

El propósito que ha animado al legislador parece encomiable. Se trata de lograr un tráfico más fluido y transparente, con arreglo a las modernas exigencias del Mercado de Valores, y a la vez, procurar cumplir los mínimos irrenunciables del principio constitucional de la seguridad jurídica. Pero, así como en lo primero es posible que los modernos sistemas de proceso informático de datos cumplan las necesidades del momento, no se puede decir lo mismo del logro de mayor seguridad jurídica. El intento es miope. Y es miope porque aunque acierta en crear un Sistema Mobiliario Registral, y aun en el hecho de no imponerlo como necesario, desconoce o pretende desconocer las enseñanzas de nuestro Derecho hipotecario:

I. Pretende afirmar el «irrenunciable principio de unidad del orden económico y del sistema financiero nacional» (así reza la EM) y, sin embargo, permite la fragmentación del sistema de publicidad de valores representados mediante anotaciones en cuenta, al permitir para cada emisión la designación de un gestor registral. Habrá tantos sistemas con sus prácticas, modelos, y «doctrina» si se me permite la expresión, como gestoras o sociedades de valores lleven registros. Además se fuerza a todo eventual interesado a una tarea de investigación laboriosa; si desea, por

ejemplo, saber quién es el propietario de ciertos valores, deberá conocer primero el nombre de la gestora designada (para lo cual acudirá al Registro Mercantil o al de la Comisión Nacional), para luego solicitar de la gestora la información deseada.

II. Se pretende crear un «marco adecuado para una regulación suficiente del funcionamiento del Mercado de Valores» y se olvida, como no sea para la imitación, toda la valiosa aportación de la doctrina hipotecaria y especialmente la relativa al Registro Mercantil (registro de participaciones sociales, no lo olvidemos).

III. Se desea proteger los intereses de los inversores mediante un sistema férreo de disciplina e intervención controlada de los agentes financieros especializados, y se descuida el interés de terceros que no se sabe cómo, ni en qué plazos o condiciones podrán acceder a conocer lo que el Registro «publica» (?). Pero es que ni siquiera parece que contra la decisión de la entidad gestora, ni contra sus posibles actuaciones discrecionales o arbitrarias quepa otro recurso que la acción de responsabilidad (art. 7 *in fine*). Y no olvidemos que la entidad gestora del Registro está movida por ánimo de lucro. Por lo demás, no se parecen conocer las ventajas del sistema de retribución arancelaria y se confía todo el sistema de retribución, con cierta ingenuidad, al juego del mercado; no obstante el poderoso efecto de fe pública que el Registro genera.

IV. Se pretende, por fin, un sistema de protección al inversor y garantía de «honorabilidad empresarial y profesional» de los miembros de los consejos de administración de las sociedades y agencias, así como su experiencia (art. 66) y se desdeña la pieza preciosa del logro de ese laudable propósito: la calificación independiente por un profesional jurídico especializado.

Las recomendaciones finales que se imponen son:

1. La conveniencia, en el desarrollo reglamentario, de establecer la supletoriedad de las normas de la legislación hipotecaria, en cuanto no resulten contradictorias con las características del sistema, o, en todo caso, aprovechar la lección de nuestros Registros Mercantil y de la Propiedad.

2. Lo procedente que sería que el legislador contemplara o el Colegio Nacional de Registradores decidiera la intervención de los Registradores mercantiles y de la propiedad en la llevanza de un Registro que parece lindar entre ambos, como situación transitoria hasta la construcción de un sistema completo de publicidad mobiliaria registral.

## OTROS SISTEMAS REGISTRALES PROXIMOS

Mencionemos en primer lugar, para su comparación con el de anotaciones en cuenta, el *registro de acciones nominativas*, para luego estudiar el *registro de participaciones de las sociedades limitadas*:

El libro-registro tradicional de acciones nominativas vendrá a ser sustituido, con la Ley nueva, por un «registro de acciones nominativas» [art. 38 b)], que puede llevarse por libros (soporte material tradicional), o mediante métodos informáticos. Su gestión se encomienda a los órganos de administración social. ¿Qué semejanzas y diferencias existirán entre un registro de acciones nominativas llevado por procedimientos informáticos y el que exige la representación de títulos mediante anotaciones en cuenta?

Desde luego, la semejanza técnica en la llevanza, permitirá en ambos casos el ahorro de la documentación de los valores [desaparece, salvo que otra cosa dispongan los estatutos, la obligatoriedad/derecho de emisión de títulos para su entrega a los accionistas. Tratándose de nominativas: art. 38 b)]. La Ley de tradición de las acciones nominativas será la existente con la vigente normativa, en el bien entendido que puede existir tradición registral, mediante la sustitución de la entrega del título por un apunte contable, cuyo contenido establece el artículo 38 b) citado.

En ambos casos —anotaciones en cuenta, registro de acciones nominativas— se acredita la legitimidad del adquirente frente a la sociedad emisora mediante un resguardo o certificación [art. 38 b) Ley], y una comunicación —notificación por escrito— del negocio causal, constituye al encargado de la llevanza del Registro, en la obligación de extender el asiento con la debida diligencia y celeridad. Esta inscripción legitima a su titular para el ejercicio de los derechos frente a la sociedad, de manera que ésta no puede desconocer a quien, según el Registro, es titular de derechos sobre las acciones emitidas (en situaciones tales como las de pago de dividendos, restitución del valor de las acciones amortizadas, adjudicaciones en pago del haber de liquidación, canje o estampillado, ejercicio de los derechos de voto o información, etc.). Por contra, la sociedad emisora podrá desconocer al adquirente que no inscribió su derecho.

Las diferencias, sin embargo, son notables: en el caso del registro de acciones nominativas, la llevanza se encomienda a la propia sociedad emisora y no a un tercero especializado (sistema hetero-registral), y especialmente *el registro de acciones nominativas no goza de los beneficios de la fides publica registral*:

Supóngase que «B» fuerza a «A» a transmitirle sus acciones en una

sociedad anónima, mediante dolo, fraude o violencia. Si se apresura a su vez a transmitir las a «C», quien de buena fe las recibe de quien en el registro de acciones nominativas estaba facultado para transmitir las, esto no permite a «C» oponerse a las pretensiones de restitución de «A» por el sólo hecho de haber confiado en lo que el Registro publicaba (aunque sí pueda oponerse en virtud del 464 del Código Civil si su protección le ampara, o si ha prescrito su dominio). Por contra, esta es precisamente la situación en el caso de valores representados mediante anotaciones en cuenta. Y valga lo expuesto, por ejemplo, para el caso de embargo de acciones no inscrito frente al adquirente con buena fe del embargado.

Por fin, es obvio señalar que tratándose de participaciones de una sociedad limitada, el sistema registral diseñado para la constancia de sus transmisiones en el Derecho actual es de los de seguridad jurídica. El Registro Mercantil funciona como Registro de bienes —como ocurre en buques y aeronaves— y los principios, v. gr., de fe pública registral, tracto sucesivo, publicidad formal y calificación, entre otros, son de rigurosa aplicación. Compárese esta situación con el juicio que nos ha merecido el Registro llevado por el sistema de anotaciones en cuenta. ¿Qué juicio nos merece, a la luz de lo expuesto, la proyectada supresión de la publicidad registral mercantil?

Estamos de acuerdo con la doctrina (SÁNCHEZ RUS, GONDRA ROMERO) en que no puede ser sino negativo. Con el pretendido propósito de flexibilizar y agilizar el tráfico mercantil se suprime el Registro Mercantil para su desdichada sustitución por un Registro privado que llevará la propia sociedad, con el consiguiente menosprecio de las garantías de la seguridad jurídica en puntos tan importantes como publicidad formal (¿quién y cómo puede conocer el contenido del Registro privado?), fe pública (no hay modo de hacer valer lo inscrito, frente a tercero distinto de la sociedad), calificación (con la consiguiente ausencia de imparcialidad, nivel técnico especializado de conocimientos, exigible del encargado del Registro...), control del número máximo de socios...

En suma: se pretende una poco sopesada privatización de las funciones registrales —finalidad que existe en la legislación del Mercados de Valores— para la sustitución por un Registro, privado de fe pública —de la que sí goza el Mercantil o el sistema de anotaciones en cuenta—, con el propósito de agilizar un tráfico que sin embargo, exige escritura pública (¿para qué?, habida cuenta de la supresión del registro de participaciones en el mercantil y la general supresión de la intermediación de fedatario en la transmisión de valores).

LUIS FERNÁNDEZ DEL POZO  
 Registrador Mercantil de Barcelona

Artículos citados en el texto de la Ley 24/1988, de 28 de julio:

## CAPITULO II

### DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA

Art. 5.º Los valores negociables podrán presentarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. La modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión.

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será irreversible.

La representación por medio de títulos será reversible. El paso al sistema de anotaciones en cuenta podrá hacerse, no obstante lo dispuesto en el párrafo primero, a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento a la transformación.

El Gobierno podrá establecer, con carácter general para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta sea condición necesaria para la admisión a negociación en uno u otro mercado secundario oficial de valores. Asimismo, determinará los supuestos excepcionales en que no será de aplicación lo dispuesto en el párrafo segundo.

Art. 6.º La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta requerirá siempre el otorgamiento de escritura pública en la que consten la denominación, número de unidades, valor nominal y demás características y condiciones de los valores integrados en la emisión. Dicha escritura podrá sustituirse, en su caso, por la de emisión.

La entidad emisora deberá depositar una copia de la escritura ante la entidad encargada del registro contable y otra ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quien lo incorporará al correspondiente registro público previsto en el artículo 92. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, deberá depositarse también una copia ante su organismo rector.

La entidad emisora y la encargada del registro contable habrán de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general una copia de la referida escritura.

En el caso de las emisiones de Deuda del Estado y de las Comunidades Autónomas, así como en aquellos otros supuestos en que se halle establecido legalmente, la publicación de las características de la emisión en el *Boletín Oficial* correspondiente sustituirá a la escritura pública contemplada en los párrafos anteriores.

Art. 7.º La llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión será atribuida a una única entidad.

Cuando se trate de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales, dicha entidad será libremente designada por la emisora entre las que ostenten la condición de sociedad y agencia de valores. La designación deberá ser inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores previsto en el artículo 92 de esta Ley, como requisito previo al comienzo de la llevanza del registro contable.

Cuando se trate de valores admitidos o negociados en las Bolsas de Valores, la llevanza del registro contable habrá de encomendarse necesariamente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en exclusiva o, si así se establece, de modo conjunto con sus entidades adheridas, en cuyo caso tendrá aquél carácter de Registro Central. No obstante, tal llevanza corresponderá, en su caso, a la sociedad rectora de la Bolsa correspondiente si así se determina, de conformidad con lo previsto en el párrafo segundo del artículo 54.

Cuando se trate de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública, la llevanza del registro corresponderá a la Central de Anotaciones como registro central y a las entidades gestoras.

El Gobierno establecerá, en relación con las distintas entidades a las que se enco-

mienda la llevanza de los registros contables y los distintos tipos de valores, las normas de organización y funcionamiento de los correspondientes registros, los sistemas de identificación y control de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como las relaciones de aquellas entidades con los emisores y su intervención en la administración de los valores.

La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros darán lugar a la responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado, frente a quienes resulten perjudicados. Dicha responsabilidad, en la medida de lo posible, habrá de hacerse efectiva en especie.

Art. 8.º Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable, que, en su caso, será el de carácter central, quedando desde entonces sometidos a las disposiciones de este capítulo. El contenido de los valores anotados vendrá determinado por la escritura prevista en el artículo 6.

Los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones.

Reglamentariamente se establecerán las condiciones para que los valores representados mediante anotaciones en cuenta funcionen como fungibles a efectos de las operaciones de compensación y liquidación.

Art. 9.º 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 transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.

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 de mala fe o con culpa grave.

La entidad emisora sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura prevista en el artículo 6 y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos.

Art. 10. 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 haya practicado la correspondiente inscripción.

Art. 11. La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta.

La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en favor del legitimado, se liberará aunque éste no sea el titular del valor.

Para la transmisión y el ejercicio de los derechos que correspondan al titular será precisa la previa inscripción a su favor.

Art. 12. La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados que serán oportunamente expedidos por las entidades encargadas de los registros contables, de conformidad con sus propios asientos.

Dichos certificados no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación. Serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados.

No podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado.

Las entidades encargadas de los registros contables y los miembros de los Mercados de Valores no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones si el disponente no ha restituido previamente los certificados expedidos a su favor. La obligación de restitución decae cuando el certificado haya quedado privado de valor.