

CANDIDO PAZ-ARES

LA DESINCORPORACION DE LOS TITULOS-VALOR

(El marco conceptual de las
anotaciones en cuenta)

NIHI PRUS FIDE

NOTARIO

COLEGIOS NOTARIALES DE ESPAÑA

LA DESINCORPORACION DE LOS TITULOS-VALOR (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)¹

Don Cándido Paz-Ares
Catedrático de Derecho Mercantil

Sumario: § 1. Introducción. § 2. La categoría de la incorporación en la dogmática de los títulos-valor. § 3. Las razones de la desincorporación. § 4. El significado jurídico de la desincorporación en las distintas fases de su evolución. § 5. El modelo de desincorporación adoptado por el legislador español. § 6. Consideración final: hacia una teoría general de los derechos-valor.

§ 1. Introducción

•

La ponencia que me ha sido encomendada dentro de este ciclo versa sobre las anotaciones en cuenta. He de comenzar confesando que mi relación con el tema dista mucho de ser neutral. Está más cerca de la que tiene un padre con su criatura que de la que debiera tener un profesor con un trozo o fragmento de su disciplina. La normativa que hoy se aloja en los artículos 5-12 LMV, para bien o para mal, procede en buena medida del estudio y borrador de regulación que en su momento realicé por encargo de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Pero nada de esto significa que me encuentre incómodo con el tema. Todo lo contrario. En este sentido he de confesar

¹ Texto de la conferencia dictada en el Colegio Notarial de Madrid el día 21 de febrero de 1995.

también que cuando recibí el encargo del Colegio Notarial de Madrid de preparar esta disertación me sentí especialmente complacido. Se me brindaba una magnífica ocasión para hacer explícito el *back-ground* de la regulación de las anotaciones en cuenta tal y como yo lo había entendido o intuido cuando hube de acometer aquella honrosa tarea prelegislativa. De esto precisamente quiero hablarles esta tarde, en un tono y con un punto de vista más retrospectivo que prospectivo. Mi propósito, en efecto, no es analizar el notable desarrollo doctrinal y normativo que ha experimentado en estos años la materia, sino cumplir un cometido mucho más preliminar. Se trata simplemente de esbozar el cuadro histórico y dogmático dentro del cual encuentra su sitio el fenómeno de las anotaciones en cuenta. Lo que me propongo mostrar es que el marco conceptual de esta nueva forma de representación de los valores no se halla tanto -como con frecuencia se piensa e incluso da a entender algún que otro precepto de la normativa positiva- en la doctrina registral o hipotecaria cuanto en la teoría de los títulos-valor. De ahí el rótulo que he escogido para encabezar la disertación: *la desincorporación de los títulos-valor*.

Como es sabido, bajo esta expresión -u otras similares (desmaterialización, destitución, etc.)- se alude a un fenómeno proteico y pluriforme que ofrece al estudioso múltiples facetas o dimensiones de análisis (administrativo-contable, informática, económico-financiera, etc.). Naturalmente me ocuparé sólo de la faceta o dimensión estrictamente jurídica; y aun dentro de ésta, limitaré la atención a la incidencia del fenómeno en el derecho de los títulos-valor, dejando para mejor ocasión la rica problemática que se suscita en el ámbito del derecho bursátil, del derecho bancario y aun del derecho de sociedades. Acotado así el campo de la exposición, resulta obvio que el punto de vista que ha de adoptarse para conducirla es el propio del derecho de los títulos-valor, es decir, el de la protección de la circulación de los derechos o protección de la seguridad del tráfico.

§ 2. La categoría de la incorporación en la dogmática de los títulos-valor

Hechas estas aclaraciones preliminares, entro ya, aunque sea por la puerta más remota, en el tema de la exposición. La primera observación que se me ocurre al respecto es que si hoy en día hablamos de la desincorporación de los valores es porque previamente se había

producido su incorporación a los títulos. De lo cual se desprende que para escrutar con cierta penetración el significado de aquel fenómeno es preciso comenzar examinando el significado de éste. Paso a exponer, pues, con la mayor brevedad y sencillez posibles, cuál es el sentido de la incorporación y qué razones sistemáticas y funcionales la han propiciado dando pie con ello al surgimiento de ese derecho especial de la circulación que denominamos derecho de los títulos-valor.

I. Los derechos especiales surgen cuando en la vida social se presentan necesidades que el derecho común no está en condiciones de satisfacer. Las necesidades que viene a subvenir el derecho especial de los títulos-valor son -como de todos es bien sabido- las relativas a la *seguridad en la circulación de los derechos*-, para lo cual trata de garantizar materialmente la posición jurídica del adquirente y de facilitar, en el orden formal, el ejercicio de sus derechos. La disciplina común de la cesión de créditos no puede atender esas necesidades, básicamente porque se halla construida para tutelar la posición del deudor (y en su caso la del titular del derecho o la de sus acreedores). No quiere decirse con esto que la disciplina de la cesión, tal y como está articulada por el derecho común (arts. 1.526 ss. CC y 347-348 C. de C.), carezca de racionalidad; antes al contrario, está dotada de una racionalidad impecable, que se explica en función de dos condicionamientos de partida. El primero es de naturaleza valorativa. La disciplina de la cesión, como derecho general que es, está pensada para la generalidad de los derechos y la generalidad de los derechos carecen de *vocación circulatoria*, es decir: cuando nacen en el ámbito del deudor no están objetiva y típicamente destinados a la circulación. Esta razón, unida al hecho de que el negocio de cesión se perfecciona y es eficaz sin la intervención, directa o indirecta, del deudor, determina la necesidad de que su posición no se deteriore de ninguna manera sin el concurso de su consentimiento. El segundo condicionamiento es de naturaleza técnica o estructural. Los derechos que están llamados a circular por el cauce de la cesión constituyen realidades invisibles e intangibles; son -como dice nuestro Código Civil- «derechos incorporales». Es obvio, por tanto, que al carecer de un soporte apariencial, no pueden ser objeto de la protección de la confianza del tercer adquirente. El problema del derecho de obligaciones en este terreno es que carece de la publicidad que caracteriza al derecho de cosas.

II. El derecho especial de los títulos-valor constituye una alternativa al derecho común de la cesión y por consiguiente se articula superando sus condicionamientos. El primero lo suple mediante su propia especialidad, es decir, acotando su ámbito objetivo y contrayéndolo a *los derechos con vocación circulatoria*, a aquellos derechos que en el ámbito del deudor se hallan objetiva y típicamente destinados a la circulación. De esta manera, siendo el deudor mismo el autor del derecho circulante, se hace tolerable alojar sobre su esfera ciertos riesgos asociados a la circulación. Al fin y al cabo él sabe de antemano a lo que se expone si suscribe una letra de cambio o emite un título al portador.

La vocación circulatoria constituye una condición necesaria, pero no es suficiente para construir un derecho especial de la circulación. Es preciso además superar el condicionamiento técnico de la incorporealidad de los derechos estableciendo un *mecanismo de publicidad*, cuyas informaciones puedan ser protegidas por el ordenamiento en interés del tráfico. Esto es justamente lo que hace el derecho de los títulos-valor al *incorporar el derecho al título* y convertirlo en una cosa mueble susceptible de ser poseída y consultada y de aprovecharse de los beneficios de la publicidad posesoria. La incorporación a que nos estamos refiriendo no es, sin embargo, un simple proceso material de transcripción de un crédito a un documento, sino el resultado conseguido por el ordenamiento al decretar que la *constitución, la transmisión y el ejercicio del derecho sólo tienen lugar como consecuencia de la producción, de la tradición y de la presentación del título que lo documenta*. Esta definición refleja la escala máxima de la incorporación (propia de los títulos cambiarios); en su escala intermedia, la incorporación sólo abarca los planos de la transmisión y del ejercicio del derecho (así sucede en los títulos de tradición y en los títulos del mercado de capitales al portador); en su escala mínima de intensidad, la incorporación únicamente se produce en el plano del ejercicio del derecho (esta es la característica de los títulos nominativos). Por esta razón considero que en nuestro derecho debe acogerse la noción amplia de título-valor, cuyo único requisito es el principio de presentación o incorporación en la última fase.

Veamos ahora qué efectos normativos despliega la incorporación al objeto de proteger la circulación de los derechos y facilitar su realización. Este análisis vamos a desarrollarlo en cada uno de los planos en que aquella se manifiesta:

1. *En el plano del ejercicio de los derechos, la incorporación significa que los derechos no pueden ejercitarse sin la posesión del título.* Esta circunstancia permite establecer ciertas reglas o principios que fortalecen la posición del adquirente:

a) Me refiero, en primer lugar, al propio *principio de presentación*, mediante cuyo establecimiento se suprime el riesgo de liberación del deudor que el artículo 1.257 CC pone a cargo del adquirente. Este riesgo se suprime por la sencilla razón de que el deudor, aun cuando no haya sabido de la cesión, no se libera pagando al cedente. Sólo se libera pagando al tenedor del título. A la publicidad posesoria se le atribuyen ciertos efectos que hacen menos costoso el tráfico.

b) La incorporación permite también el establecimiento del *principio de legitimación*, a tenor del cual el poseedor del título -como el poseedor de un bien mueble- queda eximido de probar su derecho. Los efectos legitimadores de la publicidad posesoria (art. 464 CC²) se trasvasan así, por medio del artificio de la incorporación, al campo del derecho de obligaciones, con el resultado de liberar al adquirente del riesgo o dificultad de probar la existencia del derecho y su titularidad. Riesgo o dificultad que en el derecho común de la cesión no es escaso pues el cesionario, para pretender la realización del crédito frente al *debitar cessus*, ha de acreditar, en primer lugar, su condición de acreedor legítimo (v. art. 1.162 CC), para lo cual tendrá que probar la validez de la cesión (y en su caso de una cadena ininterrumpidamente válida de cesiones) y, en segundo término, de acuerdo con la regla general del art. 1.214 CC, tendrá que demostrar la existencia y validez del crédito que reclama.

c) Naturalmente, el principio de legitimación activa va acompañado de un *principio de legitimación pasiva*, en virtud del cual el pago hecho de buena fe al «acreedor aparente» -es decir, al poseedor del documento que incorpora el derecho- libera al deudor.

2. *En el plano de la transmisión de los derechos, la incorporación significa que los derechos no pueden ser transmitidos sin la entrega del título.*

² En la interpretación «romanista», tan convincentemente desarrollada por el prof. J. M. MIQUEL. La norma que convencionalmente suele invocarse es el art. 448 CC, pero como también ha demostrado MIQUEL su significación es distinta.

a) Por medio de la incorporación se logra en definitiva someter la circulación de los derechos obligatorios a las normas de los derechos reales (v. art. 609 CC), rigiendo en consecuencia *el principio de tradición*, que -como es sabido- es la forma de publicidad de la transmisión. En el derecho común de la cesión los derechos circulan sigilosamente, por mera volición. Esta falta de publicidad hace que el adquirente quede sometido al riesgo de que, con posterioridad a la cesión, los terceros le reclamen la devolución del crédito adquirido (art. 1.526 CC). Este riesgo no lo soporta en cambio el adquirente de un título-valor, puesto que su adquisición se halla dotada de publicidad posesoria y por consiguiente es oponible *erga omnes*.

b) La incorporación permite al propio tiempo fortalecer la posición del adquirente por medio de normas específicas del derecho de cosas. Me refiero, sobre todo, al *principio de adquisición a non domino* (art. 85 C de C). La base de esta protección se halla de nuevo en la publicidad posesoria, en la eficacia legitimadora que la posesión tiene frente a terceros. Por esta vía se libera al adquirente del riesgo de pertenencia del crédito o riesgo -para decirlo con palabras del art. 348 C de C- de la «personalidad del cedente» que el derecho común carga sobre sus espaldas.

c) El *principio de limitación de excepciones* es más complejo. En parte tiene raíces estrictamente obligatorias (me refiero al principio de la abstracción). Pero en parte se conecta a la eficacia jurí-dico-real de la incorporación. En este punto reaparece de nuevo el principio de apariencia, con una eficacia que evoca -pero simplemente evoca- la que despliega el folio registral. Dicho principio, en efecto, sólo puede establecerse si existe un mecanismo de publicidad -en nuestro caso es el título-valor-, a cuyas informaciones el ordenamiento pueda otorgar efectos positivos y negativos. Esto es justamente lo que hace el derecho especial de los títulos-valor, con la consecuencia tan benéfica para el tráfico de liberar al adquirente del riesgo de existencia y consistencia del derecho que la disciplina común de la cesión de créditos pone a su cargo (según se infiere de los arts. 1.529.1 CC, 348 C de C, 1.198 CC *a sensu contrario* y, en general, de la construcción legislativa de la cesión como sucesión: *cessionarius utitur iure cedentis*, decía ya Dig. I, 17, 68).

3. *En el plano de la constitución de los derechos, la incorporación significa que los derechos no se constituyen sin la creación o*

producción del título. Este grado extremo de intensidad de la incorporación sólo se produce, propiamente hablando, en los llamados títulos constitutivos. La constitución del crédito cambiado, por ejemplo, depende de que se cree un documento y se formalice adecuadamente como letra de cambio. En sentido impropio, no obstante, cabe afirmar que también en el campo de los títulos declarativos existe una cierta incorporación en la fase de creación del documento. Es cierto que la condición de socio o de prestamista no depende de que se emitan y entreguen las acciones o las obligaciones. No es menos cierto, sin embargo, que entretanto los derechos respectivos se gobiernan por el derecho común y no por el derecho especial de los títulos-valor. La producción del documento surte pues ciertos efectos sustantivos, al menos en el sentido de que modifica el régimen jurídico de los derechos mencionados.

III. Precisado este último extremo podemos recapitular afirmando que la incorporación constituye un expediente doctrinal por medio del cual se reifica o cosifica un «derecho incorporal» al objeto de sustraer su circulación a las reglas poco favorables del derecho de obligaciones y de someterla a las más favorables del derecho de cosas. En realidad, el derecho especial de los títulos-valor no es más que el intento de trasladar al campo de las obligaciones principios jurídicos de los derechos reales. *La clave de vertebración del sistema reside en la publicidad posesoria que permite la incorporación.* Dicho esto, enseguida ha de advertirse que, no obstante, la incorporación no es un proceso taumatúrgico que transfigure un derecho en una cosa, sino un proceso instrumental que, en función de determinados fines, hace posible -en ocasiones y con límites- tratar un derecho como si fuese una cosa. Desde el punto de vista técnico, no es más que una ficción a mitad de camino entre *\afictio iuris* y *la fictio juristas*.

§ 3. Las razones de la desincorporación

Hasta el momento hemos tratado de perfilar, probablemente con más simplificaciones y menos precisiones de las que eran menester, el significado jurídico de la incorporación. Es tiempo ahora de hacer balance de su significado económico.

I. Si tuviéramos que compendiar en una fórmula sencilla el gran servicio prestado por la incorporación al comercio mobiliario afirmaríamos, sin vacilar, que éste ha consistido en *rebajar los costes jurídicos* (que son costes económicos) de la circulación de los derechos. Pero al lado de este fenómeno de reducción de costes jurídicos, no podemos olvidar que la incorporación, simultáneamente, también ha *incrementado los costes administrativos* (que asimismo son costes económicos) de la circulación de los derechos. La incorporación es, en efecto, una operación costosa, pues, en la medida en que necesita producir el papel, genera *costes de impresión*; en la medida en que el papel producido adquiere un notable valor y queda expuesto al riesgo de pérdida, sustracción y destrucción, *genera costes de custodia*; y, finalmente, en la medida en que el papel ha de desplazarse para la transmisión y el ejercicio de los derechos, genera *costes de manipulación*. Estos costes, sin embargo, no han impedido el desarrollo y expansión de los títulos-valor. Tradicionalmente, en efecto, apenas representaban un estorbo para la circulación. Comparados con los beneficios jurídicos que deparaba la incorporación, eran tan exiguos que a nadie resultaba rentable, tratándose de derechos con vocación circulatoria, prescindir de ella y optar por el circuito alternativo del derecho común. Es así como se explica el éxito de este singular mecanismo (más un invento de los juristas que una creación del comercio) y el ritmo y volumen siempre crecientes de la circulación de los títulos y de los títulos en circulación.

Pero todo tiene su punto de saturación. Y a esta regla inexorable de la física no escapa ciertamente el fenómeno propiciado por la incorporación -por el título-valor- que, paradójicamente, se convierte así en la víctima de su propio éxito. La masificación de títulos en el mercado y el frenesí de su circulación comienzan, en efecto, a generar diseconomías de escala determinando el crecimiento geométrico de los costes administrativos de la incorporación. El resultado es lo que gráficamente se ha denominado *paper crunch*. Esta circunstancia, unida a la aparición y difusión de sistemas de tratamiento de la información más rápidos y económicos, desencadenará -me temo que irreversiblemente-, el fenómeno de la desincorporación de los títulos-valor.

II. Dicho esto, he de precisar enseguida que el mencionado fenómeno de la desincorporación de los títulos-valor, tal y como se está desarrollando en la hora presente y tal y como se insinúa en el porvenir más inmediato, tiene su foco de expansión o de propagación en el

títulos del mercado de capitales o valores mobiliarios (acciones, obligaciones, deuda pública, etc.), siendo además en este sector donde ha encontrado más pronta plasmación legislativa. Por estas razones -y aun sin desconocer que el fenómeno también deja sentir sus efectos en el ámbito de los títulos individuales o efectos de comercio- voy a concentrar mi atención en el primero de los sectores mencionados, que es precisamente el ámbito en que se han desarrollado las «anotaciones en cuenta». Que el semillero de la desincorporación se encuentre localizado en el campo de los valores mobiliarios es circunstancia que, por lo demás, no debe extrañar. No en vano los valores mobiliarios se caracterizan por ser títulos en masa; y la masa y masificación de los títulos es lo que provoca, según advertíamos hace unos instantes, que la «servidumbre del papel» se tome a cada paso más gravosa. Según datos que en su momento me fueron suministrados por la asesoría económica de la Bolsa madrileña, el número de títulos cotizados andaba a finales de los ochenta por los 3.000 millones, es decir, dos o tres veces más que el de billetes en circulación. Estas magnitudes, no es difícil apercibirse de ello, disparan los costes administrativos de la incorporación: se elevan considerablemente los *costes de impresión*, pues a medida que crece el volumen de títulos aumenta el riesgo de falsificación, lo cual obliga a imprimir los títulos con papel especial y mediante procedimientos especiales que encarecen su producción. Ya en el año 1970 el valor de impresión de las acciones de 500 ptas. oscilaba entre el 1% y el 1,5% de su nominal. También crecen, y no en menor proporción, los *costes de custodia*. Pero sobre todo son los *costes de manipulación del papel*, de la manipulación necesaria para el ejercicio y transmisión de los derechos, los que se hacen insoportables. Ha de tenerse en cuenta que en este tipo de procesos se ven implicadas o pueden verse implicadas tres clases de sujetos: las sociedades emisoras, las entidades financieras que administran las carteras de valores de sus clientes y los miembros del mercado bursátil, a través de las cuales se negocia la mayor parte de los valores en circulación. Todos estos sujetos -y los titulares en un determinado momento- han de identificar e individualizar los títulos, traerlos y llevarlos, cortarles los cupones, depositarlos en la sociedad, recontarlos, comprobar la correspondencia de su numeración, etc. Un trabajo minucioso de volúmenes titánicos.

III. Todas estas circunstancias han venido presionando, y no precisamente desde ayer, en favor de una decidida *racionalización eco-*

*lnómico-administrativa de la gestión de los títulos que, por más que nos pese a los aficionados al derecho de los títulos-valor, pasa necesariamente por su desincorporación. ¿Y en qué consiste -me preguntarán- esta tan citada y nunca definida desincorporación? Desde el punto de vista económico-administrativo, la pregunta no ofrece dificultades. La desincorporación consiste en la inutilización del título, bien sea por medio de su absoluta supresión, bien por medio de su más o menos generosa inmovilización. Desde el punto de vista jurídico, la cuestión es más delicada. Creemos, no obstante, que puede resolverse convenientemente si operamos con relación a la noción de incorporación desarrollado en la primera parte de esta disertación. Situados en esta perspectiva, el concepto de desincorporación agruparía *todos aquellos fenómenos, tanto fácticos como normativos, por virtud de los cuales la existencia, la transmisión o el ejercicio del derecho se desgaja o independiza, en mayor o menor medida, de la producción, de la tradición o de la presentación del título en que tradicionalmente se hallaba documentado.* Esta definición o descripción del fenómeno puede servirnos, me parece, para plantear adecuadamente el análisis de la génesis histórica de las anotaciones en cuenta.*

§ 4. El significado jurídico de la desincorporación en las distintas fases de su evolución

Y es que, en nuestra opinión, el sistema de anotaciones en cuenta no puede entenderse como una construcción legislativa que hace tabla rasa con el pasado, sino como la culminación de un proceso gradual, que final y felizmente ha permitido sobrevivir la doctrina de los títulos-valor una vez que éstos han entrado definitivamente en crisis como mecanismos de representación de los derechos. Por esta razón, me parece altamente conveniente repasar esa historia reciente. No se trata de hacer memoria, sino de conceptualizar los diversos modelos de desincorporación que han ido cristalizando en la evolución contemporánea y de verificar, en relación a cada uno de ellos, en qué medida la retirada de escena del título ha afectado a las propiedades normativas de los derechos que se compendian bajo el concepto de «incorporación».

I. Para comprender este planteamiento, hemos de tener en cuenta que el proceso de desincorporación puede ser -y, de hecho,

ha sido- construido tanto como un *proceso de desestructuración del derecho especial de los títulos valor* (apto para sepultar una de las más admirables creaciones de la ciencia jurídica) o como un *proceso de reestructuración* de ese derecho especial, capaz de asegurar, bajo una indumentaria más consonante con el signo de los tiempos, su pervivencia e incluso su renovado protagonismo en el ámbito de la movilización de la riqueza.

1. A favor de la primera hipótesis -de la hipótesis de la desestructuración- milita una razón de *tipo estructural*. Desde el punto de vista jurídico-positivo, en efecto, los derechos que se desincorporan, y en la medida en que se desincorporan, se convierten, utilizando la terminología del Código Civil, en «derechos incorpóreos», y, por consiguiente, en principio al menos, quedan sometidos a la disciplina de derecho común sobre la cesión de créditos. De afirmarse esta hipótesis, la desincorporación recordaría -como ha señalado Oliven-cia- al trabajo de Penélope de destejer lo tejido. El resultado sería volver a poner las cosas en el sitio -en el derecho común- en el que originariamente estuvieron. Esto significaría renunciar a las ventajas jurídicas del derecho especial para franquear sus desventajas económicas. El movimiento, me parece, sería claramente regresivo.

2. A favor de la segunda hipótesis -de la «hipótesis de la reestructuración»- milita una *razón de orden funcional*. Desde el punto de vista jurídico-valorativo, en efecto, los derechos que se desincorporan, aun perdiendo su condición de cosas muebles, conservan su vocación circulatoria. Indudablemente, esta es la circunstancia decisiva. De ahí la conveniencia de someter los derechos desincorporados al gobierno del derecho especial de los títulos-valor, debidamente rearticulado o reacomodado, como es natural a las particularidades técnicas y operativas de los nuevos soportes de la información. En este caso no habría que renunciar a las ventajas jurídicas del derecho especial, sino que a éstas vendrían a sumarse a las ventajas económicas o administrativas de la desincorporación. El movimiento tendría entonces una orientación marcadamente progresiva, de progreso, cabría afirmar, hacia esa nueva categoría del *derecho-valor* que poco a poco va afianzándose en el horizonte doctrinal de nuestra época.

3. Puede decirse, en conclusión, que a los derechos desincorporados, si bien *estructuralmente*, en cuanto «incorpóreos», les corres-

ponde circular por el cauce de la cesión de créditos, *funcionalmente*, en cuanto destinados a la circulación, deben de circular como si fuesen títulos-valor. El dilema que plantea la desincorporación es, como se ve, grave y nada fácil de responder. De ello dan buen testimonio las vacilaciones doctrinales que dentro y fuera de nuestras fronteras suscita el fenómeno. Lo razonable, como finalmente ha sucedido, es que sea esta última hipótesis o hipótesis de la reestructuración la que triunfe. Pero como veremos, el proceso fue trabajoso. El análisis que hemos proyectado conviene efectuarlo, como decíamos, por partes; es decir, desglosando los distintos planos -el plano de la constitución, el plano de la transmisión y el plano del ejercicio de los derechos- en que se refracta o descompone el fenómeno de la desincorporación. Esta es, por lo demás, la única manera posible de reconstruir la evolución histórica del fenómeno. No puede olvidarse que en el terreno de los valores mobiliarios, la desincorporación comienza manifestándose inicialmente como un expediente de simplificación meramente convencional o fáctico y con un alcance limitado, y que sólo con el paso del tiempo acabará por tener cobertura normativa y una mayor extensión funcional.

II. La experiencia de la desincorporación se limita en sus orígenes al plano del ejercicio de los derechos. Se *desincorpora simplemente el ejercicio de los derechos*. Por acuerdo de los operadores o simplemente por la praxis de alguno de ellos el ejercicio de los derechos o de ciertos derechos incorporados, se desgaja o independiza de la presentación del título. Estas prácticas, que se introducen al objeto de no tener que movilizar los documentos entregados al banco en concepto de depósito administrado de valores (art. 308 C de C), consisten básicamente en el ejercicio de los derechos políticos mediante tarjetas de asistencia a la junta o mediante certificados acreditativos del depósito de títulos expedidos por las entidades bancarias y en el ejercicio de los derechos económicos relativos a la suscripción preferente, los dividendos o intereses sustituyendo la presentación y corte de cupones por controles numéricos mediante ordenadores y otros procedimientos similares. En nuestra experiencia doméstica respondían a este esquema los llamados sistemas Serlide, Orlide, Serlival y Sertino.

La desincorporación tiene en estos casos una valencia o significación claramente *desestructuradora*, puesto que conduce a someter el ejercicio de los derechos a la disciplina del derecho común en lugar de a la más cierta y segura del derecho de los títulos-valor. Esto

es evidente, salvo que exista alguna norma legal que expresamente reestructure este sector de la materia atribuyendo una eficacia equivalente a la presentación del título al uso de otros procedimientos. Tal es el caso, por ejemplo, del artículo 58 LSA, en cuya virtud el ejercicio de algunos derechos sociales puede efectuarse, sin pérdida de eficacia certular, por medio del certificado bancario de depósito de los valores. Fuera de estas hipótesis, sin embargo, el riesgo de operar al margen del título recae sobre los operadores. Así, por ejemplo, el pago realizado por la sociedad carece de eficacia liberatoria, de modo que si ha pagado a un no titular o ha permitido votar a un no socio quede expuesta al peligro de que el verdadero titular le reclame de nuevo o impugne los acuerdos adoptados. Otro tanto sucede con el accionista o el obligacionista, que, salvo que conste lo contrario en pacto expreso, no pueden confiar a la hora de reclamar a la sociedad, en la eficacia legitimadora de los instrumentos sustitutos del título; etcétera.

III. El paso siguiente de este proceso de racionalización de la gestión de los valores mobiliarios extiende la desincorporación al plano de la transmisión. *Además del ejercicio de los derechos, se desincorpora su transmisión.* El mecanismo ideado para lograr estos objetivos consiste en la introducción de un sistema de depósito colectivo para la administración de valores. El origen de este tipo de experiencias se halla -como es sabido- en la práctica bancaria alemana, desde donde se extiende a todos los sistemas continentales. Su consagración legal vendrá más tarde con ritmos y reglas no siempre coincidentes. En Alemania se producirá por medio de la *Depotgesetz* de 1941. Durante ese mismo año se dicta en Francia, el 18 de junio, una ley destinada al mismo fin, aunque la normativa que habrá de perdurar en este país es la contenida en el Decreto de 4 de agosto de 1949, por el que se organiza la central *Sicovam*. Recientemente, según veremos más adelante, el legislador galo suprime este sistema reemplazándolo por uno de corte más radical. En Bélgica, el mecanismo adquiere carta de naturaleza legal a través del Decreto de 1967. Han de recordarse también, y muy especialmente, las experiencias japonesa e italiana, que en época muy reciente han sido ordenadas por sendas piezas legislativas dotadas de una perfección técnica muy superior a la que caracteriza a sus predecesoras. Me refiero a la ley japonesa de 10 de mayo de 1984 y a la ley italiana de 19 de junio de 1986 relativa a la administración centralizada de va-

lores mobiliarios por la *Monte Titoli S.p.A.* Otros países están a la espera de un pronunciamiento legislativo. Tal es el caso de Suiza, cuyo sistema articulado en torno a la *Sega*, es de origen convencional. En nuestro ordenamiento -como es sabido- el sistema fue consagrado reglamentariamente por medio del Decreto de 25 de abril de 1974 y su Orden de desarrollo de 20 de mayo del mismo año. A los fines de esta exposición no nos interesa analizar con detalle la vertebración y regulación del sistema de depósito colectivo, sino tan sólo averiguar los mecanismos básicos a través de los cuales se hace posible desgajar o independizar la transmisión y el ejercicio del derecho de la tradición y presentación del papel. Una vez realizada esta tarea estaremos en condiciones de detectar si por medio de esta técnica de desincorporación se desestructura o reestructura el derecho de los títulos-valor.

1. La base del sistema radica en que el derecho no se desincorpora en la fase de constitución. Los títulos, en efecto, se emiten, aunque una vez emitidos son depositados por los titulares en sus bancos -y, en su caso, por estos bancos en una central de depósitos-donde permanecerán, por regla general, hasta que les llegue la hora de su destrucción. El depósito efectuado por los inversores reúne características particulares dando lugar, de alguna manera, a una figura híbrida con alma de depósito regular y cuerpo de depósito irregular. Del depósito irregular se toma, en efecto, la forma, esto es, la posibilidad del depositario de liberarse restituyendo el *tantundem* y la consiguiente renuncia del depositante a pretender la entrega de los títulos individualizados. Con esta construcción, que supone la pérdida de la propiedad por parte del titular, se logra el fin deseado: *la fungibilidad de todos los valores de la misma clase y serie*. Del depósito regular se toma, en cambio, la sustancia, los efectos. El banco no adquiere la propiedad de los títulos depositados ni, por consiguiente, la facultad de destinarlos a uso propio. De este modo se crea entre todos los depositarios de títulos de una misma especie una comunidad. A éstos, a cambio de la propiedad de los títulos individualizados que pierden se les atribuye una cuota de copropiedad en el conjunto, lográndose de tal suerte el segundo de los objetivos buscados, a saber: *proporcionar al inversor una posición jurídico-real a fin de que puede aprovecharse del derecho de separación en caso de quiebra y de la tutela jurídico-real que le suministra el derecho de los títulos-valor*.

2. Sobre la base de este alambicado andamiaje se logra, en efecto, desincorporar el ejercicio y la transmisión de los derechos evitando el engorroso movimiento del papel. Objeto de transmisión son las cuotas de copropiedad sobre el conjunto de los títulos de la misma especie, de manera que éstas circulan por acuerdo entre *tra-dens* y *accipiens* con la consiguiente transmisión de la propiedad mediata, que tiene lugar en virtud de sendos *apuntes contables* de cargo y abono en las cuentas de los partícipes. Así se obvia la *tradicón*. La protección de la transmisión específica del derecho de los títulos-valor, esto es, el principio de adquisición *a non domino* y el principio de limitación de excepciones, se funda -o se intenta fundar- en la posición jurídico-real del transmitente. La posesión mediata que ostenta, se dice, constituye la base de aplicación de tales principios. En el plano del ejercicio de los derechos, la desincorporación se articula *atribuyendo la función de legitimación propia del título-valor al certificado de depósito* acreditativo de la titularidad de una cuota de copropiedad, etcétera.

3. Establecido lo anterior, podemos preguntarnos ya acerca del significado de esta más amplia modalidad de desincorporación. La respuesta, a nuestro modo de ver, ha de darse por partes, pues *en parte se desestructura y en parte se reestructura el derecho especial de los títulos-valor*. Desde luego, me parece claro, que se desestructura en el sector de la protección del adquirente. Tanto el principio de adquisición *a non domino* como el principio de limitación de excepciones se fundan en la *publicidad posesoria*; en la existencia de una «situación objetiva de apariencia» en la que puede confiar el tercero, que en nuestro caso falta. La posesión mediata del depositante no es apta para ser reputada, sin artificio ni violencia, instrumento de publicidad del derecho transmitido. Este es un punto que, tras ciertas vacilaciones iniciales, ha llegado a reconocer la propia doctrina alemana autora del invento. Entiendo, por ello, que la protección del artículo 543.3 C. de C. no podía aplicarse a la transferencia contable de títulos integrados en un depósito colectivo. En éste y en el punto relativo a la restricción de excepciones oponibles debía aplicarse, bajo la vigencia del Decreto de 1974, el derecho común de la circulación de los «derechos incorporales», que carece de normas de protección del adquirente de buena fe. Para que rigiese la solución contraria habría sido precisa una *reestructuración legal* de

la materia que vinculase la protección a la información contable que se deriva de los registros del depositario, tal y como ha hecho, por ejemplo, el legislador italiano. En materia de legitimación, en cambio, sí se había producido una adaptación o acomodación de la normativa de los títulos-valor. Este era el sentido, por ejemplo, del artículo 8.1 del Decreto de 1974 cuando disponía que «el ejercicio de los derechos incorporados a los títulos (...) no exigirá la presentación física de éstos que podrá sustituirse por la relación numérica de los depositados...». Ha de observarse, con todo, que la citada reestructuración no era completa ni podía serlo mientras subsistiese el título. Efectivamente, el certificado legitima a su tenedor eximiéndole de la prueba de su derecho, pero no legitima al deudor, o por lo menos, no lo legitima enteramente, puesto que en la hipótesis de que el verdadero titular se presente con el título -con la acción o la obligación o con el cupón correspondiente- estará obligado al doble pago. Esto es claro: al derogarse el principio de presentación, si el título existe, se suprime la legitimación (pasiva) del deudor. La sociedad queda entre la espada y la pared: no puede rechazar la prestación en favor del tenedor del certificado y al propio tiempo no puede denegársela al tenedor del título. El único remedio, peor que la enfermedad, es el artículo 1.176 IICC, la consignación.

IV. Llegamos así a la última fase de la evolución en la que culmina el proceso de desincorporación al alargarse también al plano de la constitución o existencia del valor mobiliario como tal. *Además del ejercicio y la transmisión del derecho, se desincorpora su constitución.* El título-valor se sustituye íntegramente por meras anotaciones contables en los registros de las entidades que participan y administran el sistema.

1. La aparición de este modelo de desincorporación absoluta se justifica, ante todo, por una contemplación libre de prejuicios del modelo de desincorporación relativa anteriormente considerado. En efecto, ¿para qué emitir un título cuando su único destino es dormir el sueño de los justos en las cámaras de depósito?, ¿para qué crear un título si a continuación lo dejamos desprovisto de toda función práctica? Lo razonable es prescindir completamente del título y, de paso, ahorrar los no escasos costes de impresión y de custodia que provoca su existencia. El título, en realidad, sólo cumplía en el sistema anterior una función simbólica y constructiva; con su existencia se podía

elaborar la teoría de la copropiedad; y con ésta, seguir vertebrando el sistema en el campo del derecho de cosas. En el fondo, pues, no había más que un falso compromiso con la tradición, una necesidad de justificar en el orden dogmático efectos ordenados por la ley, cuyo resultado no ha sido otro -según certeramente señala Rainer Walz- que la elaboración de «arabescos constructivos de la más elevada artificialidad» («hochgradig künstliche Konstruktionsarabesken»). Me pregunto, en efecto, qué pensaría cualquier inversor lego en derecho si le dijésemos, cómo habría que decirle bajo la vigencia del sistema anterior, que él no posee 10 «Telefónicas», sino una cuota de copropiedad equivalente a diez millonésimas partes del conjunto de todos los títulos de la última ampliación. Sin duda, quedaría sorprendido. Pero la sorpresa se tomaría resuelta estupefacción cuando a continuación tratásemos de convencerlo de que esto era necesario para proteger la confianza del tráfico en la posesión mediata.

2. El modelo de desincorporación absoluta responde así a la necesidad de *desmitificar* esta materia; en definitiva, a la necesidad de comprender que las ficciones son instrumentos normativos y no dogmas de fe. La misma categoría del título-valor se apoya sobre la ficción de la incorporación, merced a la cual el derecho mencionado en el documento se trata como si fuese una cosa. Se finge así que el derecho es un objeto corporal. Esta ficción resulta adecuada mientras en la vida jurídica -en la transmisión y en el ejercicio del derecho- el documento se haga visible. La construcción de la copropiedad es también una ficción, una ficción de segundo grado, sólo que, esta vez, difícilmente sostenible. Se finge que una cuota de copropiedad es un título-valor, y en esa medida se le aplica su normativa. No voy a insistir en este momento sobre la escasa calidad de esta ficción. De lo que se trata ahora es de echar una mirada detrás de esas ficciones y percatarse del propósito que las anima. Enseguida advertiremos *que no hay más que la aspiración de aplicar a los derechos surgidos de relaciones obligatorias normas propias de los derechos reales*. El título-valor y su incorporación y la construcción de la copropiedad son sólo medios, expedientes auxiliares (el primero valioso, el segundo menos) para alcanzar ese fin. Pero esto no quiere decir que no haya otros. En nuestro derecho, la posesión constituye un medio de publicidad para hacer ostensibles procesos y posiciones jurídico-reales; mas al lado de la posesión, existen mu-

chos otros mecanismos de publicidad. Sólo hace falta explotar sus posibilidades y trasladar sus mecanismos. Este es justamente el modo a través del cual se articula el sistema de la desincorporación absoluta, en el que la constitución, la transmisión y el ejercicio del derecho se emancipan definitivamente de la producción, de la tradición y de la presentación del título.

3. La consagración legislativa de un sistema de desincorporación total, aunque tenga algunos antecedentes dignos de mención³, tardará en llegar dentro del ámbito europeo hasta la década de los ochenta. La legislación pionera ha sido la danesa, que mediante ley de 12 de mayo de 1980 adopta el sistema para las obligaciones cotizables. El modelo danés -que en algunos aspectos ha servido de inspiración a nuestro legislador- se generaliza en los años sucesivos al resto de los países escandinavos (v., por ejemplo, la ley noruega de 15 de junio de 1985). El mérito de estos sistemas es que llevan a cabo una reestructuración completa del derecho de los títulos-valor. El resultado justamente contrario -es decir, la desestructuración del derecho de los títulos-valor- es en el que desemboca el legislador francés, que, no obstante, es el que más audacia muestra al introducir, con carácter obligatorio, el sistema de anotaciones para toda suerte de valores, coticen o no (v. *Loi de finances pour 1982* de 30 de septiembre de 1981 y Decreto de 2 de mayo del mismo año). En nuestro país, el proceso de desincorporación también se culmina normativamente en la década de los ochenta. Las primeras regulaciones, limitadas al ámbito de la deuda pública, tienen un efecto claramente desestructurador. La preocupación básica se centra en diseñar los aspectos operativos del sistema -la «tecnología dura»-. Los aspectos sustantivos, al igual que había sucedido en la experiencia francesa, se descuidan absolutamente. El resultado es que, al privar a los valores del soporte aparient-cial que les daban los títulos, los derechos que se reflejan en «anotaciones en cuenta» recuperan su condición de meros «derechos incorporales» sujetos a la disciplina común de la cesión de créditos (v., en relación a los pagarés del Tesoro RD de 12 de febrero de 1986,

³ Nos referimos básicamente a la regulación alemana de la deuda pública y de las obligaciones emitidas por entes públicos, como son los que gestionan el ferrocarril o el servicio de correos (v. Ordenanzas de 5 de diciembre de 1940 y de 18 de agosto de 1942; la ley de 29 de marzo de 1951 y el art. 2 de la ley de 24 de mayo de 1972).

cuyo sistema se extiende más tarde a todos los títulos de la deuda pública: v. RD de 3 de abril de 1987 y OM de 19 de mayo del mismo año). La generalización del sistema a todos los valores mobiliarios habría de esperar a la Ley del Mercado de Valores. El legislador se enfrenta entonces con la necesidad de edificar un sistema sólido en el orden sustantivo. Se trata de un reto verdaderamente apasionante. La tarea consiste en reestructurar todo el derecho especial de los títulos-valor, trasvasando con el debido cuidado una normativa articulada en función de la publicidad posesoria a una normativa que habrá de basarse en otros mecanismos de información o publicidad.

§ 5. El modelo de desincorporación adoptado por el legislador español

Y esto es justamente lo que ha hecho la Ley del Mercado de Valores, cuya preocupación fue en todo momento reescribir la doctrina de los títulos-valor y adaptarla a un nuevo soporte informativo de tipo contable (de ahí la expresión «anotaciones en cuenta»). En el escaso tiempo de que dispongo para poner fin a esta disertación trataré de bosquejar a grandes rasgos cómo se ha llevado a cabo esta reescritura o reestructuración del derecho cartular, sin entrar en los detalles organizativos y operativos del nuevo sistema, que han sido profusamente regulados por el RD 116/1992. Me valdré para ello del esquema desarrollado en las páginas anteriores.

I. Comenzaré examinando la cuestión en *el plano de la constitución del derecho*. En este campo se observa una perfecta simetría entre el sistema de los títulos-valor y el sistema de las anotaciones en cuenta. De la misma manera que la constitución del derecho cartular requería de la producción del papel, la constitución del derecho anotado requiere de la producción de la inscripción. El artículo 8.1 LMV lo establece con toda claridad: «Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable (...) quedando desde entonces sometidos a las disposiciones de este capítulo». Tratándose de derechos de mercado de capitales -básicamente acciones y obligaciones-, el efecto constitutivo de la inscripción no es pleno, sino limitado. El derecho de participación o de

crédito de que se trate nacen antes de la inscripción -al igual que, en el sistema de los títulos, nacen antes de que se imprima y entregue el documento-, pero hasta que aquélla se produce están sujetos al derecho común. Como se deduce del precepto transcrito, el derecho especial de las anotaciones en cuenta -al igual que el derecho especial de los títulos valor- sólo se activan cuando se ha producido la inscripción (v. art. 56.1 LSA). Como la sumisión a este derecho especial se ha establecido en beneficio de los titulares de los valores -que pueden obtener así una mayor liquidez de sus inversiones-, la ley atribuye a cada titular un derecho individual a la inscripción (v. art. 8.II LMV), similar al derecho a la emisión al título de que se gozaba en el sistema tradicional (art. 52.2 LSA). El efecto constitutivo proviene del hecho de que mediante la inscripción se crea una situación objetiva de apariencia, a la que el ordenamiento atribuye efectos exorbitantes respecto de los previstos en el derecho común. El contenido de esa situación apariencial viene dado por el propio contenido de la inscripción (cuya información normalmente será muy escasa - un apunte de abono a favor de una determinada persona o entidad-) más el contenido de la escritura pública - normalmente la de emisión, pero puede ser también de transformación- en la que se relacionarán de manera detallada las características de los valores (v. arts. 8.1, *in fine*, 6 LMV y 6 RD 116/1992).

II. En el plano de *la transmisión del derecho* observamos nuevamente una perfecta sintonía entre el sistema de los títulos-valor y el sistema de las anotaciones en cuenta. Tanto en uno como en otro sistema, el efecto transmisivo se vincula a la exteriorización de la transmisión, que tiene lugar en el de anotaciones en cuenta cuando se causa la correspondiente inscripción a favor del adquirente. El artículo 9.1 LMV lo expresa de manera elocuente: «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». El precepto regula solamente el «modo». Naturalmente, para que la transmisión sea válida se requiere también de un «título», que vendrá dado por el correspondiente contrato causal. Lo que ahora interesa destacar, sin embargo, son los efectos extraordinarios que la ley atribuye a esta exteriorización de la transmisión,

que son idénticos o, por lo menos, muy similares, a los que se atribuyen a la entrega del título-valor.

1. La entrega de un título-valor, en la medida en que supone la transferencia de la posesión al adquirente, permitía conjurar uno de los riesgos que el derecho común de la circulación de los créditos pone sobre las espaldas del adquirente, a saber: el riesgo de que, con posterioridad a la transmisión, los acreedores del transmitente traben el derecho para la satisfacción de sus créditos. La cesión no es oponible a terceros, sino desde el momento en que adquiera fecha cierta (v. art. 1.526 CC). En materia de los títulos-valor, este peligro se conjura, según es bien sabido, por la eficacia probatoria de la posesión. En materia de anotaciones en cuenta, el problema se ha resuelto de una manera análoga. Como es natural, faltando el mecanismo posesorio, la solución no podía confiarse a las reglas generales, que habrían exigido -como se desprende del mencionado art. 1.526 CC y concordantes- la consignación de la transmisión en documento público. Ha debido por ello insertarse una declaración legislativa *ad hoc*, que es la que contiene el art. 9 II LMV: «La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción». Incidentalmente, quiero observar que el precepto no priva de efectos a las reglas generales. Si la transmisión se refleja en documento público, será oponible a los acreedores del transmitente -o a cualquier otro tercero-, aunque no se halle inscrita en el oportuno registro contable.

2. Lo mismo cabe decir en relación al riesgo de pertenencia. El derecho de las anotaciones en cuenta ha establecido un sistema de adquisición *a non domino* que reestructura con toda exactitud el principio cartular de la autonomía (arts. 19.11 LCCh y 543 C de C). Nos referimos al artículo 9.III LMV, que en su redacción recuerda al artículo 34 LH, pero que, en su sustancia, es tributario de la disciplina de los títulos-valor: «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 sujeta a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave». Son muchas las cuestiones que suscita este precepto, pero afortunadamente pueden resolverse con la ayuda de la doctrina

de los títulos. Aquí me limitaré a puntualizar que la buena fe del adquirente -junto a la posterior inscripción- no sana los vicios del negocio trasmitivo. El artículo 12.5 RD 116/1992 recuerda innecesariamente esta regla elemental. Lo curioso del caso es que se haya visto en él una limitación de la protección de los terceros de buena fe. La observación se debe a un grave error de comprensión de la adquisición *a non domino*, que es una modalidad de protección del tráfico: protege a los terceros frente a los vicios de las transmisiones anteriores, no a las partes frente a los vicios de los negocios que ellas mismas celebran.

3. Otra propiedad característica de los títulos-valor es el principio de limitación de excepciones, que igualmente resulta trasladada al sistema de las anotaciones en cuenta (v. art. 9.IV LMV). La regulación en este caso se estructura en parte directamente y en parte por remisión. El precepto establece que sólo podrán oponerse al tercero de buena fe, por un lado, las excepciones que se deriven de la situación objetiva de apariencia, que viene dado por la inscripción y la escritura que completa el registro (son el equivalente de las «excepciones documentales» del derecho de los títulos-valor, de las excepciones que se derivan de la situación objetiva de apariencia que conforma el título) y, por otro, «las que [se] hubiesen podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos». Esta remisión significa que únicamente cabe oponer: (1) las excepciones derivadas del negocio subyacente -sociedad, préstamo, etc.- que resulten admisibles por la conformación causal del valor; (2) las llamadas «excepciones de tráfico», y (3) las llamadas «excepciones de imputación». Llamo la atención sobre esta última observación, puesto que la seducción que a menudo ejercen los principios registrales pueden impedir que se perciba la solución estrictamente «cartular» impuesta por la ley. Como es sabido, en el ámbito inmobiliario la eficacia frente a terceros de buena fe de la apariencia registral es independiente de que el titular real haya contribuido o no a crearla -es decir, de que le sea o no imputable-. Esto no ocurre, sin embargo, en materia de anotaciones en cuenta. Aquí, al igual que ocurre en materia de títulos-valor, la protección de la confianza del tercero queda supeditada al requisito de la imputación. Es preciso por ello que el titular real haya contri-

buido a crear, por activa o por pasiva, la apariencia con la que pretende hacersele pechar.

4. Adicionalmente conviene puntualizar que alguno de estos principios que venimos examinando y señaladamente el de adquisición *a non domino* tienen poco sentido en relación a las transacciones bursátiles, puesto que la fungibilidad de los valores decretada por la ley (v. art. 8 II LMV), soluciona ya el problema de la irreivindicabilidad. La razón es clara: el *verus dominus* no puede ejercitar la acción reivindicatoria porque falta el requisito relativo a la especificación de su objeto. No obstante, dicho lo anterior, enseguida ha de agregarse que la fungibilidad tiene una función meramente instrumental, que es facilitar las complejas operaciones de liquidación y compensación. Por tanto, sus efectos no pueden llevarse o extenderse más allá de lo que requiere el cumplimiento de esa función. Así, por ejemplo, en una transacción extrabursátil de valores cotizados, a pesar de que sigue versando sobre objetos fungibles, debe admitirse la posibilidad de «reivindicar» frente al tercero que haya obrado de mala fe o con culpa grave (en el bien entendido, sin embargo, de que el objeto de la acción será repatriar al *verus dominus* la titularidad de una cantidad y calidad de valores igual a los que fueron objeto de la operación. No es preciso, por tanto, construir los derechos sobre los valores cotizados representados por medio de anotaciones en cuenta como cuotas de copropiedad sobre el conjunto de la emisión, sino como «propiedades especiales». Otro tanto puede decirse en relación al problema de la separación en caso de quiebra u otros similares.

III. Finalmente, hemos de referirnos al plano del *ejercicio de los derechos*, donde nuevamente detectamos una adecuada reestructuración de los principios cartulares, aunque esta vez el proceso de ajuste ha sido más complejo.

1. El principio quizá más característico de los títulos-valor es el principio de presentación. La *ratio* de este principio, según hemos tenido oportunidad de recordar, consiste en excluir la aplicación del artículo 1.527 CC, es decir, en eliminar el riesgo de liberación del deudor, de manera que el adquirente tenga la garantía de que el deudor, aun cuando no se le comunique la cesión, no podrá liberarse pa-

gando al *tradens*. En el derecho común ese riesgo existe para el cesionario porque el cedente ostenta frente al deudor-cedido la condición de acreedor aparente (el art. 1.527 CC es una especificación de la regla general del art. 1.164 CC). Pues bien, en el derecho cartular ese riesgo se suprime vinculando la apariencia del acreedor a la posesión y presentación del título. En el derecho de las anotaciones en cuenta se hace lo propio adaptando la regla al nuevo soporte de la información. «Para la transmisión y ejercicio de los derechos que corresponden al titular será precisa la previa inscripción a su favor», dice el artículo 11.III LMV. Esto quiere decir que, aun cuando el que pretenda el pago de un derecho -v. gr.: del dividendo o interés- o el que pretenda ser admitido al ejercicio de un derecho -v. gr.: el voto o la impugnación de un acuerdo- demuestre de manera líquida y contundente que él es el verdadero titular, la entidad emisora no está obligada a realizar en su favor la prestación. De lo contrario, podría verse expuesto al riesgo del doble pago.

2. En estrecha conexión con este principio se halla el principio de legitimación, también característico de los títulos-valores más sólidos. De acuerdo con la lógica posesoria -«*possidentis dominus esse praesumitur*»-, el poseedor del título valor es considerado su legítimo propietario, y por consiguiente -en contra de la regla general del artículo 1.214 CC- se halla eximido de probar su derecho. Pues bien, la misma presunción de titularidad -ese es, en efecto, el significado de la legitimación activa- se halla reescrito por el artículo 11.1 LMV en relación a las anotaciones en cuenta: «La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable -dice el precepto- 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».

3. El reverso de la legitimación activa es la legitimación pasiva, en cuya virtud el deudor que satisface la prestación al legitimado se libera si obra de buena fe. Este principio tradicional del derecho de los títulos valor (v., por ejemplo, art. 48 LCCh) se ha consagrado con toda claridad también en la disciplina de las anotaciones en cuenta. Así lo dispone, en efecto, el artículo 11 .II LMV: «La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la

orprestación en favor del legitimado, se liberará aunque no sea el titular del valor».

4. Se ha dicho que el valor efectivo del sistema de legitimación

-tanto frente al tercer adquirente (a efectos de la adquisición *a non domino* y de la limitación de excepciones) como frente a la entidad emisora- se halla notablemente reducido debido a la falta de publicidad formal de los registros contables. El argumento se construye así: si el tercero (para adquirir con protección) o el deudor (para pagar con seguridad de liberarse) ha de confiar en el contenido de la inscripción, y el acceso a la inscripción le está vedado, el sistema necesariamente falla por una de las dos vertientes. Pues, obviamente, carece de sentido proteger la confianza en una información de la que no puede disponerse. La objeción, sin embargo, es producto de una insuficiente comprensión del sistema. Lo que está detrás es una extrapolación injustificada de reglas del derecho hipotecario -en el que frecuentemente se presenta el principio de publicidad formal como presupuesto del principio de publicidad material- al derecho de las anotaciones en cuenta. Las dudas desaparecen en cuanto se contempla la cuestión desde la óptica del derecho de los títulos-valor, en el que la apariencia se protege a pesar de que no existe un principio equiparable al de publicidad formal -es decir, un derecho indiscriminado de cualquier persona a examinar los títulos que posee cada cual. Y es que, en realidad, la protección del legitimado no requiere de la existencia de libre acceso a los registros de anotaciones en cuenta, sino simplemente que el interesado en vender o ejercitar sus derechos -es decir, el transmisor o el acreedor- pueda facilitarse la legitimación. Y para ello hay tres vías: (1) acercar al tercero o al deudor a la legitimación, que puede hacerlo el titular en cualquier momento autorizando la consulta; (2) acerca la legitimación al tercero o al deudor. Esto es lo que ha previsto el artículo 12 LMV. «La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta -dice la norma- 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». Los certificados son un medio de movilizar la legitimación. Naturalmente, ello conlleva un riesgo, y es que el certificado no re-

fleje exactamente el asiento. Puesto que la legitimación en sentido propio la confiere el asiento, la legitimación del certificado discrepante será falsa, y por consiguiente no liberará al deudor ni permitirá que el tercero adquiera *a non domino*. Aquí se produce, por imperativos del sistema, un pequeño desajuste: que puede haber legitimación activa, pero no legitimación pasiva. El riesgo es menor, y de él habrán de responder las entidades encargadas de los registros. (3) Hay una tercera vía de legitimación que consiste en delegar las funciones de pago a las propias entidades que llevan el registro. Esta es la opción por la que reglamentariamente se ha optado en relación a los derechos económicos (v. art. 25 RD 116/1992).

§ 6. Consideración final: hacia una teoría general de los derechos-valor

En esta exposición he intentado simplemente esbozar el marco conceptual de las anotaciones en cuenta. Probablemente he defraudado las expectativas de quienes esperaban que hubiese abordado en ella la discusión de los problemas concretos que vienen planteándose en la práctica y, en general, el esclarecimiento de las innumerables reglas organizativas y operativas que disciplinan el funcionamiento de un sistema tan complejo. A todos ellos les pido disculpas. Sin embargo, considero que la incardinación de la materia en doctrina de los títulos-valor -que es tanto como desterrarla o, por lo menos, separarla de ese otro sistema que aspira a absorberla, el derecho registral- puede arrojar cierta luz, no sólo para la solución de algunas cuestiones singulares -pienso, por ejemplo, en el problema de si cabe la tradición instrumental de anotaciones en cuenta o en el problema del contenido de la buena fe y de la culpa grave en la legitimación pasiva de la entidad emisora-, sino también para el desarrollo en el futuro de una teoría general unificada de los *derechos-valor*, que incluya conjuntamente los títulos-valor y las anotaciones en cuenta. Esta es la tarea que queda por hacer.