

# Los instrumentos financieros

JOSÉ FRANCISCO CANALEJAS MERÍN

PRÓLOGO  
ÁNGEL CARRASCO PERERA

© José Francisco Canalejas Merín, 2025  
© ARANZADI LA LEY, S.A.U.

**ARANZADI LA LEY, S.A.U.**

C/ Collado Mediano, 9  
28231 Las Rozas (Madrid)  
[www.aranzadilaley.es](http://www.aranzadilaley.es)

**Atención al cliente:** <https://areacliente.aranzadilaley.es/publicaciones>

**Primera edición:** 2025

**Depósito Legal:** M-23948-2025

**ISBN versión impresa:** 978-84-1085-453-6

**ISBN versión electrónica:** 978-84-1085-454-3

Diseño, Preimpresión e Impresión: ARANZADI LA LEY, S.A.U.

*Printed in Spain*

**© ARANZADI LA LEY, S.A.U.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, ARANZADI LA LEY, S.A.U., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, [www.cedro.org](http://www.cedro.org)) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

ARANZADI LA LEY no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, u cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, ARANZADI LA LEY se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

ARANZADI LA LEY queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.

ARANZADI LA LEY se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.

**Nota de la Editorial:** El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de ARANZADI LA LEY, S.A.U., es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

# Índice General

	<i>Página</i>
PRÓLOGO .....	17
ABREVIATURAS.....	25
INTRODUCCIÓN.....	35
CAPÍTULO I	
LA DOGMÁTICA SOBRE LOS TÍTULOS-VALORES, LA PROTECCIÓN DE LA CIRCULACIÓN DE LOS DERECHOS Y LA IMPORTANCIA DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO EN LOS MERCADOS DE VALORES .....	39
1. Aproximación a las teorías de los títulos valores.....	39
1.1. <i>Función económica de los títulos valores y construcción dog- mática .....</i>	40
1.2. <i>Delimitación conceptual de los títulos valores .....</i>	43
1.2.1. Concepto amplio de título-valor y aproximación a la doctrina alemana y suiza .....	44
1.2.2. El concepto restringido de título-valor .....	47
1.2.3. Notas caracterizadoras de los títulos-valores en sentido restringido, títulos cualificados o de fe pú- blica (Wertpapiere öffentlichen Glaubens) .....	49
1.2.3.1. Concepción jurídico-real de los títulos valores: la incorporación.....	49
1.2.3.2. Legitimación cartular y apariencia.....	51

	<i>Página</i>
1.2.3.3. Limitación de excepciones o abstracción .....	53
1.2.3.4. La adquisición a non domino .....	54
1.2.3.5. Los procedimientos públicos de amortización y la independencia del derecho...	56
1.2.4. Clasificación de los títulos valores .....	56
1.2.4.1. Clasificación atendiendo al modo de designación .....	57
1.2.4.2. Distinción por la forma de emisión o libramiento .....	57
1.2.4.3. Distinción por la finalidad económica que desempeñan .....	58
<b>2. Introducción al régimen de anotaciones en cuenta y la representación de valores basados en DLT.....</b>	<b>60</b>
2.1. <i>La crisis del papel y la desmaterialización .....</i>	60
2.1.1. ¿Una huida de viejas estructuras o un paso en otra dirección? .....	64
2.1.1.1. Efecto legitimador de la inscripción registral. Legitimación <i>ex tabula</i> .....	67
2.1.1.2. Los certificados de legitimación.....	71
2.1.1.3. Limitación de excepciones .....	73
2.1.1.4. La adquisición <i>a non domino</i> de los valores anotados .....	75
2.2. <i>Las cadenas de bloques como nuevo medio de representación de los valores .....</i>	77
2.2.1. Apuntes iniciales sobre las innovaciones y la neutralidad tecnológica .....	80
2.2.2. Derecho comparado. Análisis de la normativa francesa, alemana, suiza e italiana sobre la tenencia de valores en registros distribuidos.....	84
2.2.2.1. Evolución del modelo francés y extensión de efectos a todos los instrumentos financieros .....	84
2.2.2.2. El reconocimiento de los derechos-valores inscritos ( <i>Register-wertrechte</i> ) en Suiza .....	90

	<i>Página</i>
2.2.2.3. La estrategia alemana de <i>blockchain</i> y la aprobación de la <i>eWpG</i> .....	96
2.2.2.4. La experiencia italiana. El <i>Decreto legge FinTech</i> .....	104
2.2.3. El Reglamento del Programa Piloto DLT y la reforma en nuestro ordenamiento jurídico .....	110
2.2.3.1. El Plan de acción sobre finanzas digitales y el <i>sandbox</i> europeo. ....	110
2.2.3.2. La representación de valores negociables mediante sistemas DLT en España.....	118
2.2.3.3. Libertad de elección del soporte material, entidad responsable de la administración de la inscripción y registro, y responsabilidad del emisor .....	123
2.2.3.4. Legitimación e identificación del titular formal.....	127
2.2.3.5. La recurrencia a los certificados de legitimación .....	130
2.2.3.6. La fungibilidad y las entradas en el registro descentralizado .....	131
2.2.3.7. La firmeza de la liquidación .....	135
2.2.3.8. Algunas consideraciones adicionales <i>de lege ferenda</i> .....	136
2.2.3.9. Principios sobre activos digitales de UNIDROIT .....	138
<b>CAPÍTULO II</b>	
<b>EL CONCEPTO DE VALOR NEGOCIAL. INTRODUCCIÓN Y EVOLUCIÓN .....</b>	<b>143</b>
<b>1. La importancia del concepto de valor negociable .....</b>	<b>143</b>
<b>2. Definición de valor negociable y mercados primarios.....</b>	<b>148</b>
2.1. <i>Planteamiento inicial. Concepto jurídico .....</i>	148
2.2. <i>Adopción legal de la cláusula de cierre .....</i>	150

	<i>Página</i>
<b>2.3. Exegesis de los elementos comunes a todos los valores negociables . . . . .</b>	<b>151</b>
2.3.1. Emisión como negocio jurídico . . . . .	151
2.3.2. Negociabilidad vs transmisibilidad . . . . .	153
2.3.3. <i>Concepto de mercado financiero (mercado de capitales)</i> . . . . .	160
2.3.4. Causa credendi y componente de inversión para el adquirente. . . . .	162
2.3.5. Exclusiones de los instrumentos de pago. . . . .	164
2.3.6. Derechos patrimoniales vs bienes tangibles . . . . .	165
<b>2.4. Límites del concepto, innovación financiera y viejos esquemas</b> . . . . .	<b>166</b>
<b>2.5. La ratio limitada de la normativa de los mercados primarios . . . . .</b>	<b>168</b>
2.5.1. Alcance objetivo de la normativa europea de folletos y uso de un concepto amplio de valor negociable	169
2.5.2. La extensión del ámbito objetivo de la normativa de folletos en el ordenamiento jurídico español a otros instrumentos financieros y las facultades de las autoridades competentes. . . . .	172
2.5.3. El mercado de crédito: instrumentos de deuda y los préstamos sindicados . . . . .	174
2.5.4. ¿Es necesario regular los mercados primarios de criptoactivos si el objeto de los mismos no son valores negociables? . . . . .	178
<b>3. Centros de negociación y mercados secundarios . . . . .</b>	<b>189</b>
3.1. <i>Competencia y fragmentación de los mercados de valores</i> . . . . .	190
3.2. <i>Centros de negociación: mercados regulados, SMNS y SOCS</i> . . . . .	192
3.2.1. El carácter multilateral como elemento básico del sistema . . . . .	195
3.2.2. La discrecionalidad como elemento diferenciador de los sistemas . . . . .	198
3.3. <i>Los internalizadores sistemáticos</i> . . . . .	201

	<i>Página</i>
<b>CAPÍTULO III</b>	
<b>EL CONCEPTO DE INSTRUMENTO FINANCIERO . . . . .</b>	<b>205</b>
<b>1. Origen y evolución histórica del concepto jurídico . . . . .</b>	<b>206</b>
1.1. <i>Directiva de servicios de inversión. Introducción de un concepto jurídico europeo de nuevo cuño . . . . .</i>	206
1.2. <i>MIFID. Extensión del concepto a nuevos productos derivados . . . . .</i>	209
1.3. <i>MIFID II. Ampliación del concepto a nuevos productos financieros . . . . .</i>	212
<b>2. Mercados de instrumentos financieros derivados . . . . .</b>	<b>216</b>
2.1. <i>Función desde una perspectiva económica de los instrumentos derivados: La especulación en los mercados financieros a través de los instrumentos financieros derivados y su legitimidad . . . . .</i>	219
2.2. <i>Aproximación a los distintos tipos básicos contratos derivados . . . . .</i>	222
2.3. <i>Apuntes sobre las últimas reformas de los mercados de derivados . . . . .</i>	227
2.3.1. Desconocimiento del riesgo por las autoridades competentes . . . . .	228
2.3.2. De la compensación a la negociación . . . . .	234
2.3.2.1. Obligación de compensación . . . . .	234
2.3.2.2. Obligación de negociación . . . . .	243
2.3.3. Otros mecanismos de mitigación de riesgo . . . . .	247
2.3.3.1. Confirmación oportuna de las operaciones . . . . .	247
2.3.3.2. Conciliación de carteras . . . . .	248
2.3.3.3. Valoración diaria de los contratos pendientes . . . . .	249
2.3.3.4. El intercambio de garantías reales . . . . .	250
2.3.3.5. Compresión de carteras . . . . .	252
2.3.3.6. Procedimientos de resolución de discrepancias . . . . .	253
2.4. <i>Derivados sobre activos financieros y medios de pago . . . . .</i>	253
2.5. <i>Derivados sobre materias primas . . . . .</i>	256

	<i>Página</i>
2.5.1. Consideraciones previas. Definición de derivados sobre materias .....	256
2.5.2. Delimitación del activo subyacente.....	257
2.5.3. Criterios empleados para catalogar un contrato relacionado directamente con materias primas como instrumento financiero derivado .....	258
2.5.3.1. Objeto de las contraprestaciones: liquidación en efectivo y falta entrega del activo subyacente .....	259
2.5.3.2. Entrega física y negociación en la Unión Europea.....	260
2.5.3.3. Entrega física y analogía a otros productos .....	262
2.5.4. Operadores en los mercados de derivados de materias primas .....	263
2.5.5. Límites de posiciones .....	267
2.5.6. Obligaciones de los gestores de los centros de negociación e intervención de las autoridades competentes .....	274
2.6. <i>Derivados de crédito</i> .....	276
2.7. <i>Contratos financieros por diferencias</i> .....	281
<b>3. Mercados de derechos de emisión .....</b>	<b>283</b>
<b>4. Productos financieros que no se califican como instrumentos financieros .....</b>	<b>289</b>
4.1. <i>Productos bancarios. Depósitos estructurados</i> .....	289
4.2. <i>Productos de Seguro. Unit Linked</i> .....	292
4.3. <i>¿Una stablecoin cuyo valor está asociado a una materia prima puede ser un instrumento financiero?</i> .....	297
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>301</b>

## **2. INTRODUCCIÓN AL RÉGIMEN DE ANOTACIONES EN CUENTA Y LA REPRESENTACIÓN DE VALORES BASADOS EN DLT**

### **2.1. LA CRISIS DEL PAPEL Y LA DESMATERIALIZACIÓN**

Sin ninguna duda, los títulos-valores que eran objeto de negociación en los mercados de valores fueron víctimas de su propio éxito<sup>78</sup> y la crisis del papel es un hecho no controvertido<sup>79</sup>. La servidumbre documental o tiranía del papel evidenció la necesidad de un cambio de paradigma tanto práctico como dogmático al verse la negociación en los mercados comprometida por el propio soporte documental, cuya gestión suponía una remora en el sistema<sup>80</sup> al mostrar su inoperatividad en las exigencias de un tráfico cada vez más masificado<sup>81</sup>. La amplia difusión y la problemática del manejo de un gran número y volumen de títulos admitidos a cotización llegaron a sobrepasar los límites de lo previsible<sup>82</sup> y con-

78. OLIVENCIA RUIZ, M. «La incorporación del derecho al título y su desincorporación...», *op. cit.* págs. 11-34, SÁNCHEZ ANDRÉS, A. «La reforma de los mercados de títulos en España» en VV. AA. *Estudios de Derecho bancario y bursátil: Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Madrid: La Ley, 1994, t. III, págs. 2345-2359, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. «La representación de la acción: del título valor a la anotación en cuenta», en *Derecho de negocios*, 1991, núms. 3-15, págs. 310-313, RECALDE CASTELLS, A. «La desmaterialización de los valores privados en España (el sistema de anotaciones en cuenta)» en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, vol. 3, Valencia: Tirant lo Blanch, 1995, págs. 3093-3116.
79. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. «Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios» en VV. AA. *Estudios de Derecho bancario y bursátil: Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Madrid: La Ley, 1994, t. III, págs. 2115-2123, se mostró escéptico con el proceso de «indocumentación» y la inutilidad de las mejores construcciones dogmáticas sobre los títulos-valores caídas en desgracia, víctimas del progreso tecnológico.
80. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J. *El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid: Bolsa Oficial de Comercio de Madrid, 1974, apuntó la imposibilidad práctica de cumplir con los plazos de entrega de los títulos-valores para las operaciones al contado previstos en art. 76 del CCom, aun cuando este había sido ampliado.
81. OLIVENCIA RUIZ, M. «La incorporación del derecho al título y su desincorporación...», *op. cit.*, pág. 18, indicó de forma muy gráfica que las ventajas del papel habían desembocado en los inconvenientes del papeleo.
82. Las prácticas en los mercados de instrumentos financieros han evolucionado al ardor de la tecnología en un mundo interconectado y en nuestros tiempos se consideraría un anacronismo la negociación de títulos en papel en las bolsas, aunque siguen existiendo ejemplos de sistemas en los que no se ha llevado a cabo una completa desmaterialización o desincorporación. Conforme al art. 3 del Reglamento (UE) 909/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (CSDR por sus siglas en inglés), todo emisor establecido en la Unión Europea que emita o haya emitido valores negociables que se admitan a negociación o se negocien en centros de negociación velará por la representación de tales valores mediante anotaciones en cuenta, ya sea mediante su inmovilización o a través de su emisión directa, en forma desmaterializada.

llevaron numerosos problemas en los procesos de poscontratación tras la negociación, así como en la gestión de los eventos corporativos<sup>83</sup>.

En aquel momento en el que los títulos-valores dejaron de satisfacer su funcionalidad primitiva esencial: las exigencias de seguridad y rapidez en la movilización de la riquezamobiliaria, se procedió al abandono del papel como soporte documental del valor como consecuencia de las necesidades prácticas en los mercados de valores, pero apoyada siempre en el Derecho positivo<sup>84</sup>.

La *desincorporación* o desmaterialización de los títulos<sup>85</sup> conllevó la necesidad de revisar doctrinalmente la teoría de los títulos-valores y analizar el régimen de los valores anotados<sup>86</sup>. Este proceso ha sido gradual<sup>87</sup>. En una etapa intermedia, antes de una completa disociación entre el derecho y el título como soporte documental, se introdujeron en nuestro ordenamiento jurídico ciertas modificaciones con las que se produjo únicamente una desconexión limitada o

83. BROSETA PONT, M. «Problemática jurídica de la custodia, compensación y administración de valores a través de una entidad de depósito» en VV. AA, *Coloquio de Derecho bursátil*, 1970, Bilbao: Instituto de Estudios Bancarios y Bursátiles de la Facultad de Ciencias Económicas de Bilbao, pág. 109 y ss.

La crisis del papel fue una crisis de incorporación, pero junto al problema de la existencia de un sobredimensionamiento de los títulos, aparecen también otros riesgos conexos al uso del papel que afectan a la misma estructura jurídica de los títulos-valores que no se producen como consecuencia de una situación coyuntural como apunta MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. en *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, Pamplona: Editorial Aranzadi, 1997, pág. 37 y ss.

84. Aunque en ciertas ocasiones con un cuestionable encaje jerárquico de determinadas normas aprobadas, como apunta ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. «El sistema español de anotaciones en cuenta: Análisis del proyecto de Real Decreto regulador» en VVAA *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid: Centro de Formación del Banco de España, 1987, págs. 85-127.

85. ROBLES MARTÍN-LABORDA, A. «Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario» en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2010, núm. 117, págs. 9-38 plantea que hablamos más de desmaterialización que de electrificación porque el proceso comenzó mucho antes de la irrupción de la electrónica en los mercados financieros, aunque reconoce que es decisiva.

86. Este proceso no solo ha afectado a los títulos de inversión, sino que también ha afectado en mayor o menor medida a todos los títulos valores, aceptándose expresamente la emisión del conocimiento de embarque en soporte electrónico en la Ley 14/2014, de 24 de julio, de Navegación Marítima. V. ILLESCAS ORTIZ, R. (dir.). *Electrificación de los títulos valores*, Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2018.

En relación con los títulos cambiarios, debe destacarse la posibilidad de truncamiento, que permite la inmovilización física de los documentos originales por una entidad adherida a un sistema de compensación (véase SNCE/CE/04/001 – Instrucción operativa base). No obstante, los títulos cambiarios no pueden ser emitidos en un soporte distinto del papel, tal y como ha indicado SAP de Barcelona de 13 de julio de 2010 (ECLI:ES:APB:2010:11579). Sin embargo, la inviabilidad de un soporte digital para estos títulos valores no conlleva la necesidad de presentar el documento original ante los tribunales para el inicio del procedimiento ejecutivo conforme a la LEC como ha explicado la SAP de Salamanca de 28 de junio de 2018 (ECLI:ES:APSA:2018:324).

Las principales cuestiones sobre los títulos cambiarios y las nuevas tecnologías han sido analizadas por SANTOS MARTÍNEZ, V. «Tratamiento Informático de los efectos

relativa entre el derecho y el soporte documental en aras de evitar los problemas observados en la práctica derivados de la negociación en las bolsas de comercio. Los orígenes o el hito fundamental de la desmaterialización se pueden remontar a la aprobación del Decreto 1128/1974, de 25 de abril, por el que se establece un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios<sup>88</sup>.

El legislador consciente de los inconvenientes de la representación de los derechos a través del soporte documental, cuya posesión y entrega es necesaria para el ejercicio y la transmisión de los derechos, establece un sistema en el que se utiliza la contabilidad de las entidades adheridas como método para evitar la movilización de los títulos-valores, por lo que la configuración de los títulos valores experimenta una alteración sustancial. Este sistema corrector descansa fundamentalmente en un depósito especial<sup>89</sup> sobre el que se articula un sistema que trataba de disminuir la manipulación y movimiento de los títulos-valores mediante su inmovilización<sup>90</sup>, que se aleja de la configuración propia del contrato de custodia tradicional y trata de evitar la mala *praxis* de las entidades depositarias adheridas<sup>91</sup>, ya que no se trata ni de un depósito regular ni irregular<sup>92</sup>

---

cambios» en VV. AA. *Estudios de Derecho bancario y bursátil: Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Madrid: La Ley, 1994, t. III, págs. 2515-2516, MORILLAS JARILLO, M. J. «Letra de cambio electrónica» en *Revista de la contratación electrónica*, 2002, núm. 31, págs. 17-46, y MARTÍNEZ NADAL, A. *Problematización jurídica de los títulos cambiarios electrónicos en el derecho español*, Madrid: Civitas, 2012.

87. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. «La desincorporación...», *op. cit.*, pág. 17-26, MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. en *Valores mobiliarios anotados...*, *op. cit.*, pág. 39-80, CORTÉS GARCÍA, E. *La desmaterialización de los títulos*, Valladolid: Lex Nova, 2012.
88. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J. *El Decreto de 25 de abril de 1974*, *op. cit.*, apuntó, con cierta nostalgia, que, si la construcción de los títulos valores no muere con esta norma, sí que resulta gravemente afectada por la misma. Anticipándose al momento, el maestro GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J. también planteó la creación de valores sin títulos, pero no puede admitirse que esta norma suponga un método sustitutivo sino un mecanismo corrector como defendió OLIVENCIA RUIZ, M. «La incorporación del derecho al título y su desincorporación...», *op. cit.*, pág. 19 y ss.
89. LÓPEZ SANTANA, N. *El contrato bancario de administración de valores*, Sevilla: Universidad de Sevilla, Secretariado de Publicaciones, 2002.
90. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. «La reforma de los mercados de títulos...», *op. cit.*, págs. 2349 y ss., criticó estas medidas que considera incoherentes, ya que se pasa por una inmovilización de lo que por esencia nació para todo lo contrario: circular. En este sentido, DE EIZAGUIRRE BERMEJO, J. M. «Bases para una reelaboración...», *op. cit.* [Consultado en línea], concluyó que resulta evidente que tal evolución no sólo es extraña, sino contraria al sistema de los títulos-valores, en cuanto desemboca en la desaparición de los mismos, y somete al derecho a técnicas específicamente bancarias.
91. En torno a las reprobables prácticas de la banca a comienzos de siglo XX y la prohibición de las cuentas de valores y efectos, véase los apuntes de SANTOS MARTÍNEZ, V. «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta» en VV. AA. *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. II, vol. 1, Madrid: Civitas, 1994, pág. 348 y ss., así como la bibliografía allí citada.
92. El depósito especial era una figura híbrida con alma de depósito irregular y cuerpo de depósito regular según PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. «La desincorporación...», *op. cit.*, pág. 94.

porque la entidades adheridas no adquieren las propiedad de los títulos-valores, pero tampoco se encuentran obligadas a devolver los títulos-valores entregados por el depositante<sup>93</sup>. Los títulos-valores cotizados oficialmente en cualquiera de las bolsas de comercio incluidos en este sistema se consideran fungibles o sustituibles produciéndose una emancipación del derecho del papel al inducirse una convención por la que todos los títulos valores de la misma clase son intercambiables entre sí (*res quae numero consistunt*), conformándose el propietario con la eventual restitución de otro equivalente *tantumdem*<sup>94</sup>, incluso las acciones nominativas que debían inscribirse en el libro de acciones nominativas de la sociedad a nombre de las entidades depositarias adheridas. El documento se mantiene porque su eliminación podría haber resultado demasiado precoz en aquel momento, pero se acaba con la necesidad de entrega del mismo tras la transmisión y no cabe la presentación del título-valor para el ejercicio de los derechos representados.

Este sistema fue superado en una fase subsiguiente en la que se aboga por una desmaterialización absoluta en la que se prescinde por completo de la emisión del título en papel como soporte documental, que son sustituidos o representados por anotaciones en cuenta por las entidades adheridas.

La nueva disciplina de los valores anotados en cuenta fue consagrada definitivamente en nuestro ordenamiento en el Capítulo II del Título I de LMV, que supuso una ruptura de la correspondencia entre la estructura (título valor) y función (régimen jurídico)<sup>95</sup>, tras las medidas paliativas o intentos correctores<sup>96</sup> y la experiencia satisfactoria previa de estos procedimientos en los mercados de deuda pública<sup>97</sup>.

93. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J. *Contratos bancarios*, 2.ª ed., Madrid, 1975, pág. 404 y ss. sobre la configuración del depósito como depósito colectivo (*Sammelverwahrung* en Derecho alemán).

94. SANTOS MARTÍNEZ, V. «Acciones y obligaciones...», *op. cit.*, págs. 355 y ss.

95. En este sentido, ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. «El sistema español de anotaciones en cuenta...» pág. 109.

La relación binívoca entre títulos-valores y mercado bursátil dominante hasta la fecha de aprobación de la nueva normativa de los mercados de valores se abandona y se separa el concepto de valores negociables de una determinada fórmula de instrumentación jurídica. DE ANGULO RODRÍGUEZ, L. «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos» en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. (Coord.) *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid: Civitas, 1992, págs. 261-308.

96. Véase la crítica a las medidas correctoras y la incoherencia de las mismas en SÁNCHEZ ANDRÉS, A. «La reforma de los mercados de títulos...», *op. cit.*, pág. 2349.

97. SANTOS MARTÍNEZ, V. «Acciones y obligaciones...», *op. cit.*, págs. 341-522, mantiene que la desconexión del derecho del inversor respecto al tradicional apoyo documental hasta prescindir de este se ha ido producido en nuestro ordenamiento jurídico de un modo más decidido y desenfadado en el campo del Derecho financiero y la deuda pública que en el

### 2.1.1. ¿Una huida de viejas estructuras o un paso en otra dirección?

La acogida de la disciplina de las anotaciones en cuenta por nuestra doctrina no ha sido unánime y existen distintas posiciones sobre la naturaleza jurídica de los valores anotados<sup>98</sup>.

Determinados autores han abogado porque los valores representados mediante anotaciones en cuenta se integren en la teoría general de los títulos-valores, diferenciando entre títulos valores cartulares, documentados en papel, y los títulos-valor informatizados incorporados a otros soportes duraderos<sup>99</sup>. Estos autores plantean que la desincorporación del derecho no ha supuesto más que un mero cambio formal de representación y la creación o adopción de nuevas construcciones doctrinales como los derechos-valor (*vide infra*) es absolutamente innecesaria<sup>100</sup>. La configuración de los valores tabulares no deja ser una elaboración estrictamente legal y doctrinal, por lo que se plantea que no debe existir ningún problema en admitir ahora una nueva convención y que el registro contable pueda ser un soporte plenamente equivalente al documento físico de papel en desuso (*fictio fictionum et omnia fictio*)<sup>101</sup>. La dinámica jurídica de los valores representados por anotaciones contables responde a los principios tra-

---

terreno del Derecho mercantil, que se ha mostrado siempre más apegado a las instituciones básicas arraigadas tradicionalmente.

Un análisis detallado de los mercados de deuda pública y su instrumentalización en JIME-NEZ-SÁNCHEZ, G. «La experiencia de los pagarés» en VVAA *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid: Centro de Formación del Banco de España, 1987, págs. 35-64.

98. La evolución de las posiciones de los autores y los distintos matices de cada autor supone que sea complejo realizar un estudio sistemático y trazar las líneas fronterizas entre los distintos planteamientos.
99. Algunos autores han preferido no hablar de desmaterialización sino plantear la importancia de la electrónica de todos los títulos-valores como un fenómeno global, v. ILLESCAS ORTIZ, R. «Introducción a la electrónica de los títulos-valores» en ILLESCAS ORTIZ, R. (dir.) *Electrónica de los títulos valores*, Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2018 o VEGA VEGA, J. A. *Derecho mercantil electrónico*, Madrid: Editorial Reus, 2015, en especial, págs. 245 y ss.
100. ANGULO RODRÍGUEZ, L. «La representación de valores por anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero» en *Derecho de los Negocios*, 1992, núm. 19, pág. 11, ALONSO ESPINOSA, F. J. *Mercado primario de valores negociables*, Barcelona: Jose María Bosch Editor, 1994, DOMÍNGUEZ-GARCÍA, M. A. «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico» en IGLESIAS PRADA, J. L. (coord.) *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Madrid: Civitas: 1994, vol. 2, págs. 1641-1678, MADRID PARRA, A. «Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas» en *Revista de Derecho Mercantil*, 1992, núm. 203 y 204 [Consultado en línea] o GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L. «Posesión, registro contable y valores negociables...», *op. cit.* [Consultado en línea].
101. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L. «Posesión, registro contable y valores negociables...», *op. cit.*, [Consultado en línea]. En contra, SANTOS MARTÍNEZ, V. «Acciones y obligaciones...», *op. cit.*, pág. 495, mantuvo que la incorporación del derecho en un registro informatizado tiene un significado completamente distinto a la incorporación a un soporte documental como el papel, que tiene un substrato corpóreo.

dicionales del título-valor<sup>102</sup>. La sustitución del soporte documental deriva del progreso técnico, no agotando la incorporación documental las posibilidades de incorporación de los valores<sup>103</sup>. La inscripción se asemejaría a propia incorporación, pero la inscripción también sería equivalente a posesión *ad legitimiam*, y la tradición *mutatis mutandis*<sup>104</sup>.

Otro sector muy relevante de nuestra doctrina ha argumentado que la sustitución del soporte papel tampoco conlleva la superación de la dogmática de los títulos valores, sino que la configuración jurídico sustantiva de las anotaciones en cuenta supondría el culmen de la experiencia jurídica aportada por los títulos-valores, aunque creen que es necesario introducir nuevos conceptos en la teoría clásica y se han mostrado partidarios de una reestructuración de la dogmática de los títulos valores en las que se incardina la teoría de los valores anotados<sup>105</sup>. Los autores que han defendido esta tesis unitaria se han basado de nuevo en concepciones de origen germánico<sup>106</sup> (*Wertrechte*<sup>107</sup> o derechos-valores<sup>108</sup>). Los derechos-valores cumplen funcionalmente los mismos objetivos que los títulos valores en el ordenamiento jurídico, por lo que la doctrina alemana des-

102. DE ANGULO RODRÍGUEZ, L. «Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...», *op. cit.* pág. 277 y ss. entiende que el valor anotado responde más a una evolución de figuras preexistentes, cuyas funciones se mantienen, aunque cambie la forma de representación o documentación, que al nacimiento de un instrumento mercantil nuevo.
103. En cuanto a la admisibilidad de las nuevas técnicas de incorporación, v. ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. «El sistema español de anotaciones en cuenta...», *op. cit.*, pág. 108 y 109, quien destaca que lo importante es determinar si las funciones para las que ha servido el dogma de la incorporación (que a la postre es una metáfora) son o no específicas de los títulos-valores y si el ordenamiento jurídico puede dar el mismo o similar tratamiento a los valores anotados.
104. DOMÍNGUEZ-GARCÍA, M. A. «Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones...», *op. cit.*, pág. 1646. En detalle, GARCIA-PITA Y LASTRES, J. L. «Posesión, registro contable y valores negociables...», *op. cit.*, [Consultado en línea], argumenta para defender esta tesis que si se admite la posesión de los derechos con mayor motivo habría que admitir la de las cosas incorporales y que la inscripción no constituye una *ficta traditio* sino una *traditio* en sentido propio de una cosa incorporal, que no existe fuera de la esfera contable como los valores anotados.  
En contra, SANTOS MARTÍNEZ, V. «Acciones y obligaciones...», *op. cit.*, pág. 447 ha mantenido que las referencias a los títulos-valores lejos de ser un argumento para considerar a los valores anotados como «títulos» (lo que no deja de ser otra ficción) supone un reconocimiento de que existe una inesquivable distinción, aunque se den afinidades funcionales.
105. EIZAGUIRRE, J. M., *Derecho de los títulos-valores*, *op. cit.*, pág. 386.
106. V. OPITZ, G. «Wertrechte und Wertpapiere» en *Bank-Archiv*, 1941 y THEISINGER, K., MÜLLER, G., OPITZ, G., y NEUMANN, B. «Effekten und Effektengeschäft» en THEISINGER, K. y LÖFFELHOLZ, J. (eds.) *Die Bank*. Wiesbaden: Gabler Verlag, 1952, págs. 781-900.
107. La doctrina alemana ha usado este término para referirse a valores que no fueran incorporados en un documento en contraposición con los títulos-valores, siendo acogidas las tesis sobre los derechos-valores fundamentalmente por PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. «La desincorporación...», *op. cit.* y DE EIZAGUIRRE, J. M., *Derecho de los títulos-valores*, *op. cit.*, pág. 73-76 y 372-396. Debe recordarse que este último autor propugnó el uso entre nosotros del término valores en papel en lugar de títulos-valores por ajustarse mucho mejor a la traducción literal del alemán (*Wertpapiere*).

tacó la identidad teleológica de ambos instrumentos jurídicos para la consecución del mismo fin y formuló la reestructuración de la dogmática de los títulos valores. No obstante, dicho axioma deriva de las peculiaridades del sistema alemán y la necesidad de elaborar una construcción por su doctrina que amparara una actuación que se podría considerar *contra legem* en ese ordenamiento jurídico de otro modo.

La mayoría de nuestra doctrina ha defendido que los valores representados mediante anotaciones tienen una naturaleza jurídica que no es asimilable ni a los derechos de crédito ni a las cosas corporales<sup>109</sup>, por lo que se ha diseñado un régimen jurídico propio *ex lege*<sup>110</sup> de nuevo cuño<sup>111</sup>, si bien algunos autores consideran que debe aplicar de manera supletoria la doctrina de los títulos valores y el Derecho de cosas<sup>112</sup> mientras que otros han defendido la aplicación de los principios de Derecho contable<sup>113</sup> o los principios de Derecho hipotecario<sup>114</sup>.

El régimen de las anotaciones en cuenta no puede ser explicado sin lo que un reputado sector de nuestra doctrina ha denominado principio de equivalencia

108. Este término fue introducido en el preámbulo del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, en el que se indicaba que se establecía una técnica operativa más ágil y funcional cuyo fundamento teórico se halla más cercano al concepto de derechos-valores que al de títulos-valores. No obstante, este término no ha tenido gran acogida por nuestra doctrina que lo ha considerado poco clarificador, véase la crítica y la evolución de la doctrina alemana en CORTÉS GARCÍA, E. *La desmaterialización de los títulos...*, *op. cit.*, pág. 196-197 o los apuntes sobre «Wertrechte» y «Bucheffekten» MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. en *Valores mobiliarios anotados...*, *op. cit.*, pág. 151-154.
109. De un modo muy ilustrativo, OLIVENCIA RUIZ, M. «La incorporación del derecho al título y su desincorporación...», *op. cit.*, pág. 27 y ss. explicaba que tras la ruptura del vínculo entre el derecho y el documento carece de sentido elaborar una disciplina basada en principios de derechos reales.
110. La ruptura con el Derecho común tiene que ser necesariamente legal, como indica ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. «El sistema español de anotaciones en cuenta...» pág. 109 y 110.
111. SÁNCHEZ CALERO, F. J. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en VERDERA Y TUELLIS, E. (coord.) *El nuevo mercado de valores*, Zaragoza: Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, 1993, págs. 89-110.
112. La teoría de los valores anotados puede prescindir de la incorporación como expediente legitimador para fundamentar el recurso a las normas del Derecho de cosas, pero no resulta injustificado aplicar a los valores anotados algunas normas propias del régimen de los títulos.  
En contra de la aplicación directa o indirecta del Derecho de cosas y las viejas categorías de los títulos-valores por la falta de capacidad de las anotaciones de crear una apariencia similar a la posesión del título, RECALDE CASTELLS, A. «La representación de los valores: títulos y anotaciones en cuenta» en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. (dirs.) *Instituciones del Mercado financiero*, Las Rozas (Madrid): La Ley-Actualidad, 1999, v. 5, págs. 2597-2669.
113. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. en *Valores mobiliarios anotados...*, *op. cit.*, pág. 164 y ss.
114. FERNÁNDEZ DEL POZO, L. «Un nuevo Registro Jurídico de Bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores» en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1989, núm. 593,

de los efectos jurídicos que producen los actos materiales tradicionales sobre los títulos-valores respecto de ciertas operaciones informáticas sobre los valores anotados<sup>115</sup>. Sin embargo, no pueden aplicarse de manera mimética los principios y los esquemas propios elaborados sobre la dogmática de los títulos-valores al nuevo sistema adoptado por el ordenamiento jurídico sin realizar ciertas precisiones sobre los bienes jurídicos protegidos y los riesgos que trata de mitigar la propia normativa con el fin de garantizar tanto la eficiencia en las operaciones como la seguridad jurídica<sup>116</sup>.

A nuestro juicio, el eje o centro de apoyo de la construcción dogmática de los valores anotados debe girar en torno al registro contable<sup>117</sup> y la función que las entidades encargadas de dicho registro desempeñan como tercero de confianza en el sistema de anotaciones en cuenta implementado en nuestro ordenamiento jurídico<sup>118</sup>.

### *2.1.1.1. Efecto legitimador de la inscripción registral. Legitimación ex tabula*

#### *2.1.1.1.1. Legitimación activa*

El ordenamiento español establece una presunción *iuris tamtum* a favor del titular registral, constituyendo los apuntes contables efectuados por la entidad encargada del registro contable en la fuente de dicha legitimación<sup>119</sup>. Esta legitimación no deja de ser una investidura formal. La persona que aparezca legitimada en los asientos de dicho registro se presumirá titular legítimo<sup>120</sup> y, en

págs. 1213-1234, argumenta que el sistema de anotaciones constituye un verdadero registro jurídico de bienes y plantea las similitudes con los registros jurídicos de los que toma alguno de sus principios. Véase también SANTOS MARTÍNEZ, V. «Acciones y obligaciones...», *op. cit.*, pág. 508 y ss., así como ZUNZUNEGUI PASTOR, F. «El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico» en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1994, núm. 56, págs. 825-870.

115. TAPIA HERMIDA, A. J. *Manual de Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, Iustel, 2015, pág. 268 y ss., desarrollado también en el trabajo de este mismo autor «La post-contratación en los mercados secundarios de valores: el sistema de compensación y liquidación de valores» en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*; 2017, núm. 107, pág. 35 y ss. Documento depositado en el archivo institucional E-Prints Complutense <http://eprints.ucm.es/> [Consultado en línea].
116. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. «Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta» en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, *op. cit.*, págs. 725-770, critica que no es posible alcanzar una equivalencia funcional plena.
117. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. en *Valores mobiliarios anotados...*, *op. cit.*, pág. 155.
118. ILLESCAS ORTIZ, R. «Introducción a la electronificación...», *op. cit.* [Consultado en línea].
119. La legitimación vinculada a la posesión del título-valor es sustituida por la legitimación registral en el régimen de las anotaciones en cuenta, y. RECALDE CASTELLS, A. «La representación de los valores», *op. cit.*, pág. 2641 o PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. «Anotaciones a cuenta...», *op. cit.*, pág. 2120 y ss.
120. Art. 13.1 LMVySI y art. 14.1 RD 814/2023, cuyos paralelismos y diferencias con el art. 38 LH han sido destacados por nuestra doctrina, entre otros, SANTOS MARTÍNEZ, V. «Acciones y obligaciones...», *op. cit.*, pág. 45-47.

consecuencia, podrá exigir del emisor que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta<sup>121</sup>. La expresión prestaciones no debe entenderse en sentido restringido<sup>122</sup>, ya que las obligaciones del emisor de ciertos valores anotados como las acciones no se limitan al pago de los dividendos tras la aprobación de su reparto por la junta general, sino que el emisor debe reconocer la posición jurídica compleja del accionista, que incluye tanto los derechos económicos como los derechos políticos<sup>123</sup>.

El ejercicio de los derechos de los titulares registrales se realiza de una forma mediata<sup>124</sup>, por lo que resulta fundamental destacar el papel esencial en el diseño del sistema de las entidades participantes en el mismo, al encontrarse la anotación en cuenta intrínsecamente asociada al registro contable llevado por el responsable designado por el emisor cuando los valores no se encuentran o admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales ni en sistemas mul-

121. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. en *Valores mobiliarios anotados...*, *op. cit.*, pág. 148 plantea correctamente que la titularidad registral es efectiva no sólo frente al emisor, sino que tiene una eficacia *erga omnes*.

122. SANTOS MARTÍNEZ, V. «Acciones y obligaciones...», *op. cit.*, pág. 459.

123. Entre los estudios comparados, merece la pena hacer referencia al estudio sobre la legitimación del accionista de la sociedad cotizada en distintas jurisdicciones y la influencia de la normativa europea efectuado por DE LUCA, N. «Titolarità vs. legittimazione: a proposito di *record date*, *empty voting* e "proprietà nascosta"» di azioni en *Rivista di Diritto Societario*, 2010, núm. 2, pág. 311-339.

Los estatutos de las sociedades anónimas pueden condicionar el derecho de asistencia a la junta general a la legitimación anticipada del accionista, pero en ningún caso podrán impedir el ejercicio de tal derecho a los titulares de acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta que se encuentren inscritas en el correspondiente registro contable con cinco días de antelación a aquél en que haya de celebrarse la junta (*record date*), según el art. 179.3 LSC. En relación con la legitimación del accionista de la sociedad cotizada española, la junta general y los problemas de *empty voting*, v. MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F. «Los eventos corporativos» en MARTÍNEZ FLÓREZ, A. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. y RECALDE CASTELLS, A. (dirs.), *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 853-872 y PALÁ LAGUNA, R. «La legitimación del accionista "post record date": transparencia accionarial y art. 179.3 LSC» en JUSTE MÉNICA, J. y ESPÍN GUTIÉRREZ, C. (Coords.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital: Liber amicorum, Fernando Rodríguez Artigas, Gaudencio Esteban Velasco*, vol. 1, tomo 1, Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 459-479.

La falta de legitimación activa del tenedor de un *equity swap* para impugnar acuerdos de la sociedad ha sido analizada por GARCÍA DE ENTERRÍA, J. «Sobre la legitimación del titular de un derivado sobre acciones para la impugnación de acuerdos sociales» en *Revista de Derecho de Sociedades*, 2022, núm. 64 [Consultado en línea], quien partiendo de las características generales de estos derivados, analiza la incapacidad general de estos para atribuir dicha legitimación en atención a mera asunción del riesgo económico.

124. Algunos autores han destacado que la falta de *immediatez* entre el valor y el inversor como una anomalía congénita de las anotaciones en cuenta, que dificulta la aplicación del Derecho de cosas y que marca una diferencia estructural con el régimen de los títulos valor, v. CABALLERO GERMAIN, G. *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, Cizur Menor (Navarra): Civitas-Thomson Reuters, 2010.

ilaterales de negociación<sup>125</sup> o un depositario central de valores (DCV o CSD, por sus siglas en inglés) y las entidades participantes en el depositario central cuando se trata de valores admitidos a negociación en estos sistemas multilaterales de negociación (sistema de doble escalón)<sup>126</sup>.

El responsable del registro no ostenta ningún derecho de propiedad sobre los valores anotados<sup>127</sup>, sino que desempeña una labor de administración y custodia que es funcionalmente equivalente a la de una entidad depositaria cuando los valores negociables son títulos-valores<sup>128</sup>. La labor que desempeñan los depositarios centrales de valores y los participantes del mismo es fundamental en este esquema.

A pesar de que las últimas reformas legislativas han introducido el derecho de las sociedades cotizadas de conocer cierta información sobre los inversores finales en las cadenas de custodia, que califica como beneficiarios últimos (*beneficial owners*)<sup>129</sup>, para reforzar la implicación de los accionistas a largo plazo en las sociedades cotizadas<sup>130</sup>. Esta cuestión no desvirtúa la presunción de titularidad formal de aquel que aparece en los registros contable y el conocimiento por parte del emisor no afecta en modo alguno al ejercicio de los derechos económicos y políticos que le correspondan a la entidad intermediaria o persona

- 
- 125. La llevanza del registro contable de valores no admitidos a negociación en centros de negociación únicamente podrá ser ejercida por empresas de servicios de inversión o entidades de crédito autorizadas para realizar la denominada actividad de custodia de valores según el art. 126 a) LMVySI o un DCV (*ex art. 50 RD 814/2023*).
  - 126. La implementación de este sistema de doble escalón permitió conciliar los intereses de las entidades depositarias de los títulos-valores y una transición ordenada al nuevo sistema, pero parte de la doctrina ha planteado la necesidad de simplificar el sistema v. CABALLERO GERMAIN, G. *La adquisición a non domino, op. cit.*, pág. 49 y ROJO FERNÁNDEZ RÍO, A. «El sistema español de anotaciones en cuenta...» pág. 109.
  - 127. A pesar de ello, los titulares de los valores negociables gozan de un derecho de separación *ex iure domini*. Conforme al art. 15 del LMVySI, declarado el concurso de una entidad encargada de la llevanza del registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta o de una entidad participante en el sistema de registro, los titulares de valores anotados en dichos registros gozarán del derecho de separación respecto de los valores inscritos a su favor y lo podrán ejercitar solicitando su traslado a otra entidad.
  - 128. *Cfr.* art. 1761 CC y 303 CCom. Véase TAPIA HERMIDA, A. J. «Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores» en ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. (dirs.) *Instituciones del Mercado financiero*, Las Rozas (Madrid): La Ley-Actualidad, 1999, v. 3, págs. 1305-1380.
  - 129. El beneficiario último es aquella persona por cuenta de quien actúe la entidad intermediaria legitimada como accionista en virtud del registro contable, directamente o a través de una cadena de intermediarios (art. 497.2 bis LSC).
  - 130. HERRERO MORANT, R. «Régimen jurídico de la política de implicación y de las estrategias de inversión tras la transposición al ordenamiento español de la Directiva (UE) 2017/828» en *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2021, núm. 28 [Consultada en línea] plantea que el legislador español, al incluir el nuevo art. 497 bis LSC por el que existe un derecho a identificar a los beneficiarios últimos, ha ido un paso más allá al transponer la Directiva (UE) 2017/828, que se centra únicamente en identificar a los accionistas formales (*record owners*) pero no a los que asumen el riesgo económico (los beneficiarios últimos).

legitimada como accionista en virtud de la normativa de anotaciones en cuenta (art. 497 bis LSC)<sup>131</sup>. El ordenamiento español no reconoce a los inversores finales como titulares legitimados sino a los intermediarios inscritos en los correspondientes registros contables, siendo el emisor ajeno a las relaciones entre el inversor último y la entidad o entidades intermediarias y a las relaciones entre las entidades que formen parte de la cadena de entidades intermediarias<sup>132</sup>.

#### 2.1.1.1.2. Legitimación pasiva

El régimen especial de Derecho privado incardinado en la normativa del mercado de valores establece también que deudor debe depositar su confianza en los registros contables, que tiene como fin último no solamente facilitar circulación de los valores negociables y la seguridad del tráfico, sino minorar las cargas del emisor y facilitar el cumplimiento de sus obligaciones. Las entidades encargadas del registro deben facilitar a los emisores la información de las personas que aparecen inscritas en los registros contables en relación con los eventos corporativos y los derechos de naturaleza pecuniaria, que deben ser ejercitados por los titulares a través de entidades encargadas del registro contable. El emisor del valor queda liberado cuando realice la prestación a favor de aquel que aparece en registralmente legitimado, siempre que actúe de buena fe y sin culpa grave<sup>133</sup> (art. 13.2 LMVySI).

El efecto legitimador de la inscripción registral despliega efectos no solo frente al emisor sino también frente a terceros como el adquirente no inscrito

131. El modelo español de registro ha sido caracterizado como un sistema de tenencia directa «imperfecto» (*no look through principle*) por CABALLERO GERMAIN, G. *La adquisición a non domino*, *op. cit.*, pág. 49 y ss. y 241 y ss. porque no reconoce la titularidad de los inversores finales que operan en los mercados utilizando custodios y subcustodios (tenencia indirecta de valores).

Un detallado análisis de Derecho comparado de los sistemas de tenencia y su problemática ha sido efectuado por GULLIFER, L. y PAYNE, J. (ed.) *Intermediation and Beyond*, Oxford: Hart Publishing, 2019.

132. Antes de la reforma efectuada Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el LSC para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. y SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S. «Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales» en MARTÍNEZ FLÓREZ, A. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. y RECALDE CASTELLS, A. (dirs.), *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 797-830, plantearon que el *verus dominus* debería poder destruir la presunción formal de propiedad otorgada por el registro y demostrar que el titular registral no goza de título suficiente para actuar como dueño de los valores anotados.

133. En contra de extrapolación de la idea de que la ignorancia no culpable del emisor sobre la circunstancia de que aquel que se encuentra inscrito no sea el titular, v. RECALDE CASTELLS, A. «Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación» en MARTÍNEZ FLÓREZ, A. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. y RECALDE CASTELLS, A. (dirs.), *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 773.

que pretenda hacer valer sus derechos. Aun cuando el emisor mantenga dudas sobre la titularidad real<sup>134</sup>, no se requiere que lleve a cabo ninguna de investigación para comprobar que la apariencia de derecho derivada de los asientos en el registro contable se corresponde con la realidad<sup>135</sup>.

### *2.1.1.2. Los certificados de legitimación*

Uno de los mayores déficits del nuevo sistema es la falta de publicidad del registro formal<sup>136</sup> e incapacidad de los terceros de acceder a los datos inscritos<sup>137</sup>, por lo que se ha establecido la emisión de certificados como mecanismo alternativo y preferente de prueba de los asientos contables del registro, así como para el rápido ejercicio de los derechos<sup>138</sup> (certificados de legitimación)<sup>139</sup>.

Las entidades responsables de los registros deben expedir a solicitud de los titulares formales o los beneficiarios de los derechos inscritos que recaigan sobre los valores (*vgr.* acreedor pignoraticio, usufructuario y beneficiarios de otras cargas y gravámenes reales) certificados de legitimación en los que consten las circunstancias inscribibles en relación con los valores registrados en las

- 
- 134. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. en *Valores mobiliarios anotados...*, *op. cit.*, pág. 199.
  - 135. RECALDE CASTELLS, A. «Los valores anotados en cuenta después de los cambios...», *op. cit.*, págs. 773, plantea que la seguridad jurídica reclama que el emisor de valores anotados admitidos a negociación se libere si cumple ante el titular aparente cuando está legitimado conforme a las reglas del sistema y que las reclamaciones de los titulares se deben efectuar ante las entidades encargadas de los registros. Con anterioridad, RECALDE CASTELLS, A. «La representación de los valores», *op. cit.*, pág. 2641, ya había mantenido que el emisor no dejará de liberarse si ha cumplido sus obligaciones frente a quien se encontraba inscrito aun cuando el tercero demostrara que es él quien adquirió los valores en virtud de un negocio jurídico apropiado y que el legitimado no es en realidad el titular o el emisor conociera por otras circunstancias extraregistrales que el titular aparente no es el titular.
  - 136. FERNÁNDEZ DEL POZO, L. «Un nuevo Registro Jurídico de Bienes...», *op. cit.*, pág. 1224.
  - 137. Los terceros que puedan tener un interés legítimo en los datos de los asientos registrales no disponen de la posibilidad de solicitar una nota simple informativa o certificación de los asientos. *Cfr.* art. 222 LH. V. DÍAZ MORENO, A. «La prenda de anotaciones en cuenta» en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1991, núm. 603, págs. 355-442.
  - 138. Los certificados no caducados expedidos por las entidades encargadas de los registros contables respecto de los valores representados mediante anotaciones en cuenta son títulos ejecutivos, siempre que se acompañe copia de la escritura pública de representación de los valores o, en su caso, de la emisión, cuando tal escritura sea necesaria, conforme a la legislación vigente (art. 517.7.º LEC). V. CORTÉS DOMÍNGUEZ, V. «En torno a la creación por la Ley 10/1992 de un nuevo título ejecutivo (artículo 1429 LEC) referido a los valores anotados en cuenta» en VV. AA. *Estudios de Derecho bancario y bursátil: Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Madrid: La Ley, 1994, t. I, págs. 579-588.
  - 139. Arts. 14 LMVSI y 21 RD 814/2023. A pesar del uso de la expresión «certificado de legitimación», un sector de la doctrina (al que nos adherirnos) se ha negado a considerar estos documentos como un verdadero título de legitimación v. SANTOS MARTÍNEZ, V. «Acciones y obligaciones...», *op. cit.*, pág. 487.

cuentas que gestionan, por lo que se configura legalmente un deber de la entidad responsable del registro que deberá emitirlos en los plazos establecidos en la normativa y un derecho a obtenerlos de aquellos que aparecen legitimados y ostentan un derecho conforme al registro<sup>140</sup>.

Aun cuando los certificados de legitimación no deban expedirse necesariamente en papel, la práctica habitual en muchos casos ha sido la vuelta al papel como soporte duradero para evidenciar la realidad tabular<sup>141</sup>, sin que estos documentos puedan tener en ningún caso la consideración de títulos-valores<sup>142</sup>, primando siempre las anotaciones en los registros de la entidad responsable sobre la evidencia documental en caso de discordancia entre lo previsto en el certificado y el registro<sup>143</sup>, que deberá responder por su falta de diligencia en el caso de emisión de un certificado erróneo<sup>144</sup>.

La emisión de estos certificados tiene una relevancia importante para los valores anotados no negociados y en las operaciones fuera de los centros de negociación de los valores anotados admitidos a negociación, pero también constituye un mecanismo de protección de la ordenada negociación de los valores en los sistemas multilaterales en los que interactúan diversos intereses y la confianza de los adquirentes de los mismos<sup>145</sup>. Una vez expedido el certificado,

---

140. Art. 18 RD 814/2023.

141. Desde el 4 diciembre de 2019, los miembros compensadores de BME Clearing tienen la posibilidad de gestionar las garantías pignoraticias sobre valores registrados en cuentas generales de terceros de Iberclear de forma electrónica a través del servicio BE-DLT Prenda ofrecido por BME Inntech.

Los miembros compensadores que utilicen este procedimiento pueden dejar de enviar certificados físicos para el reconocimiento de las garantías por parte de BME Clearing, según la Instrucción I-GEN-04/2019.

142. La normativa prevé expresamente que estos certificados no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación y serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados.

La certificación no constituye una nueva incorporación del valor anotado sino un simple documento probatorio, que debe limitarse a la función que indica su denominación (*certus facere*), v. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. «Valores anotados...», *op. cit.*, pág. 755.

143. En este sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, A. «Valores anotados...», *op. cit.*, págs. 755 y ss. y RECALDE CASTELLS, A. «La representación de los valores», *op. cit.*, pág. 2644.

En cambio, PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios: La legitimación del socio en las sociedades de capital*, Madrid: Civitas, 2000, pág. 254 y ss., ha mantenido que la eficacia legitimadora se traslada a los certificados de legitimación durante su vigencia y a los efectos indicados en los mismos.

144. Aparte de las sanciones administrativas que podrían imponer las autoridades competentes conforme al art. 279 LMVSI, los responsables deberían indemnizar con los daños y perjuicios o proceder a la restitución *in natura* si concurren los requisitos para la responsabilidad civil.

145. En torno a la excepcionalidad de la emisión de los certificados, la necesidad de los titulares de los valores mobiliarios de acreditar su condición y el reforzado valor probatorio de estos documentos, v. RECALDE CASTELLS, A. «La representación de los valores...», *op. cit.*, pág. 2644.

las entidades encargadas del registro contable deben inmovilizar el saldo de los valores a los que se refiera el mismo y efectuar un desglose<sup>146</sup>, limitándose así la circulación de los valores concernidos<sup>147</sup>. Los valores desglosados por la emisión de los certificados no pueden ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación de los mercados secundarios oficiales o los sistemas multilaterales de negociación y permanecerán indisponibles hasta la restitución del certificado de legitimación o cuando transcurra su plazo de vigencia<sup>148</sup>. Las entidades responsables no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar inscripciones, salvo que el miembro del centro de negociación cuando ejecute la orden de venta le entregue el certificado expedido en relación con los valores inmovilizados o se trate de transmisiones que deriven de ejecuciones judiciales o administrativas<sup>149</sup>.

#### *2.1.1.3. Limitación de excepciones*

La normativa del mercado de valores contempla expresamente que el emisor puede esgrimir frente al adquirente de buena fe las excepciones que se desprendan de la inscripción del correspondiente documento de emisión (escritura de emisión, folleto informativo, publicación de las características de la emisión en el boletín oficial o la expedida por las personas facultadas conforme a la normativa vigente dependiendo en cada caso del tipo de valor anotado<sup>150</sup>), así como cualquiera otras que pudiera oponer en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos<sup>151</sup>.

La primera limitación no plantea problemas y podría clasificarse como excepción documental si se tratara de un título-valor<sup>152</sup> tendente a desvirtuar la situación objetiva de apariencia en beneficio del deudor, ratificándose implícitamente

- 
- 146. CORTÉS GARCÍA, E. *La desmaterialización de los títulos...*, *op. cit.*, pág. 302, diferencia entre los certificados de legitimación y los extractos de la cuenta de valores, que únicamente certifican los valores registrados a favor del titular en la fecha de expedición.
  - 147. ANGULO RODRÍGUEZ, L. «La representación de valores por anotaciones en cuenta...», *op. cit.*, págs. 6 y 7 llegó a referirse a la equivalencia entre los efectos de la emisión del certificado y el denominado cierre registral al hacer mención a la notable influencia de los principios hipotecarios en este régimen especial.
  - 148. Los certificados caducan una vez transcurrido el plazo de vigencia. El plazo de vigencia no puede exceder de seis meses, salvo en aquellos supuestos que se emita para constatar la existencia de embargos judiciales o administrativos, la constitución de prendas o cualquier otro acto o circunstancia que haya tenido acceso al registro distinta de la titularidad de los valores. Aquellos certificados en los que no se señale plazo caducarán a los tres meses desde la fecha de su expedición, salvo que se refieran a alguno de los supuestos excepcionales (certificados de inmovilización) (*ex art. 24.7 RD 814/2023*).
  - 149. Art. 24.2 RD 814/2023.
  - 150. Art. 7 LMVSI.
  - 151. Art. 11.4 LMVSI y 15.4 RD 814/2023.
  - 152. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. «La desincorporación...», *op. cit.*, pág. 29 y DE EIZAGUIRRE BERMEJO, J. M. *Derecho de los títulos-valores*, *op. cit.*, pág. 393.

el carácter causal de los anotados valores<sup>153</sup> y destacándose la importancia de los documentos de la emisión<sup>154</sup>. Sin embargo, las restantes excepciones si plantean más dudas y la remisión genérica al régimen de títulos ha sido criticada por algunos autores al considerar que la aplicación de un régimen especial a un supuesto de hecho completamente distinto puede causar ciertas dificultades interpretativas y de aplicación<sup>155</sup>.

Las excepciones a las que el legislador se remite<sup>156</sup> deberían de haber sido ajustadas teniendo en consideración que el sistema de representación y transmisión que pueden resultar total o parcialmente incompatible con el sistema tradicional cartular y más cuando únicamente era necesario reforzar que la nota de literalidad en los valores anotados es incompleta<sup>157</sup> como en los restantes títulos emitidos en masa o establecer expresamente que se pueden oponer las excepciones inmediatas<sup>158</sup> y no se puede oponer al tercero las excepciones que se podrían oponer a los anteriores titulares, salvo en el caso de que exista una conducta colusoria entre el previo titular y el adquirente (*exceptio doli*)<sup>159</sup>.

- 
153. En contraposición con el carácter «abstracto» de determinados títulos-valores como la letra de cambio, v. ALONSO ESPINOSA, F. J. *Mercado primario de valores...*, *op. cit.*, pág. 140 y ss. y PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. «Naturaleza jurídica...», *op. cit.*, pág. 186 y ss.
154. ALONSO ESPINOSA, F. J. *Mercado primario de valores...*, *op. cit.*, pág. 140 y ss. argumenta que el folleto no es un mero vehículo informativo u orientado apto para dotar a los eventuales inversores de elementos suficientes para que puedan realizar un juicio fundado, completo y razonado sobre la conveniencia de la inversión que se les propone, sino que también plasma las condiciones contractuales de las partes y tiene fuerza de ley entre las mismas (art. 1089 CC y 21.2 RDE —ahora art. 70.3 del RD 814/2023—).
155. CABALLERO GERMAIN, G. «Contribución al estudio de la naturaleza jurídica...», *op. cit.* [Consultado en línea] y ALONSO ESPINOSA, F. J. *Mercado primario de valores...*, *op. cit.*, pág. 142.
156. Dentro de este grupo de excepciones hay que considerar las excepciones inmediatas, las de imputabilidad y las causales v. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. «La desincorporación...», *op. cit.*, pág. 29.
157. ALONSO ESPINOSA, F. J. *Mercado primario de valores...*, *op. cit.*, pág. 144. Determinadas circunstancias de los estatutos no se pueden oponer al accionista en el caso de que no consten en el título-valor (*vide supra*) y tampoco deberían de ser oponibles al adquirente o suscriptor cuando las acciones se representan mediante anotaciones en cuenta y no constan correctamente en los documentos de la emisión v. RECALDE CASTELLS, A. «Los valores anotados en cuenta después...», *op. cit.*
158. Aunque es cierto que es difícil argumentar que cabe la aplicación de estas excepciones en la contratación ordinaria en los centros de negociación, que se caracterizan por el anonimato y la falta de importancia de la contraparte, aún más cuando existen mecanismos para evitar los problemas de liquidación.
159. RECALDE CASTELLS, A. «Los valores anotados en cuenta después...», *op. cit.*, págs. 773-776, plantea incluso que la tutela del adquirente debe derivar de la responsabilidad del folleto en los valores admitidos a cotización, un régimen que se sitúa en un plano diferente a la tutela que se concede al tercero de buena fe en el Derecho de los títulos-valor que satisface mejor los objetivos buscados.
- Este autor destaca la deficiente tutela del adquirente en el caso de emisión de títulos en un negocio nulo y el *overissuue*, haciendo referencia a la STJUE de 19 de diciembre de 2013

#### *2.1.1.4. La adquisición a non domino de los valores anotados*

El tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta del titular formal conforme a los registros contables no estará sujeto a reivindicación, siempre que no haya obrado de mala fe o con culpa grave en el momento de la adquisición<sup>160</sup>. La normativa protege al tercero de buena fe que adquiere de aquel que aparezca legitimado para disponer de los valores anotados, evitando potenciales reclamaciones por parte de otros individuos que aleguen que son titulares de los valores y han sido desposeídos de los mismos ilegítimamente (*riesgo de pertenencia*)<sup>161</sup>.

La protección del tercer adquirente en caso de transmisión onerosa es un rasgo fundamental del Derecho de los títulos-valores para facilitar su circulación y se encuentra recogida también recogida en el art. 34 LH, pero es discutible la introducción de este principio en relación con los valores anotados sometidos a contratación en los sistemas de negociación porque las características de estos sistemas multilaterales en los que no es posible verificar la identidad de su *tradens*, *quien* da la orden de compra en el mercado no sabe quién va ser su contraparte al contratar a pesar de que es precisamente en ese momento cuando de apreciarse la situación de buena o mala fe del *acciens*<sup>162</sup>.

La doctrina también ha cuestionado que la apariencia protegida sea aquella otorgada por el propio registro contable<sup>163</sup> y si la publicidad formal es suficiente consistente como para generar en los terceros una situación digna de protección teniendo en cuenta sus límites<sup>164</sup>. La finalidad de la norma es otorgar a la transmisión del derecho la máxima garantía para el adquirente de la firmeza y regu-

---

en el caso Alfred Hirnann contra Immofinanz AG (Asunto C-174/12) (ECLI:EU:C:2013:856).

La referida STJUE confirma la preeminencia de las normas del mercado de valores sobre las normas societarias o más propiamente, que las normas sobre responsabilidad por folleto son *lex specialis* respecto de las normas sobre protección del capital. El accionista que demanda la responsabilidad por folleto ha de ser considerado un tercero y su pretensión no trae causa societaria, por lo que no le son de aplicación las normas sobre prohibición de devolución de aportaciones.

160. Art. 11.3 LMVYSl y 15.3 RD 814/2023. La falta de correspondencia del registro con la realidad puede deberse a distintas circunstancias, teniendo alguna de ellas relación con el mantenimiento de los registros y la manipulación de los mismos de forma intencional o meramente fortuita.
161. El ordenamiento contempla sólo un supuesto de mera irrevindicabilidad sino una verdadera adquisición de los valores anotados a *non domino*, V. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. en *Valores mobiliarios anotados...*, *op. cit.*, pág. 229-238 y SÁNCHEZ CALERO, F. J. «Régimen de los valores representados...» pág. 108.
162. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. «Valores anotados...», *op. cit.*, págs. 761-763.
163. DÍAZ MORENO, A. «La prenda de anotaciones...», *op. cit.*, planteó que la irrevindicabilidad en las operaciones con valores anotados no se puede fundamentar sobre el principio de la apariencia, concluyendo que el ordenamiento protege las adquisiciones del titular formal.
164. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. en *Valores mobiliarios anotados...*, *op. cit.*, pág. 235.

laridad jurídica de la adquisición, pero la firmeza se ha desplazado hacia el entorno de la liquidación en los mercados<sup>165</sup> y cabe que se produzcan fallos en la liquidación la adquisición de valores admitidos a negociación tras la contratación<sup>166</sup> aunque los beneficios, derechos u obligaciones inherentes a la titularidad de acciones y de valores equivalentes a acciones siempre deberán ser de cuenta y provecho del adquirente desde la fecha de la compra en un centro de negociación<sup>167</sup>.

Aun cuando es difícil aceptar que se deba proteger las adquisiciones *a non domino* en los valores anotados que cotizan dada su extrema fungibilidad<sup>168</sup> y la posibilidad de procurar en la mayoría de los caso un *tantudem* sin necesidad de ejercitar la mal llamada acción reivindicatoria<sup>169</sup>, debemos de tener en cuenta la relevancia de la norma para la operativa extrabursátil y que también cabe la posibilidad de que los valores anotados no se encuentre sujetos a negociación en un sistema multilateral en los que existe un contacto más estrecho entre las partes y la apariencia de titularidad es más relevante, pudiendo el adquirente requerir que el transmitente justifique su titularidad.

La protección especial que otorga el registro contable al tercero adquirente a título oneroso no tiene lugar en las transmisiones a título gratuito o en las

- 
165. GUTIERREZ GILSANZ, J. «La firmeza de las operaciones en el ámbito de la compensación (ECC) y en el ámbito de la liquidación (DCV). Momento y significado» en MARTÍNEZ FLÓREZ, A. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. y RECALDE CASTELLS, A. (dirs.), *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2017, págs. 319-353 y RECALDE CASTELLS, A. «Los valores anotados en cuenta después...», *op. cit.*, págs. 793-796.
166. Las órdenes de transferencia cursadas al Sistema de Liquidación ARCO se considerarán recibidas y aceptadas en el momento en que el soporte técnico TARGET2 Securities declare que reúnen los requisitos de validación del mismo. A partir de ese momento y de conformidad con lo previsto en el artículo 11 de la Ley de Firmeza y a los efectos previstos en el artículo 39 de CSDR, las órdenes de transferencia y, en consecuencia, las obligaciones que de ellas deriven, serán firmes y legalmente exigibles para el participante obligado a su cumplimiento y vinculantes con respecto a terceros y oponibles frente a ellos, no pudiendo ser impugnadas o anuladas por ninguna causa.
167. Art. 82 LMVySI. A diferencia del art. 95 TRLMV, que únicamente hacía referencia a los mercados secundarios, la LMVySI elimina cualquier tipo de duda interpretativa y trata en los mismos términos la negociación de acciones y otros instrumentos equivalentes en los mercados secundarios y en otros centros de negociación (vgr. SMNs y SOCs).
168. Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión que tengan unas mismas características tienen carácter fungible (*ex art. 20 RD 814/2023*).
169. RECALDE CASTELLS, A. «Los valores anotados en cuenta después...», *op. cit.*, págs. 777 argumenta que no existen cosas ni derechos individualizados que puedan identificarse y ser objeto de acción reivindicatoria: el *verus domino* no puede recuperar los valores anotados admitidos a negociación de los que se hubiera visto desprovisto porque no existe cosa sobre la que proyectar la propia acción. En términos similares, SÁNCHEZ ANDRÉS, A. «Valores anotados...», *op. cit.*, págs. 746-747, plantea que el legítimo propietario únicamente gozará de una acción personal frente al transmitente.

transmisiones *mortis causa*, donde no hay un sacrificio patrimonial por el tercero que proteger y, por lo tanto, el adquirente se encontrará en la misma situación que el transmitente o causante, pudiendo dirigir contra estos adquirentes las mismas excepciones que podrían haberse interpuesto ante el transmitente o causante<sup>170</sup>.

Del mismo modo, aquel que siendo consciente de la inexactitud del registro adquiera del titular formal no se debería de encontrarse protegido por la norma si bien debe presumirse la buena fe del adquirente.

## 2.2. LAS CADENAS DE BLOQUES COMO NUEVO MEDIO DE REPRESENTACIÓN DE LOS VALORES

El progreso tecnológico no deja de plantear nuevos retos. Algunas innovaciones como los registros distribuidos, incluyendo, entre otros, los sistemas de cadena de bloques (*blockchain*)<sup>171</sup> funcionalmente pueden desempeñar un papel muy relevante en la negociación de los valores en el futuro y han cobrado gran importancia en los últimos años, por lo que revisaremos ciertos aspectos de estos mecanismos alternativos de representación y los ajustes que se han efectuado en nuestro ordenamiento jurídico para permitir que los derechos patrimoniales puedan someterse a expedientes distintos de los analizados en los apartados previos con el objetivo de facilitar la circulación de la riqueza mobiliaria.

Los datos que obran en estos registros distribuidos pueden constituir un elemento probatorio<sup>172</sup>, pero debemos preguntarnos además si cabe la posibilidad de que conforme a nuestro Derecho civil el deudor de buena fe cumple de forma liberatoria frente aquel que aparece en los registros como poseedor del

---

170. V. art. 34.3 LH.

171. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. *Derecho de Blockchain y de la tecnología de los registros distribuidos*, Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2018; VILARROIG MOYA, R. y PASTOR SEMPERE, C. *Blockchain: aspectos tecnológicos empresariales y legales* Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2018; GONZÁLEZ-MENESES, M. *Entender Blockchain*, Cizur Menor (Navarra): Thomson Reuters Aranzadi, 2019, 2.<sup>a</sup> ed. [Versión digital].

172. La relación entre los títulos-valores y la función probatoria de la factura ha sido analizada por LARA GONZÁLEZ, R. «La factura en el Derecho mercantil proyectado» en MORILLAS JARILLO, M. J., PERALES VISCASILLAS, M. P. y PORFIRIO CARPIO, L. J. (dirs.) *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*. Getafe: Universidad Carlos III de Madrid, 2015, págs. 2034-2049. Disponible en <http://hdl.handle.net/10016/20968> [Consultado el 31 de mayo de 2025].

El valor probatorio de los datos en entornos blockchain fue estudiado por SANTISTEBAN CASTRO, M. «Algunas consideraciones en torno al valor probatorio de la tecnología blockchain en el ámbito europeo: presente y futuro» en *La LEY Probatoria*, 2023, núm. 12 [Consultado en línea].



La consolidación de determinados criptoactivos como un producto de inversión, la transposición de MiFID II (incluyendo MiFID II Quick Fix), los últimos cambios en MiFIR y EMIR y la entrada en vigor de MiCAR y el Reglamento UE del Programa Piloto DLT, así como las últimas directrices de las autoridades competentes (entre otras, la Comisión Nacional de los Mercados de Valores y la Autoridad Europea de Valores y Mercados) exigen un análisis en profundidad del concepto jurídico indeterminado de instrumento financiero.

Esta monografía efectúa un tratamiento completo y sistemático de los mercados en nuestro ordenamiento jurídico y de los distintos tipos de instrumentos financieros (valores negociables, derivados financieros y otros), abordando los principales problemas tanto desde la perspectiva del Derecho privado como del Derecho público.

Después de analizar la dogmática de los títulos valores y los valores anotados, el potencial uso de las cadenas de bloques como nuevo mecanismo de representación de los valores negociables y las soluciones adoptadas en los ordenamientos jurídicos próximos como el italiano, el francés, el alemán y el suizo; el autor estudia la necesidad de extender el ámbito objetivo de la normativa financiera para hacer frente a nuevas realidades, revisa la finalidad de dicha normativa y cuestiona algunas de las soluciones adoptadas por el legislador.

ISBN: 978-84-1085-453-6

