

VNIVERSITAT DE VALÈNCIA

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho Mercantil "Manuel Broseta Pont"



Programa de Doctorado en Derecho, Ciencia Política y Criminología

TESIS DOCTORAL

RESPONSABILIDAD DE LA SOCIEDAD DE SISTEMAS POR LA ORGANIZACIÓN Y  
LLEVANZA DEL REGISTRO CONTABLE.

Presentada por

JORDI BAÑÓ I ARACIL

Dirigida por

Prof. Dr. D. VICENTE CUÑAT EDO

Catedrático de Derecho Mercantil

Valencia, marzo de 2020



## ÍNDICE

### INTRODUCCIÓN.

I.	LA SOCIEDAD DE SISTEMAS COMO DEPOSITARIO CENTRAL OBJETO DE ESTUDIO.	1
II.	CONTEXTO EN EL QUE SE DESENVUELVE SU ACTIVIDAD.	4
III.	METODOLOGÍA DEL ESTUDIO.	15

### ***PARTE PRIMERA - LOS DEPOSITARIOS CENTRALES DE VALORES (DCV): LA SOCIEDAD DE SISTEMAS.***

#### CAPÍTULO I: LOS DEPOSITARIOS CENTRALES DE VALORES.

1.	Evolución y configuración de los Depositarios Centrales de Valores.	19
1.1.	Antecedentes europeos.	19
1.2.	La propuesta de Reglamento europeo.	29
2.	Situación actual: El Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26 CE y el Reglamento (UE) nº 236/2012.	33

#### CAPÍTULO II: LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES (SOCIEDAD DE SISTEMAS).

1.	La Sociedad de Sistemas como Depositario Central de Valores.	37
2.	Reseña histórica y antecedentes de la Sociedad de Sistemas.	40
2.1.	El sistema de compensación y liquidación del Decreto 1128/74.	42
2.2.	Los antecedentes de otros mercados españoles.	45
2.3.	La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y creación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.	45
2.4.	El Real Decreto 116/92, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones	

bursátiles y desarrollo del Servicio de Compensación y liquidación de valores (SCLV). . . . .	52
2.5. La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, por la que se crea la Sociedad de Sistemas de Compensación, Liquidación y Registro (Sociedad de Sistemas). . . . .	56
2.6. La reforma de la Ley 11/2015 y el texto actual refundido de la Ley del Mercado de Valores. . . . .	64
<b>3. Configuración actual de la Sociedad de Sistemas. . . . .</b>	<b>70</b>
3.1. La Sociedad de Sistemas como Sociedad especial. . . . .	74
3.1.1. Estatutos sociales. . . . .	74
3.1.2. Consejo de Administración, Directores generales y socios. - . . . .	78
3.1.3. Requisitos de capital. . . . .	82
3.1.4. Objeto social. - . . . .	86
3.2. El Comité de Usuarios. . . . .	94

**PARTE SEGUNDA – EL SISTEMA DE REGISTRO CONTABLE COMO OBJETO DE LOS DCV.**

**CAPÍTULO ÚNICO: CONFIGURACIÓN DEL REGISTRO CONTABLE EN EL TRLMV.**

<b>1. Cuestiones previas. . . . .</b>	<b>97</b>
<b>2. Características del Registro contable. . . . .</b>	<b>106</b>
2.1. Registro privado. . . . .	106
2.2. Registro Contable. . . . .	108
2.3. Objeto del registro contable. . . . .	112
2.4. Sistema de tenencia de los valores anotados. . . . .	117
2.5. Libertad de designación del DCV encargado del registro contable. . . . .	127
<b>3. Principios del registro contable. . . . .</b>	<b>134</b>
3.1. Principio de unidad del registro. . . . .	135
3.1.1. Registro central y de detalle. . . . .	138

3.1.2. Tipos de cuentas.	140
3.2. Principio de integridad de la emisión..	142
3.3. Principio de legitimación registral.	145
3.4. Principio de prioridad y tracto sucesivo.	151
3.5. Principio de publicidad registral	154
<b>4. Relación entre la sociedad de sistemas como DCV y los emisores, entidades participantes y titulares de las cuentas de detalle.</b>	<b>156</b>
4.1. Relación entre la Sociedad de Sistemas como DCV y los emisores.	157
4.2. Relaciones entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes.	177
4.3. Relación entre la Sociedad de Sistemas y los clientes de las entidades participantes con cuentas generales en los DCV	186
4.4. Relaciones entre la Sociedad de Sistemas y los titulares de las cuentas individuales segregadas, llevadas por la Sociedad de Sistemas como DCV.	188

**PARTE TERCERA - LA RESPONSABILIDAD DE LOS DCV POR LA LLEVANZA DEL REGISTRO CONTABLE.**

**CAPÍTULO I: ANTECEDENTES Y SITUACIÓN ACTUAL DE LA RESPONSABILIDAD EN EL REGLAMENTO UE 909/2014 Y EN EL TRLMV.**

<b>1. La responsabilidad en el Reglamento UE 909/2014 y en la Ley del Mercado de Valores.</b>	<b>195</b>
1.1. Tratamiento de la responsabilidad en el Reglamento UE 909/2014. Entre la responsabilidad administrativa y la civil.	201
1.2. Evolución histórica de la responsabilidad en los mercados de valores españoles.	211
1.2.1. La redacción inicial de la Ley del Mercado de Valores de 1988: “La responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado”.	215
<b>2. La regla actual de responsabilidad del art. 8.4 TRLMV.</b>	<b>227</b>

CAPÍTULO II: EL MODELO ORGANIZATIVO SOBRE EL QUE SE APLICA LA REGLA DE RESPONSABILIDAD.

<b>1.</b>	Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas como organizadora del registro.	249
1.1.	Delimitación del marco normativo en el que se desenvuelve la Sociedad de Sistemas.	252
1.2.	Problemas de ubicación de las normas emanadas de la Sociedad de Sistemas en el sistema de fuentes.	260
1.3.	Seguridad jurídica y obligación de evaluar el riesgo por la Sociedad de Sistemas e incidencia en la adopción de normas del sistema de registro contable.	297
1.4.	Responsabilidad por el ejercicio de sus facultades de ordenación.	310
<b>2.</b>	Notas acerca de la corresponsabilidad de la CNMV por hechos derivados de sus facultades de supervisión de la actividad normativa de la Sociedad de Sistemas y los DCV.	327

CAPÍTULO III: EL OBJETO DEL REGISTRO CONTABLE: LA ANOTACIÓN EN EL REGISTRO CONTABLE COMO OBLIGACIÓN DE RESULTADO.

<b>1.</b>	La anotación en el registro contable: concepto y caracteres.	339
1.1.	Concepto y naturaleza de la obligación de anotar.	340
1.2.	Resultado exigible.	342
1.3.	La obligación de garantizar la integridad de la emisión.	344
1.4.	La anotación como obligación de resultado.	353
<b>2.</b>	Causas de exoneración: El hecho fortuito y la fuerza mayor.	361
<b>3.</b>	La obligación de resultado en las diferentes cuentas: Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas en el sistema de doble escalón.	375
<b>4.</b>	Recapitulación sobre el cambio en la regulación de la responsabilidad por la llevanza del registro contable.	387

## CAPÍTULO IV: RESPONSABILIDAD POR LA PRIMERA INSCRIPCIÓN DE LOS VALORES Y LAS TRANSMISIONES.

1. Régimen jurídico de la primera inscripción de las emisiones de valores en la Sociedad de Sistemas y responsabilidad. . . . . 393
  - 1.1. Aceptación por la Sociedad de Sistemas del encargo de llevar el registro contable. . . . . 395
  - 1.2. Primera inscripción de las emisiones en el registro central: supuestos. . . . . 401
  - 1.3. Sobre la verificación de los requisitos y anotaciones de la primera inscripción. . . . . 410
  - 1.4. Responsabilidad por la falta de creación o retraso en la constitución del registro contable central. . . . . 419
2. Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas en las transmisiones de valores. . . . . 430
  - 2.1. Características comunes en la anotación de transacciones sobre valores anotados y régimen jurídico de las transacciones de valores. . . . . 438
  - 2.2. Comprobación y aceptación de instrucciones y órdenes por la Sociedad de Sistemas. . . . . 451
  - 2.3. Términos y plazos para proceder a la anotación. . . . . 468
  - 2.4. Medidas de conciliación diarias. . . . . 475
  - 2.5. Gestión de incidencias y fallidos. . . . . 481
  - 2.6. Rectificación de errores materiales o aritméticos. . . . . 491
  - 2.7. Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas en las transmisiones de valores, retrasos, fallos en la liquidación y falta de anotación. . . . . 495

## CAPÍTULO V: SUPERVISIÓN DEL SISTEMA DE REGISTRO. RESPONSABILIDAD DE LA SOCIEDAD DE SISTEMAS POR EL SEGUIMIENTO Y CONTROL DE LA INTEGRIDAD DE LA EMISIÓN Y DEL REGISTRO CONTABLE.

1. Introducción al régimen de supervisión. . . . . 521
2. El sistema de información como instrumento de la supervisión . . . . . 527
3. Introducción de información en el sistema. . . . . 535
4. El ejercicio de la supervisión por los DCV. . . . . 539

4.1. Medios que puede utilizar.	. . . . .	. 542
4.2. Acciones a realizar por la Sociedad de Sistemas.	. . . . .	. 546
5. Responsabilidad por la labor de control y supervisión.	. . . . .	. 549
<b>IV. CONCLUSIONES..</b>	. . . . .	. 559
<b>V. BIBLIOGRAFÍA. .</b>	. . . . .	. 581
<b>VI. JURISPRUDENCIA.</b>	. . . . .	. 617

## **ABREVIATURAS**

AA.VV. – Autores varios.

ABE – Autoridad Bancaria Europea.

ADC – Anuario de Derecho Civil.

AEVM – Autoridad Europea de Valores y Mercados.

AIAF – Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

BCE – Banco Central Europeo.

BDE – Banco de España.

BIC – Bank Identifier Code.

BIS – Bank for International Settlements.

BME – Bolsas y Mercados Españoles, SA.

BOCG – Boletín Oficial de las Cortes.

BPI – Banco de Pagos Internacionales.

CADE – Central de Anotaciones de Deuda Española.

CEE – Comunidad Económica Europea.

CESR – Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores.

CFI – Classification of Financial Instruments.

CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores.

CPSS – Committee on Payment and Settlement Systems.

CRERV – Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores.

CSD – Central Securities Depositories.

DCFR – Draft Common Frame of Reference.

DCV – Depositario Central de Valores.

DCVI – Depositario Central de Valores Internacional.

DFL – Directiva sobre Firmeza de la Liquidación.

DGF – Directiva sobre Garantías Financieras.

DOCE – Diario Oficial de la Comunidad Europea.

DOUE – Diario Oficial de la Unión Europea.

DSI – Directiva de Servicios de Inversión.

DSMI – Directiva sobre Servicios del Mercado Interior.

ECC – Entidad de Contrapartida Central.

ECLI - European Case Law Identifier.

ECSDA – European Central Securities Depository Association.

ESI – Empresa de Servicios de Inversión.

ESMA – European Securities and Markets Authority.

FISN – Financial Instrument Short Name.

FMI – Fondo Monetario Internacional.

IBERCLEAR – Nombre comercial de la Sociedad de Sistemas.

IIC – Instituciones de Inversión Colectiva.

IOSCO - International Organization of Securities Commissions.

ISIN – International Securities Identification Number.

ISO - International Organization for Standardization.

LEI - Legal Entity Identifier.

LH – ley Hipotecaria.

LMV – Ley del Mercado de Valores.

LOSSP - Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.

LSC – Ley de Sociedades de Capital.

LSE – London School of Economics.

MAB – Mercado Alternativo Bursátil.

MARF - Mercado Alternativo de Renta Fija.

MEFF – Mercado Español de Futuros Financieros.

MIFID – Markets in Financial Instruments Directive.

OICV – Organización Internacional de Comisiones de Valores.

OMC – Organización Mundial del Comercio.

OTC – Over The Counter.

PASF – Plan de Acción de los Servicios Financieros.

PECL – Principles of European Contract Law.

PFEF – Papeles de la Fundación de Estudios Financieros.

PTI – Post Trade Information.

R.D.G.R.N – Resolución de la Dirección General de los Registros y el Notariado.

RCDI – Revista Crítica de Derecho Inmobiliario.

RD – Real Decreto.

RDBB – Revista de Derecho Bancario y Bursátil.

RDC – Revista de Derecho Civil.

RDCE – Revista de Derecho Comunitario Europeo.

RDM – Revista de Derecho Mercantil.

RDMF – Revista Derecho del Mercado Financiero.

RDMV – Revista de Derecho del Mercado de Valores.

RDP – Revista de Derecho Patrimonial.

RDS – Revista de Derecho de Sociedades.

RJUAM – Revista Jurídica de la Universidad Autónoma de Madrid.

RM – Registro Mercantil.

ROF – Reglamento de Organización y Funcionamiento del SCLV.

RRM – Reglamento del Registro Mercantil.

SAP – Sentencia de la Audiencia Provincial.

SCLV – Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

SEBC – Sistema Europeo de Bancos Centrales.

SENAF – Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros.

SERLIDE – Servicio de Liquidación de los Derechos de Suscripción Preferente de Acciones.

SERLIVAL – Servicio de Liquidación de Valores.

SERTINO – Servicio de Títulos Nominativos.

SICOVAM – Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières.

SMN – Sistema Multilateral de Negociación.

STC – Sentencia del Tribunal Constitucional.

STS – Sentencia del Tribunal Supremo.

SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

TARGET – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System.

TC – Tribunal Constitucional.

TFUE – Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

TJCE – Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea.

TJUE – Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

TRLMV – Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.

TS – Tribunal Supremo.

UE – Unión Europea.

UNCITRAL – United Nations Commission on International Trade Law.

UNED – Universidad Nacional de Educación a Distancia.

UNIDROIT – Institut international pour l'Unification du Droit Privé.



## **INTRODUCCIÓN.**

### **I. LA SOCIEDAD DE SISTEMAS COMO DEPOSITARIO CENTRAL OBJETO DE ESTUDIO.**

En el actual Derecho del Mercado de Valores, el registro contable se convierte en parte esencial del sistema al recaer sobre el mismo la función de ser el soporte en el que se anotan los valores negociables, siendo necesario para tener constancia de los valores que corresponden a cada titular, los derechos sobre los mismos, y realizar cualquier operación con ellos.

Como encargados de llevar el registro figuran los Depositarios Centrales de Valores (DCV en adelante), siendo uno de ellos la “Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Sociedad de Sistemas)”, quien asume las funciones que inicialmente correspondían al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), más las nuevas que han ido surgiendo tras las diversas reformas introducidas en la Ley de Mercado de Valores.

Cualquier entidad, pública o privada, conforme al derecho, está sujeta a las normas, siendo la consecuencia de todas ellas la responsabilidad por el incumplimiento de las obligaciones inherentes a los actos que realice. Conviene por tanto examinar, de acuerdo con las normas aplicables a la Sociedad de Sistemas, cuál sea el alcance de la responsabilidad que le atañe por su actuación en el Mercado de Valores y, en concreto, por su función de llevar el registro contable.

La creación de la Sociedad de Sistemas se debe a la reforma de la Ley de Mercado de Valores realizada por la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. En ella se justificaba su creación del siguiente modo:

*En el mercado español los principales procesos de compensación y liquidación se han venido realizando por la Central de Anotaciones de Deuda Española (en adelante, CADE) para la negociación de Deuda Pública, y por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, SCLV) para los valores admitidos a negociación en Bolsa y en AIAF Mercado de Renta Fija, S. A.*

*(mercado secundario oficial de renta fija privada). Además, al amparo del artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores, las Comunidades Autónomas con competencias en la materia han creado sus propios servicios de compensación y liquidación para los valores admitidos a negociación en sus respectivas Bolsas de Valores.*

*Esta multiplicidad de sistemas de compensación y liquidación existentes en España ha venido dificultando el proceso de integración de los mercados de valores españoles con los de sus homólogos europeos. En efecto, la introducción del euro ha dado lugar a un notable movimiento de fusión y coordinación de los mercados de valores comunitarios, tanto en el área de la negociación como en el de la compensación y liquidación. Por ello, es necesario dar la oportunidad a los sistemas españoles de negociar desde una posición única, a la vez que el aprovechamiento de las economías de escala resultantes del proceso de consolidación permitirá ofrecer un mejor servicio a menor coste y sobre todo facilitar la operativa desde el exterior.*

*Para solucionar esta situación, la Ley establece en su articulado las modificaciones legales para llevar a cabo un proceso de integración de los sistemas de compensación y liquidación existentes. Para ello, diseña un régimen jurídico flexible y abierto en el cual se creará la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Sociedad de Sistemas), mediante un proceso de fusión del SCLV y la CADE. En dicha Sociedad se podrán integrar otros sistemas ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, y podrá gestionar interconexiones y alianzas con los de otros países.*

La apertura a nuevos mercados, la expansión de la economía financiera, la integración en el conjunto de la economía europea y mundial, el creciente número de empresas que cotizaban en los mercados y la popularización de las inversiones en bolsa, que dejaban de ser campo de unos pocos, imponían la modificación y la mayor especialización del sistema previsto inicialmente para configurarse como un órgano imprescindible de control de las transacciones de toda índole.

Las sucesivas reformas de la Ley de Mercado de Valores hacían recaer más funciones y mayor complejidad al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

(SCLV), y posteriormente a la Sociedad de Sistemas, hasta llegar a la reforma de la Ley 11/2015, de 18 de junio, que es la que establece la situación actual y que mantiene el *Texto refundido de la Ley de Mercado de Valores de 23 de octubre de 2015*. Con ella surgió la posibilidad de separar las funciones de registro de otras que anteriormente se le atribuyeron, separando la función de compensación y creando para ello las Entidades de Contrapartida Central. La Sociedad de Sistemas perdió la exclusiva de la llevanza del registro contable, convirtiéndose en uno más de los Depositarios Centrales de Valores, pues dicha labor la pueden realizar también los Depositarios de otros países.

Se conservó el doble escalón, es decir el doble registro, el central por un lado y el de detalle por otro, compartiendo las funciones de registro con las entidades participantes.

La Sociedad de Sistemas, como en su día el SCLV, se halla integrada dentro de las Bolsas de Valores, como parte técnica básica en las mismas, aunque el SCLV era *“esencialmente el gestor de la compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores”*<sup>1</sup>, pero también era el encargado del registro de las anotaciones en cuenta.

Todo ello justifica que deba examinarse qué funciones le corresponden y, consecuencia obligada, qué responsabilidad asume de acuerdo a las funciones que desarrolla y a la Ley que la regula y el alcance de la misma.

---

<sup>1</sup> Así se pronunciaba GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta (cit.)*, pág. 309. Este autor encuadraba sistemáticamente al SCLV dentro de las Entidades encargadas de la llevanza del Registro de anotaciones en cuenta, y, siendo ello cierto, también lo era el hecho de ser, fundamentalmente y entre otras atribuciones, una cámara de compensación, tal y como reconoce en el párrafo transcrito.

## II. CONTEXTO EN EL QUE SE DESENVUELVE SU ACTIVIDAD

No se olvida que existen derechos fundamentales, objeto de convenios internacionales y reconocimiento en la Constitución Española y en la Unión Europea, que pasan necesariamente por el respeto a la persona y la dignidad humana<sup>2</sup>, principios que no pueden ser ajenos a los Mercados Financieros y a los que nuestro país, y todos lo pertenecientes a la Unión Europea, están adheridos y deben ser axioma y premisa del Derecho, sea la rama que sea. En este aspecto, las normas europeas, Reglamentos y Directivas fundamentalmente, contienen en sus propuestas un apartado en el que examina sus efectos sobre los Convenios y Tratados de Derechos Humanos<sup>3</sup> de los que forma parte la Unión Europea.

A nadie se le oculta el florecimiento que ha adquirido en las últimas décadas la economía de mercado, propiciando un desarrollo extraordinario de los “mercados financieros”, tanto en la Unión Europea en la que se halla integrada nuestro país, como en el resto del mundo<sup>4</sup>. A semejanza de lo que ocurrió en la formación histórica del

---

<sup>2</sup> El hecho indiscutible de la unidad del Ordenamiento Jurídico, decreta que, sobre los principios inspiradores de la economía, y en concreto de la Ley del Mercado de Valores, se encuentren los Derechos Humanos, y por ello no olvidamos que la economía en general y los mercados de valores en particular, son instituciones al servicio del hombre, por ello, nos adherimos a las declaraciones de principios como la de PASSET, René en: *Manifeste pour une économie à finalité humaine, Le Monde Diplomatique, Février 2001: “Aux principes d’une économie fondée sur la rentabilité du capital financier, il faut opposer des critères d’investissement et d’échange fondés sur les impératifs de la finalité humaine”*. Declaraciones de principios que son de agradecer y formulan profesores como SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: *La Sociedad Anónima y el Mercado (observaciones al paso de una reforma indebida)*, Revista Derecho de Sociedades, n1 14, año 2000, pág. 14.

<sup>3</sup> Véase, a título de ejemplo la *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012*, que en su apartado 3.4 establece: “Derechos fundamentales. No es probable que la propuesta tenga efectos directos sobre los derechos mencionados en los convenios de Naciones Unidas sobre los derechos humanos, la Carta de los derechos fundamentales de la Unión Europea, que forma parte integrante de los Tratados de la Unión Europea, y el Convenio Europeo de Derechos Humanos («CEDH»”.

<sup>4</sup> VICENT CHULIÁ, Francisco: *Introducción al Derecho Mercantil*. Ed. Tirant lo Blanch, 15ª ed., pág. 818: “*la globalización a nivel regional (UE) y a nivel internacional (OMC en los servicios financieros) crea un mercado mundial de los servicios financieros, que pasa por encima de las fronteras...*”. Son muchos los trabajos de los últimos años sobre la globalización, con obras generales, como la de STIGLITZ, Joseph: *El malestar en la globalización*, Ed. Taurus, Madrid, 2002, en el que se muestra crítico con la misma, afirmando que existe relación entre la economía, la política y la sociedad, y que no todo se puede evaluar

Derecho Mercantil, las relaciones entre países, y la competencia entre sus mercados, favorece una tendencia a la unificación, que en el caso de la Unión Europea es sabida y buscada, por ello no es de extrañar que la *Exposición de Motivos de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1.988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, contenga justificaciones como la del segundo párrafo, que se refiere a la introducción de la Directiva comunitaria 93/22 de Servicios de Inversión, para la coordinación de las disposiciones legales que *“representan una de las piezas claves en la construcción del Mercado Financiero Único, y, en particular, del denominado Mercado Único de Valores”*.

En Europa, los movimientos han sido numerosos, como siempre sometidos al oleaje de las políticas nacionales. La preocupación por los mercados de valores se adivinaba en lontananza, pues, ya en 1968, aprobó una *“Decisión relativa a la información del público sobre los valores mobiliarios y las condiciones de sus transacciones”*, y posteriormente dictó el *“Código de Conducta Europeo”*, aprobado por *Recomendación de la Comisión 77/534/CEE, de 25 de julio de 1977*, si bien no tenía fuerza ejecutiva, pasando por el Informe Lamfalussy de 1990, destinado a los gobernadores de los bancos centrales de los países integrantes del Grupo de los diez, y ya más cercano en el tiempo, en 1996 se creaba el *“Grupo Giovannini”* encargado de asesorar a la Comisión Europea sobre temas relacionados con la integración<sup>5</sup> y mejora de los mercados financieros. El *Consejo Europeo*, en su reunión de Lisboa, encargó a un grupo de expertos, presidido por el barón belga Alexander Lamfalussy, la elaboración de un informe, que se difundiría en marzo de 2001, sobre la viabilidad de poner en marcha la Bolsa Europea Única en el año 2.005.

Cont. \_\_\_\_\_

en términos exclusivamente financieros; o estudios económicos, como el de La Revista del Instituto de Estudios Económicos, 1995, número 3 y 4, pág. 13 y ss., monográfico sobre *“La globalización de las actividades financieras”*, en su Estudio Introductorio, analiza los pros y contras del fenómeno de la globalización, considerando que debe primar la supervisión sobre la restricción, para evitar los efectos nocivos de la misma.

<sup>5</sup> ARRANZ PUMAR, Gregorio: *Mercado de Valores*, Información legislativa en Derecho de los Negocios, nº 140, mayo 2002, pág. 91, daba noticia del informe citado, en que se alude a la existencia de 19 depositarios centrales de valores y 2 de ámbito internacional y a la necesidad de integración con el objetivo de crear una bolsa europea.

Las propuestas no cesaron, y, consecuencia de las recomendaciones del anterior y del Consejo de Estocolmo, pueden verse diversas iniciativas, entre otras, la *“Decisión de la Comisión de 6 de junio de 2001, por la que se crea el Comité europeo de valores”* (DOCE de 13 de julio de 2001, L 191/45), y la *“Decisión de la Comisión de 6 de junio de 2001, por la que se crea el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores”* (DOCE de 13 de julio de 2001, L 191/43), o el *“Trabajo conjunto del sistema europeo de Bancos Centrales y del Comité de Reguladores Europeos en el ámbito de la compensación y liquidación de valores”*, cuyo proyecto de colaboración se dio a conocer el 25 de octubre de 2001, abierto a la participación de los interesados.

Finalmente, el impacto de la última crisis aconsejó acelerar algunos estudios y decisiones. En noviembre de 2008 la Comisión encargó a un grupo de expertos de alto nivel presidido por Jacques de Larosière, la elaboración de una serie de recomendaciones sobre cómo reforzar las medidas de supervisión con vistas a mejorar la protección del ciudadano y a restaurar la confianza en el sistema financiero. El *“Informe Larosière”* fue presentado el 25 de febrero de 2009. Consecuencia de todo lo anterior, se dictó el *Reglamento (UE) N° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión*<sup>6</sup>, Estableciendo que la nueva autoridad europea tendría su sede en París.

---

<sup>6</sup> En la propia justificación del Reglamento, en su Considerando 3, establece: *“En su informe final presentado el 25 de febrero de 2009 («el Informe de Larosière») el grupo de expertos de alto nivel recomendó que se reforzara el marco de supervisión, a fin de reducir el riesgo y la gravedad de futuras crisis financieras. El grupo recomendaba reformas en la estructura de la supervisión del sector financiero de la Unión. El grupo también llegó a la conclusión de que debía crearse un Sistema Europeo de Supervisores Financieros, integrado por tres Autoridades Europeas de Supervisión: una en el sector bancario, **otra en el sector de los valores** y la tercera en el sector de los seguros y las pensiones de jubilación, y recomendó la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico”*. (El subrayado es nuestro). En los Considerandos siguientes no deja de referirse a la integración de los mercados y a la necesidad de establecer mecanismos de supervisión globales.

Todas las iniciativas, anteriores y actuales, han tenido su traducción, en ocasiones, en las correspondientes Directivas Comunitarias<sup>7</sup>, hasta llegar al **Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) nº 236/2012**, y los Reglamentos Delegados y de Ejecución dictados al amparo del mismo.

Y ello, pese a hallarnos en una época donde ha primado la “desregulación”<sup>8</sup>, y la libertad de movimiento de capitales, siendo un hecho que puede rastrearse diariamente

---

<sup>7</sup> - Directiva del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores.

- Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

- Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y liquidación de valores.

- Directiva 34/2001 CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

- Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la Directiva 2009/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de mayo de 2009 por la que se modifican la Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito manipulación del mercado (abuso del mercado).

- Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados).

<sup>8</sup> HIERRO ANIBARRO, Santiago en: *El nuevo mercado de valores tecnológicos*. Ed. Civitas. 2001. Pág. 58: “La desregulación es la eliminación, modificación o simplificación, por parte de los poderes públicos, de aquellas normas o trámites administrativos que de alguna manera limitan, condicionan o restringen la iniciativa y el desarrollo de las actividades de contenido económico tanto públicas como privadas”. Con incidencia sobre el mercado financiero puede verse: SALINAS ADELANTADO, Carlos: *Desregulación y neo-regulación en el Mercado de Valores*. RDM, 1997, nº 224, pág. 709 y ss., en este artículo considera como desregulación “la eliminación, modificación o simplificación, por parte de los poderes públicos, de aquellas normas (Leyes, Reglamentos...), o trámites administrativos que de alguna manera limiten, condicionen o restrinjan la iniciativa y el desarrollo de las actividades de contenido económico, tanto públicas como privadas”; VICENTE CHULIÁ, Francisco y SALINAS ADELANTADO, Carlos: *Derecho de Sociedades y Mercado de Valores. (Cambios en la Ley de Sociedades Anónimas introducidas por las Leyes 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores y 50/1998 de 30 de diciembre de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social)*. Rev. La Ley, 21 de abril de 1999, pág. 1:

en la prensa, no sólo en el seno de la Unión Europea, también en los Mercados Financieros en general y el de Valores en particular, aunque los gobiernos, y las instituciones comunitarias e internacionales, intentan su regulación<sup>9</sup>, debido a la importancia social y económica que han alcanzado.

No todos los mercados están controlados con la misma intensidad, pues en la Unión Europea se han promulgado muchas Directivas, además de las citadas, y en una de ellas, la *Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1.993, relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los Valores negociables (Directiva MIFID I)*, puede verse un destello del tratamiento de los mercados, distinguiendo entre mercados regulados y no regulados, que, al transponerse internamente a nuestra legislación, lo recogió la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores expresándolo, de modo muy esquemático, en la Exposición de Motivos:

Cont. \_\_\_\_\_

*“...Esto se demuestra una vez más con la Ley 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 37/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores, cuya disp. adic. 15ª constituye la resultante de una doble encrucijada histórica de «desregulación», que afecta al Derecho de Sociedades Anónimas y al Derecho del Mercado Financiero, y que en España se ha demorado hasta fines de 1.998”.* KIRCHNER, Pere y SALINAS ADELANTADO, Carlos: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 1998, págs. 72 y 142, que aboga por generalizar en las Sociedades Receptoras de las Bolsas la capacidad para dictar el reglamento del mercado para permitir la rápida adaptación a los cambios en el ámbito comunitario; VALENZUELA GARACH, Fernando: *La información en la sociedad anónima y en el Mercado de Valores*, Ed. Civitas, Madrid, 1993. pág. 87, contrapone el modelo liberal de Reino Unido, Alemania y Países Bajos, que tienden a evitar la *sobrerregulación* imperando la autorregulación, con el modelo latino, caracterizado por una mayor regulación; SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: *“La reforma de los Mercados de Títulos en España”*, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a Evelio Verdura y Tuells)*, tomo III, pág. 2347, y *La Sociedad Anónima y el Mercado (observaciones al paso de una reforma indebida)*, (citado), pág. 30; Más alusiones a la desregulación en BATALLER GRAU, Juan: *La desregulación de los seguros privados*. Revista española de Seguros; nº 97, 1999, págs. 35 a 61. VICENTE CHULIÁ, Francisco: *Introducción al Derecho Mercantil*. (citado), pág. 818 y 822. También HIERRO ANIBARRO, Santiago: *El nuevo mercado de valores tecnológicos*, Ed. Civitas, Madrid 2001, pág. 58, acogiendo la posición de SÁNCHEZ ANDRÉS.

<sup>9</sup> Sobre la regulación de los Mercados de Valores puede verse la obra de BELANDO GARÍN, Beatriz: *La protección pública del inversor en el Mercado de Valores*, Ed. Civitas Madrid 2004, tesis doctoral de la misma, y he de agradecer las facilidades para consultar el original defendido, tratando en sus capítulos la evolución y estado actual de la intervención administrativa en el mercado. En la página 93, entiende que la desregulación ha de responder a unos fundamentos básicos: *“a) debe estar justificada en razón de la protección de los inversores y la eficiencia del mercado; b) debe ser eficaz; y c) debe garantizar un mínimo de autonomía a las empresas que operan en el mercado.”* Y, en coherencia con lo anterior, expone que *“La desregulación aparejada a la liberalización, no ha supuesto la sustitución de toda reglamentación pública por normativa de carácter privado, sino la elaboración de las normas necesarias bajo parámetros de eficacia”*.

*“En cuanto a las reglas sobre el funcionamiento de los mercados, la Directiva de Servicios de Inversión parte de una clasificación de los mercados que distingue entre regulados y no regulados<sup>10</sup>. La diferenciación se asienta en que un mercado*

---

<sup>10</sup> En este aspecto la LMV pareció no marcar una tendencia clara, pues hablaba tanto de mercados regulados y no regulados en la Exposición de Motivos, como de mercados oficiales (arts. 31 y ss. LMV), en contraposición a los simplemente organizados (art. 34.4 LMV). En el Preámbulo de la *Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, aclararía la cuestión al decir en el Apartado III: “En cuanto a los mercados regulados españoles, se ha considerado conveniente mantener el término «mercados secundarios oficiales de valores» acuñado por la actual Ley del Mercado de Valores, al hallarse perfectamente arraigado en nuestro ordenamiento jurídico”. Al margen de la tendencia contenida en la LMV y la incidencia de la desregulación, los Estados procuran el control y supervisión de los mercados, mediante la creación de administraciones especializadas en este ámbito de actuación, y a estos fines responde la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que se configura como un ente de derecho público con personalidad jurídica propia (art. 14 LMV), perteneciendo, por tanto, a las llamadas administraciones institucionales, (ver BELANDO GARÍN, Beatriz: *La protección pública del inversor en el Mercado de Valores* pág. 123, citada ya), con facultades de organización, supervisión e inspección, siendo sus fines la protección del inversor y el correcto funcionamiento del mercado, según el art. 13 LMV. En función de la intensidad con la que se ejerza la regulación de los mercados habrá más o menos control público o más autorregulación. También NIETO CAROL, Ubaldo: *Las Bolsas de Valores*, RDBB, nº 75, julio-septiembre 1999, pág. 66, quien considera mercados regulados los que reúnen los requisitos que cita la Exposición de Motivos que transcribe, señalando que la LMV, tras la Ley 37/1998 de reforma del Mercado de Valores, sigue distinguiendo entre mercados secundarios “oficiales y no oficiales”, como puede verse en el artículo 31, afirmando que el concepto es coincidente con el de la Directiva 93/22/CEE de Mercado regulado. GARCÍA PITA Y LASTRES, José Luis: *Configuración jurídica de la Bolsa de Valores y de la Cotización Oficial*, en AA.VV. “Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont”, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia 1995, tomo II, pág. 1485, quien señala las diferencias entre “bolsa oficial y no oficial”, y apunta que la oficialidad ha de predicarse más de la cotización que de la bolsa en sí misma; SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: “La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras”, en RDBB, nº 37, 1990, pág. 14, sobre la contraposición mercado oficial y simplemente organizado; GALÁN LÓPEZ, Carmen: *Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. La Sociedad de Bolsas. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*, en “Derecho del Mercado Financiero”, (Alonso Ureba y Martínez-Simancas, directores), Madrid 1992, pág. 513, expone que se abandona el carácter oficialista de la Bolsa del Estado frente a la Bolsa Privada, autorregulada, aunque sometida al control de la CNMV; en identidad de planteamiento NIETO CAROL, Ubaldo: *Las Bolsas de Valores* (ya citado aquí mismo) pág. 75. También TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: *Derecho del Mercado de Valores*. J.M. Bosch Ed. Barcelona, 2.000. Pág. 18., quien, hablando de cómo se desempeña ese control público de los sectores que conforman el Mercado Financiero, entre ellos el de Valores, dice que: “se desarrollan a través de cuatro fases: 1) Tipificación de las actividades de intermediación de cada uno de los tres Mercados financieros señalados. ... 2) Reserva del desarrollo habitual de aquellas actividades a favor de los intermediarios específicamente autorizados para actuar en cada uno de los tres Mercados Financieros. ... 3) Exigencia a los intermediarios de determinadas condiciones iniciales de acceso a las actividades de intermediación específicas de cada Mercado. ... 4) Exigencia a los intermediarios de determinadas condiciones sucesivas de ejercicio de aquellas actividades”. Consecuente con las fases que señala, añade que “el cumplimiento de estas pautas de regulación requiere un intenso control público de las actividades de intermediación financiera”. El BANCO CENTRAL EUROPEO, *Libro Azul*, Frankfurt, junio 2001, pág. 25, en su capítulo dedicado a España, sin desconocer la realidad de la legislación española, se refiere a los mercados secundarios oficiales con la denominación de la Directiva, es decir, como mercados regulados. También habla de la regulación de los mercados y su significación HIERRO ANIBARRO, Santiago: *El nuevo mercado de valores tecnológicos*, Ed. Civitas, Madrid 2001, pág. 43, señalando que la Directiva de Servicios de

*regulado, además de gozar de dicha condición por un reconocimiento expreso de Estado miembro, tiene tal carácter por cumplir unos requisitos de organización, funcionamiento, admisión de instrumentos financieros a negociación, publicidad y transparencia que determinan una estructura asentada en las reglas de mínimos<sup>11</sup> que se prevén en el acervo comunitario”.*

Con independencia de si estamos en una fase de desregulación o de intervencionismo estatal o comunitario, lo cierto es que existen abundantes normas dirigidas a los Mercados Financieros o que inciden sobre ellos, que han proliferado sobre todo en los últimos años como consecuencia de la crisis, y que en conjunto han significado una reforma intensa de esta parte del Derecho Mercantil y, sobre todo, del mercado financiero en España. Baste citar como ejemplos, la *Ley 26/1988, de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito*, sustituida por la *Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito*, o la *Ley 3/1994 de Autonomía del Banco de España*, en el mercado bancario; la *Ley 50/1980, del Contrato de Seguro*, y la *Ley 30/1995 de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados* en el sector asegurador; el *Real Decreto Legislativo 1564/1989, por el que se aprueba la Ley de Sociedades Anónimas* y la *Ley 2/1995 de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, en materia societaria, y la refundición de ambas con el *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*, que derogó las dos anteriores y unificó la legislación de estas sociedades, con numerosas reformas pese

Cont. \_\_\_\_\_

Inversión acogió un concepto, el de mercado regulado, que no figuraba en los borradores previos. La Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, entiende por *Mercado regulado*: “*sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir -dentro del sistema y según sus normas no discrecionales- los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con lo dispuesto en el título III*”.

<sup>11</sup> La regla de mínimos es consecuencia del principio de subsidiariedad, sobre el que puede verse la “*Resolución del Parlamento Europeo de 12 julio 1990 sobre el principio de subsidiariedad*” y el “*Protocolo sobre la aplicación de los principios de subsidiariedad y proporcionalidad, anexo al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea*”, tras la reunión de Ámsterdam el 2 de octubre de 1.997. También, entre las obras generales que tratan dicho principio puede verse SÁENZ DE SANTAMARÍA, GONZÁLEZ VEGA Y FERNÁNDEZ PÉREZ. “*Introducción al Derecho de la Unión Europea*” Ed. Eurolex. 2ª Edición. Madrid, 1.999. Págs.: 98 y ss.

a su juventud<sup>12</sup>; y, por último, la *Ley 24/1988 del Mercado de Valores* y la *Ley 50/1998*, de reforma de la anterior y la importante, para el tema que nos ocupa, *Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, que afectó de lleno a la Sociedad de Sistemas, más la *Ley 41/1999, sobre Sistemas de Pago y Liquidación de Valores* y la *Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, todas ellas con mayor o menor incidencia sobre el mercado de valores, hasta llegar al actual Texto Refundido.

Junto a estas Leyes, las normas de desarrollo han sido ingentes, algunas de gran calado, como los Reales Decretos 505/1987, 291/1992, y 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, de los que deberemos ocuparnos necesariamente. Hasta llegar a las actuales modificaciones importantes, consecuencia de la Ley 11/2015, como el RD 878/2015, que regula las anotaciones en cuenta sustituyendo al RD 116/1992, han proliferado las reformas, más acentuadas e innovadoras unas, menores otras, pero en cualquier caso han ido moviendo las bases y servicios del Mercado de Valores.

Estas reformas, impulsadas algunas por la pretensión de amoldarse a la moderna economía y, principalmente, por la ineludible convergencia interna en la Unión Europea, venían a solucionar en el ámbito del Mercado de Valores los problemas derivados de la masificación y generalización de la negociación bursátil, que presentaba las lagunas propias de todo cambio de sistema, aunque el rodaje y agilidad del mercado propician la corrección jurídica casi continuada, y supusieron, en la realidad jurídica española, una revolución legal de alcance considerable, que en palabras de Francisco VICENT CHULIÁ<sup>13</sup>:

---

<sup>12</sup> Que lleva ya múltiples modificaciones: Real Decreto-ley 13/2010, de 3 de diciembre; Ley 2/2011, de 4 de marzo; Ley 25/2011, de 1 de agosto; Real Decreto-ley 9/2012, de 16 de marzo; Ley 1/2012, de 22 de junio; Ley 9/2012, de 14 de noviembre; y la última con la Ley 14/2013, de 27 de septiembre (de apoyo a los emprendedores y su internacionalización), etc.

<sup>13</sup>VICENT CHULIÁ, Francisco: *“Introducción al Derecho Mercantil”*. (Citado), pág. 825.

*“La Ley de Mercado de Valores, LMV (24/1.988 de 28 de julio, BOE del 29), más aún como ha quedado modificada por la Ley 37/1998 de 16 de noviembre (BOE del 17) -su “reforma- tiene trascendencia histórica. Establece un nuevo marco institucional completo, a nivel de Ley formal, para esta materia”.*

Si éste es el ámbito general en el que se mueven los Mercados de Valores, el tema propuesto para su estudio, la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, se asienta sobre unos pilares bien definidos: el propio sistema de registro contable, como núcleo de la cuestión, pues los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta necesitan de anotación en el registro contable, y los sujetos encargados de la llevanza del registro: la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes. El funcionamiento y eficacia del sistema dependen de la aptitud y seguridad que ofrezca el registro contable, dado que los valores<sup>14</sup> y derechos sobre los mismos se anotan porque ya no tienen existencia física (como sí sucedía en los títulos valores), y su contenido estará establecido por lo que aparezca anotado, de ahí la importancia de determinar la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, como encargada de llevar el sistema de registro de valores anotados en cuenta, y obligatorio para todas las sociedades cotizadas.

Por ello, dentro de aquella reforma de los Mercados de Valores, cobra especial importancia, desde el punto de vista jurídico, el paso del título-valor a la anotación en cuenta, que traerá, como consecuencia inescindible, el cambio de sistema, pasando al registro de las operaciones y la compensación y liquidación de valores. Sirvan unas

---

<sup>14</sup>Ya la *Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993*, establecía que son valores negociables:

*las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, a excepción de los instrumentos de pago, como:*

- las acciones y otros valores asimilables a acciones,*
- las obligaciones y otros títulos de crédito negociables en el mercado de capitales,*
- cualesquiera otros valores habitualmente negociados que permitan adquirir esos valores por suscripción o canje, o den lugar a un pago en metálico.*

*Con exclusión de los instrumentos de pago.*

palabras de VICENTE CUÑAT EDO<sup>15</sup>, para comprender la dimensión del cambio y sus consecuencias:

*“Uno de los impulsores más importantes de las reformas suscitadas en el ámbito de la llamada crisis de los títulos valores, ha sido el conjunto de las necesidades propias de los mercados bursátiles. El gran “invento” que significa la “movilización” de los derechos para facilitar su tráfico, se convierte, como es conocido, en un grave obstáculo para el Mercado de Valores, cuando el manejo de los documentos resulta incompatible con la velocidad propia del régimen actual. En ese contexto, como culminación de una larga evolución, a la que el profesor Francisco González Castilla dedica atención suficiente en este trabajo, aparecen en nuestro Derecho las anotaciones en cuenta como forma de representación de los llamados “valores negociables”.*

Como el propio nombre de esta clase de valores sugiere, “anotaciones”, cabe referirse al ámbito donde tiene lugar esa anotación: el registro contable, soporte del sistema de negociación de los valores y sobre el que descansan cuestiones tan importantes como la legitimación de quienes aparezcan como titulares, o los derechos, u obligaciones, sobre los valores anotados en el citado registro.

Dentro de los Mercados Financieros se engloban el Mercado Bancario, el de Valores y el de Seguros, adoptando el criterio amplio seguido tanto desde el punto de vista del Derecho comunitario como del español<sup>16</sup>, por ser también el mayoritario en la

---

<sup>15</sup>En el prólogo al libro de: GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*. Ed. Tiran lo Blanch. Valencia 1999, pág. 15.

<sup>16</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: *Derecho del Mercado de Valores*. J.M. Bosch Ed. Barcelona, 2.000. Pág. 17; VICENT CHULIÁ, Francisco: *Introducción al Derecho Mercantil*. (citado), pág. 818, y del mismo autor *Generalidades sobre el sistema financiero español (características, organización bancaria, fuentes del derecho en la materia)*, en “Contratos Bancarios y Financieros”, Ed. Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1993, pág. 12; NIETO CAROL, Ubaldo: *Las bolsas de Valores* (citado), pág. 65. Si bien este autor parece acogerse al concepto restringido que incluye únicamente el mercado crediticio y el mercado de valores. DE CARLOS BELTRÁN, Luis y FERNÁNDEZ-ARRESTO, Juan: *El derecho del mercado financiero*, Ed. Civitas, Madrid, 1992; y ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *Derecho del Mercado Financiero*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1997.

legislación de la Unión Europea. Si bien la *Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables* excluye de su aplicación las empresas de seguros (art. 2.2), lo hace sólo sobre determinados aspectos, siéndoles de aplicación el resto. Las Directivas 95/26/CE del Parlamento Europeo, sobre supervisión prudencial, o la Propuesta de Directiva 2001/0095, del Parlamento Europeo y del Consejo, y los Informes y proyectos sobre aplicación de la legislación en el marco de los Servicios Financieros, trataron conjuntamente los sectores crediticios, de seguros y de valores.

En la legislación interna, la *Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos propios y supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras*, y su desarrollo, a través del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, incluyeron los tres sectores en el mercado financiero. De todos ellos es el Mercado de Valores el que nos interesa, y, tan sólo, una parte de él, la ***Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores***, en adelante, y tal como abrevia la propia Ley, **SOCIEDAD DE SISTEMAS**, o su nombre comercial IBERCLEAR<sup>17</sup>, de marcado carácter técnico y pieza clave en el funcionamiento del mercado de valores, obviando los de derivados cuya complejidad está llegando a cotas inimaginables hace unas décadas.

La búsqueda de la convergencia europea en el ámbito de los mercados financieros, y de los mercados de valores, ha significado la intervención de la Unión Europea, mediante la promulgación de diversas normas, como el citado, *Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento*

---

<sup>17</sup> Había normas de todo rango que mantenían la denominación anterior de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), por ello la Ley 44/2002, de Reforma del Sistema Financiero, además de la regulación de la misma en el art. 44 bis, añadió una Disposición Adicional 17ª por la cual *“las menciones específicas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y a la Central de Anotaciones del Banco de España, efectuadas en el articulado de ésta u otras disposiciones normativas, se entenderán hechas a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores. Las menciones genéricas efectuadas en esta Ley a los servicios, procesos u organismos de compensación y liquidación, se entenderán referidas a los sistemas de compensación y liquidación”*. Respecto de IBERCLEAR es la propia Sociedad de Sistemas quien adoptó este nombre comercial.

(UE) n° 236/2012, que impone la obligación a los mercados contar con un Depositario Central de Valores, por la “importancia sistémica para el funcionamiento de los mercados de valores<sup>18</sup>”, atribuyéndoles las funciones de liquidación y registro de las operaciones con valores, regulando los mismos desde la perspectiva de unificación de los criterios de liquidación y garantías para los inversores por la importancia que han adquirido y para evitar distorsiones en la permanente construcción de un mercado único financiero.

### III. METODOLOGÍA DEL ESTUDIO.

De acuerdo con los puntos citados anteriormente, la hipótesis de trabajo se establece, por un lado sobre hechos: los valores representados mediante anotaciones en cuenta como objeto a ser registrado; también el funcionamiento de una parte del Mercado de Valores: la Sociedad de Sistemas en cuanto encargada del registro contable central, y en ocasiones también el detalle, y encomendada para realizar las anotaciones contables, y las ESI copartícipes necesarias en la función de registro; por otro sobre un sistema normativo regulador del mismo, aunque se ciña estrictamente a un aspecto funcional del mismo, del que se pretenden extraer consecuencias, de acuerdo con el mandato de la norma y las reglas aceptadas de interpretación y la ciencia jurídica desarrollada, y sobre su eficacia, que se busca en el conjunto normativo, y, cómo no, sobre la responsabilidad de los intervinientes, en cuanto sujetos activos, destinatarios

---

<sup>18</sup> **Reglamento UE 909/2014, Considerando 2:** *Por su posición clave en el proceso de liquidación, los sistemas de liquidación de valores gestionado por los DCV revisten importancia sistémica para el funcionamiento de los mercados de valores. Al desempeñar una importante función en los sistemas de tenencia de valores a través de los cuales sus participantes comunican las tenencias de valores de los inversores, los sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV constituyen también un instrumento esencial para controlar la integridad de una emisión, es decir, para impedir la creación o reducción indebidas de valores emitidos, contribuyendo así considerablemente a mantener la confianza de los inversores.*

unos y terceros otros, sobre los pueden recaer resultados del funcionamiento, tanto del regulado expresamente como del discrecional, pero tutelados por las normas objeto de reflexión en este trabajo, con consecuencias previstas o previsibles unas, otras no, en definitiva, sobre la responsabilidad de una de las personas jurídicas intervinientes: la Sociedad de Sistemas.

El hecho de trabajar sobre el sistema de registro hace que se deba examinar tanto el propio Registro Contable como aquello que es objeto de anotación, los valores anotados en cuenta, y por supuesto, dado que se propone como objeto de estudio la responsabilidad, la Sociedad de Sistemas, como institución del Mercado de Valores encargada de llevar y velar por el registro contable, y quien directamente asume la relación con las Entidades Adheridas participantes en el sistema, mayoritariamente las Entidades de Servicios de Inversión (ESI) y entidades financieras. O dicho de otro modo, por un lado el ámbito objetivo, en el que se incluye el registro contable y los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta, en cuanto sus características pueden determinar derechos y obligaciones que han de asumir los participantes en el sistema; y de otro lado, en el entorno subjetivo, la Sociedad de Sistemas por ser la encargada de llevar el registro contable, y las entidades participantes, Empresas de Servicios de Inversión (ESI), por el doble motivo de estar interesadas en el sistema de registro en su condición de miembros del mercado, y estar encargadas también de la llevanza del registro contable, incluyendo la posibilidad de ser miembros del propio sistema de registro, compensación y liquidación.

Y, aun siendo atractivo establecer hipótesis, aún lo es más establecer posibles soluciones, pero éstas corresponden al legislador, y pertenecen a la categoría del deber ser, quede pues apuntado el régimen de estudio y reflexión, y quede también para el legislador la evolución o el mantenimiento de las normas a la luz de las cuestiones que surjan.

Se examina el tema teniendo presente:

- 1- *Legislación aplicable.* Como se ha expresado anteriormente, la crisis económica de los últimos años propició una abundante regulación en el ámbito europeo, centrada en adoptar medidas que tienden por un lado a satisfacer las demandas de

transparencia y solvencia, más que a prohibir o exigir responsabilidades por su funcionamiento. Junto a los Reglamentos europeos conviven las normas nacionales, la legislación del mercado de valores y sus continuas reformas para adaptarla a la realidad y a las exigencias europeas. Pero no todo está dicho, pues cabe observar que nos hallamos ante una actividad privada, que también establece sus modos de actuar y obligarse, debiendo observar la autorregulación que incide sobre el tema.

- 2- *Jurisprudencia*. En el ámbito estricto del tema objeto de examen, el registro contable, cabe anticipar que es escasa por los motivos que en el trabajo se expresan. Sin embargo, en cuanto es objeto de estudio la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas como DCV, ha de examinarse la jurisprudencia que en el tema de Derecho de daños pueda ser aplicable.
- 3- *Doctrina*. Desde los estudios sobre la desmaterialización de los títulos valores, hasta los que se centraron en las anotaciones en cuenta prescindiendo de la representación documental, se observó en todos ellos la necesidad de contar con un sistema que reflejase la realidad inevitable, la adopción de un sistema de registro. Ciertamente influyen aspectos no contemplados inicialmente, como la fragmentación entre la contratación y la post contratación en los mercados de valores en diferentes fases, la última de las cuales es precisamente el registro de los valores.
- 4- Antecedentes legislativos, doctrinales y jurisprudenciales, que sirven para entender la evolución y comprensión de la realidad actual.



**PARTE PRIMERA - LOS DEPOSITARIOS CENTRALES DE VALORES (DCV):  
LA SOCIEDAD DE SISTEMAS.**

CAPÍTULO I: LOS DEPOSITARIOS CENTRALES DE VALORES EN EUROPA.

**1. Evolución y configuración de los Depositarios Centrales de Valores.**

*1.1. Antecedentes europeos.*

La Unión Europea impuso, en el *Reglamento (UE) n° 909/2014*, que aquellos que prestasen servicios de liquidación de valores se constituyesen como Depositarios Centrales de Valores y quedasen sujetos a dicho reglamento. Dado que la Sociedad de Sistemas pertenece a dicha categoría se hace imprescindible tener en cuenta la legislación europea, y con mayor motivo el Reglamento citado por ser directamente aplicable. Por ello conviene tener presente no sólo su definición actual, sino también su evolución, en cuanto pueda servir de guía e interpretación sobre el alcance y aplicación de sus normas.

Ya había intentos privados de coordinación y armonización entre los DCV existentes, como la realizada por "*Securities Market Practice Group*"<sup>19</sup> que era una iniciativa patrocinada por SWIFT (entidad dedicada a la gestión de códigos y mecanismos de comunicación seguros entre bancos), creada en julio de 1998. El objetivo era acordar procesos comunes en las prácticas de los diferentes mercados de valores del mundo.

La Decisión 2001/528/CE de la Comisión, de 6 de junio de 2001, creó el *Comité Europeo de Valores* y la Decisión 2001/527/CE creó el *Comité de responsables europeos*

---

<sup>19</sup> BENITO NAVEIRA, Jesús: *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2008)*, pág. 274.

*de reglamentación de valores.* La interdependencia de los mercados financieros y la importancia que han adquirido en los últimos años, conforme se ha visto en la **Introducción II**, propició en el seno de la Unión Europea la política de regulación de los sectores sistémicos, entre ellos los mercados de valores, y, aun tratándose de un aspecto técnico dentro de estos mercados, también la regulación de los Depositarios Centrales de Valores (DCV), mediante el *Reglamento (UE) n° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n° 236/2012*, configurándolos como órganos técnicos de los mismos, separando definitivamente las funciones de compensación que quedaron en manos de las Entidades de Contrapartida Central, de las de liquidación y registro cuya función corresponde a los DCV.

Se partía de una base en la que no se desconocía la existencia de los DCV, pero no se les prestaba demasiada atención. Basta con ver la *Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables* y la *Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores*, en la que no existe mención alguna a los DCV, ni siquiera en los Anexos, en los que se refleja de manera bastante exhaustiva la información que debían proporcionar las empresas que solicitasen la admisión a negociación de valores, aunque ya contemplasen los procesos de compensación y liquidación<sup>20</sup>.

Hasta llegar al Reglamento se sucedieron los estudios e informes, por ejemplo, en 2002, en la *Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre servicios de*

---

<sup>20</sup> Aunque en el texto original no están numerados, puede verse el que es el Considerando 35 de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables: *“Considerando que, en determinados Estados miembros, la función de compensación y liquidación puede ser efectuada por organismos distintos de los mercados en los que se realizan las operaciones y que, por consiguiente, cada vez que en la presente Directiva se mencionen en el acceso a los mercados regulados o la condición de miembro de los mismos, se entenderá que ambos conceptos incluyen el acceso a los organismos que efectúen las funciones de compensación y liquidación para los mercados regulados, así como la condición de miembro de dichos organismos”*.

*inversión y mercados regulados, y por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento europeo y del consejo, la que luego sería la Directiva MIFID I, Directiva de Servicios de Inversión. En esa propuesta de Directiva se planteaba el problema de los Sistemas Multilaterales de Negociación, que en aquel momento funcionaban al margen de una concreta regulación, y, dada la época de bonanza, no se consideraba más regulación que las normas de transparencia y normas de protección del inversor. La propuesta sugería, teniendo en cuenta los dos "Informes Giovannini<sup>21</sup>", que debían definir los requisitos organizativos para el mercado regulado para asegurar su funcionamiento justo, ordenado y transparente, normas de negociación y acceso de los participantes al mercado, así como establecer obligaciones completas de transparencia pre y post-negociación para aplicar a las órdenes/cotizaciones expuestas en el mercado y los detalles de las operaciones en acciones realizadas. Pero es significativo de por dónde iban las preocupaciones si nos atenemos a este texto de la propuesta de Directiva:*

*Sección V: Otras características clave de la propuesta: V.1. Compensación y liquidación: La Comisión reconoce también que la distinción poco marcada entre "custodia" -un servicio no básico de la DSI- y los DCV (CSD) está suscitando preocupaciones relativas al arbitraje de normativas entre las entidades autorizadas con arreglo a los dos regímenes. Sin embargo, la Comisión no cree que estos tipos distintos de función del mercado deban ser abordados por la DSI precisamente a causa de su importancia sistémica y de complejas consideraciones de orden técnico y de política pública que requieren una respuesta sopesada.*

En el año 2002, dentro de la *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo – Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea – Cuestiones principales y desafíos futuros. /COM/2002/0257 final/*, en el apartado: *II. ¿QUÉ SON LA COMPENSACIÓN Y LA LIQUIDACIÓN Y EN QUÉ RESIDE SU IMPORTANCIA-*, entre

---

<sup>21</sup> Informes Grupo Giovannini I: "Mecanismos Transfronterizos de Compensación y Liquidación en la Unión Europea", noviembre 2001, y "Segundo Informe sobre Mecanismos de Compensación y Liquidación en la Unión Europea", abril de 2003.

las definiciones que allí se exponían, hablaba de – *“Registro, en su caso, de la propiedad de los valores en un registro legal”*, sin que en el texto pueda rastrearse nada más sobre dicha función pues su preocupación se centra esencialmente en los riesgos económicos y jurídicos por la existencia de diferentes sistemas y tecnologías, amén de regulaciones legales, que dificultaban la liquidación transfronteriza entre sistemas, y entendía que *“no sólo son esenciales los aspectos relativos a la calidad técnica y la gestión de riesgos de los sistemas en sí; también lo son los relacionados con las conexiones técnicas entre los distintos sistemas y sus vínculos jurídicos”*, así, marcando el acento en los aspectos del riesgo económico sin desconocer la complejidad jurídica, aconsejaba: *“La Comisión ha incluido entre sus propuestas de revisión de la Directiva sobre servicios de inversión una disposición que permitiría a los operadores del mercado elegir el lugar de liquidación. Este derecho permitiría a las entidades elegir el lugar de liquidación de las transacciones y conservación de los valores atendiendo únicamente a sus intereses comerciales”*.

En esta Comunicación no se desconocen los problemas planteados por las diversas legislaciones aplicables, sobre todo en lo que se refiere a la propiedad y derechos sobre los valores, por ello decía: *“La Directiva sobre la firmeza de la liquidación (DFL) y la propuesta de Directiva sobre garantías financieras (DGF) recogen dos disposiciones que suponen una evolución con respecto al principio según el cual la legislación aplicable debe ser la del país en el cual se encuentre el valor (o los derechos sobre el mismo). A partir de ahora, el valor deberá tratarse como si se hallara en el país del registro, cuenta o sistema en el cual esté inscrito”*<sup>22</sup>. En ese momento, el reconocimiento de la diversidad de regímenes jurídicos que regulan los valores y su transferencia y el carácter abierto del tipo de instrumentos que pueden considerarse valores no tuvo su reflejo sobre la unificación de criterios de registro de valores.

Vistos estos problemas, en la Comunicación que se comenta hay un párrafo significativo, pues se refiere explícitamente a los Depositarios Centrales de Valores y a

---

<sup>22</sup> La complejidad del tema propició también el *Convenio sobre la Ley Aplicable a Ciertos Derechos sobre Valores Depositados en un Intermediario* (La Haya, 5 de julio de 2006). Sin embargo, dicho convenio no ha sido adoptado por la Unión Europea.

su posición en aquel momento, poniendo el acento en las funciones de liquidación y compensación y el diferente trato dado a los bancos y empresas de inversión y a los DCV respecto de los servicios de custodia en el que partían con desventaja los DCV<sup>23</sup>.

Ha de tenerse presente que en el momento de redactar la Comunicación la legislación europea aplicable a los DCV era fragmentaria, siendo la labor de registro una consecuencia auxiliar de la liquidación, no exenta de problemas como se ha visto, y cuyo marco reglamentario en vigor<sup>24</sup> constaba principalmente de la *Directiva sobre la firmeza de la liquidación (DFL)*, las disposiciones sobre coeficiente de solvencia de la *Directiva sobre coordinación bancaria*, la *Directiva sobre la adecuación del capital (DAC)*, así como, indirectamente, la *Directiva sobre servicios de inversión (DSI)*. Como medidas proponía eliminar las restricciones recogidas en leyes que vinculan el lugar de emisión/registro con el lugar de liquidación. Poco bagaje comparado con la regulación que luego vendría en 2.014.

Por su parte la *Resolución del Parlamento Europeo sobre la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo titulada «Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea — Cuestiones principales y desafíos futuros» (COM (2002) 257 — C5-0325/2002 — 2002/2169(COS))*, adoptada el miércoles, 15 de enero de 2003

---

<sup>23</sup> Decía la Comunicación: *Una de las cuestiones surgidas durante el proceso de revisión de la DSI es el tratamiento de los servicios de custodia, autorizados como bancos, y los Depositarios Centrales de Valores, no autorizados en la misma calidad. La DSI considera la custodia de valores como un servicio auxiliar, de modo que las empresas de inversión (y los bancos) provistos de pasaportes que les autorizan a prestar servicios básicos pueden también ofrecer servicios de custodia con carácter transfronterizo. Los servicios de custodia se interpretan de manera amplia, de modo que incluyen las liquidaciones de transacciones de valores entre cuentas de una misma entidad de custodia. Esto equivale a conceder un pasaporte a las entidades autorizadas como bancos o empresas de inversión para prestar servicios de liquidación en la Unión. No se reconoce un derecho similar a los Depositarios Centrales de Valores que no sean ni bancos ni empresas de inversión. Sin embargo, a medida que las entidades de custodia van ampliando su gama de actividades, la frontera que separa los servicios prestados por entidades de custodia de los prestados por sistemas de liquidación tiende a desvanecerse, de modo que en algunos servicios los miembros de estos sistemas pueden llegar a competir con los propios sistemas, por ejemplo, por la gestión de activos ("asset servicing"). La consulta sobre la DSI ha puesto de manifiesto este desequilibrio en la normativa y suscitado llamamientos a que se clarifique el marco jurídico aplicable a las actividades de compensación y liquidación.*

<sup>24</sup> Así se reflejaba en el ANEXO I: LEGISLACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA, de la citada Comunicación, aunque ha de tenerse presente que se refería globalmente al proceso de liquidación.

(publicada en el DOUE ES 12.2.2004), acogía las tesis de la Comisión y señalaba la necesidad de elaborar una directiva y establecer un código de valores mobiliarios.

En la siguiente *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo - Compensación y liquidación en la Unión Europea - El camino a seguir* /\* COM/2004/0312 final \*/ LAS INICIATIVAS CONCRETAS DE LA COMISIÓN 3.1 Seguridad Jurídica [23], señalaba ya algunos problemas inherentes al modo en que se representaban los valores y se registraban, observando y cuestionando los problemas sobre la *naturaleza jurídica de los derechos de los inversores con respecto a esas anotaciones en cuenta*<sup>25</sup> y la

---

<sup>25</sup> *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo - Compensación y liquidación en la Unión Europea - El camino a seguir* /\* COM/2004/0312 final \*/ LAS INICIATIVAS CONCRETAS DE LA COMISIÓN 3.1 Seguridad Jurídica [23]: Los valores se depositan y se transfieren cada vez más como anotaciones en cuenta. Por ejemplo, los valores desmaterializados se representan exclusivamente por una anotación en la cuenta de un intermediario. Cuando los valores figuran como apuntes contables en cuentas de intermediarios, en primer lugar, resulta necesario tener clara la naturaleza jurídica de los derechos de los inversores con respecto a esas anotaciones en cuenta. De hecho, las interpretaciones legales de estos derechos varían considerablemente de un Estado miembro a otro.../...

.../... Otros asuntos que deben abordarse son la determinación de las prioridades entre intereses que compiten entre sí según lo registrado en las cuentas pertinentes y cómo evitar que los acreedores concedan o reivindiquen el derecho de un inversor a un nivel en la cadena de depósito superior a aquel en el que el derecho está verdaderamente registrado o constituido ("fijación a un nivel superior"). Como los valores se reúnen generalmente en cuentas combinadas, una fijación a un nivel superior tendría el efecto de congelar todos los valores registrados en la cuenta donde se hace la fijación, no sólo los correspondientes al inversor del que se trate.../...

.../... Por último, la Comisión desea examinar más detalladamente el asunto de la localización de los valores. Se ha sugerido que, las restricciones relativas a la capacidad del emisor para elegir la localización de sus valores, actúe como un obstáculo más para la consolidación de los Sistemas de liquidación de valores. La base para estas restricciones puede encontrarse, bien en la legislación nacional, que vincule la cotización en un mercado concreto con el uso del DCV local o en el Derecho de sociedades. La Comisión tiene intención de estudiar más profundamente este asunto, teniendo en cuenta las diferencias entre los diversos tipos de valores, así como las implicaciones relacionadas con el Derecho de sociedades de estos requisitos.../...

.../... Dada la complejidad del tema y su estrecha relación con el Derecho nacional sobre la propiedad y de sociedades, la Comisión espera que se trate de un proyecto a largo plazo. Su alcance exacto se definirá en el momento en que se cree el grupo; sin embargo, debería abordar cuestiones tales como:

- la naturaleza de los derechos del inversor en relación con los valores depositados en una cuenta con un intermediario;
- la transferencia de estos derechos;
- el carácter definitivo de las transferencias mediante anotaciones en cuenta;
- el tratamiento de la fijación a un nivel superior;
- la protección de los inversores contra la insolvencia del intermediario;
- la adquisición de estos derechos de buena fe por terceros;
- las diferencias en las normas relativas a las transferencias de la propiedad a efectos de las operaciones de sociedades, en la medida en que estas diferencias se reflejan en las legislaciones nacionales;
- la elección de la localización de los valores.

existencia de diversos Depositarios centrales sujetos a legislaciones igual de diversas. Es sugerente el modo de enfocar el problema de esta Comunicación por cuanto empieza a establecer claramente la distinción entre las diversas funciones realizadas en las transacciones de valores:

*“En pocas palabras, todo el conjunto de mecanismos institucionales necesarios para concluir una operación de valores puede definirse como Sistema de compensación y liquidación de valores. Dentro de este marco general, podemos distinguir entre Sistemas de liquidación de valores, Contrapartes centrales, Depositarios y Miembros compensadores. Se puede considerar que los Sistemas de liquidación de valores incluyen a todas las instituciones que desempeñan las funciones de liquidación previa, liquidación y custodia”.*

Pero también reconocía que *“desde un punto de vista histórico, los Sistemas de compensación y liquidación de la UE se han desarrollado, en efecto, sobre una base estrictamente nacional, justificada por una actividad de negociación transfronteriza muy limitada en el pasado”*, por lo que ponía el acento en que *“esta estructura de mercado fragmentada no resulta ya aceptable en un momento en que las estrategias de inversión se basan cada vez más en consideraciones sectoriales paneuropeas y en que se está creando un mercado europeo único para los servicios financieros”*.

Tanto esta Comunicación como la anterior expuesta reflejaban los problemas derivados de la falta de armonización, que impedía una eficaz competencia transfronteriza por diversos problemas entre los que se encontraban los referidos a diferentes regímenes de responsabilidad de los depositarios, señalando que *“dependiendo del Estado miembro, el depositario puede estar sujeto a una obligación de resultado o a una obligación de medios en la realización de sus deberes cautelares”*. (COM (2004) 207 final, apartado 4.3.1), añadiendo que ni siquiera el significado de custodia de activos estaba armonizado y que existían modelos organizativos dispares. De hecho, la Comunicación COM (2004) 312 final, dentro de las *“Iniciativas concretas”*, en el apartado

Cont. \_\_\_\_\_

*Para cada uno de estos asuntos deberían evaluarse las diferencias entre las legislaciones nacionales y, si fuera necesario, debería presentarse una propuesta para su armonización.*

2.2, sugería la adopción de una Directiva que *debería introducir unas definiciones funcionales comunes de las actividades de compensación y liquidación. Estas definiciones podrían cubrir, aunque no necesariamente reflejar, un amplio abanico de actividades post-negociación, como la casación y la confirmación de las operaciones, la compensación, la liquidación, la custodia y la función notarial.*

Se empezaba a considerar que la anotación en cuenta es instrumental, es decir, un modo de reflejar los derechos que tradicionalmente estaban incorporados a títulos valores, que ya eran de diversa naturaleza, y que los derechos dependen de cada clase de valor y del modo en que estén anotados, o incluso de la legislación aplicable a cada depositario, pues ya conocía la existencia de cuentas globales de clientes, y parece prudente afirmar, sin perjuicio de su ulterior examen, que era en el sistema de registro donde debían de tener reflejo los derechos y obligaciones correspondientes a cada clase de valor que se anotase y el ejercicio de los derechos en función del tipo de cuenta en que tuviesen reflejo<sup>26</sup>.

En el *Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo — Compensación y liquidación en la Unión Europea — El camino a seguir» (COM(2004) 312 final) (2005/C 221/21)*, se describían las

---

<sup>26</sup> **Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo - Compensación y liquidación en la Unión Europea - El camino a seguir** /\* COM/2004/0312 final. 3.1 **El proyecto de seguridad jurídica.** .../... Los valores se depositan y se transfieren cada vez más como anotaciones en cuenta. Por ejemplo, los valores desmaterializados se representan exclusivamente por una anotación en la cuenta de un intermediario. Cuando los valores figuran como apuntes contables en cuentas de intermediarios, en primer lugar resulta necesario tener clara la naturaleza jurídica de los derechos de los inversores con respecto a esas anotaciones en cuenta. De hecho, las interpretaciones legales de estos derechos varían considerablemente de un Estado miembro a otro. GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2006), Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, nº 17, 2006, pág. 158: “La práctica demuestra que, en un sector tan complejo como éste, las autoridades están en realidad en medio de una suerte de fuego cruzado entre diversos modelos de negocio dentro de una misma industria, que han demostrado ser compatibles entre sí —pues en otro caso no hubiesen sobrevivido—. La opción por un modelo (el de los custodios globales frente al de los ICSD, por ejemplo, o viceversa) no puede responder sino a razones extrajurídicas, relacionadas con la capacidad de unos u otros grupos de presión para conseguir la «captura del regulador» —como dirían los economistas americanos—. Desde un punto de vista jurídico, lo que tiene una especial trascendencia es la solidez jurídica de las instituciones y normas que dan soporte a esta actividad, en su vertiente internacional. Con este fin se constituyó el Legal Certainty Project al que nos referimos a continuación”.

funciones de liquidación inherentes a los DCV en el punto 2.1.1, entre las que se encuentran las de registro aunque usando una imagen muy genérica, del siguiente modo:

*Las funciones de liquidación, simplificando al máximo, son de carácter notarial (codificación de valores, depósito central de valores desmaterializados, intercambio de informaciones nominativas entre depositarios y emisores, etc.)<sup>27</sup>, de conservación central de valores (gestión de cuentas corrientes de valores, teneduría de carteras) y de liquidación propiamente dicha (cálculo de contrapartidas, transferencias entre cuentas corrientes de valores, interconexiones con los bancos centrales, pagos automáticos de dividendos líquidos, operaciones puntuales de aporte de liquidez a los sistemas de pago al contado y en valores, ejecución de operaciones de política monetaria, etc.*

El Comité Económico y Social de la Unión Europea señalaba (en el punto 3.5.2) que había dos opciones posibles: aceptar el concepto de que pueden existir organismos «mixtos», o elegir la solución estrictamente legalista de imponer la separación entre las actividades bancarias y las de compensación y liquidación. Simplemente se trata de resaltar que las opciones de conformar una liquidación de valores en manos de los bancos y Empresas de Servicios de Inversión o en los DCV, respondía a criterios de riesgo, evidentemente económico, y también competencia, pero que no desconocía los riesgos jurídicos, aunque siempre acompañando a los efectos sobre el sistema económico, y el sistema de custodia, en este caso el registro de los valores que ni se

---

<sup>27</sup> Es significativa también la precisión que sobre la liquidación establece la Decisión de la Comisión de 2 de junio de 2004 relativa a un procedimiento con arreglo al artículo 82 del Tratado CE [Asunto COMP/38.096 — Clearstream (compensación y liquidación)] [notificada con el número C(2004) 1958 (DOUE 17.7.2009, C165/7) : 9. *la liquidación es el traspaso final de valores del vendedor al comprador y el traspaso final de fondos del comprador al vendedor, así como las anotaciones pertinentes en las cuentas de valores. 10. Además de los pasos necesarios para ejecutar una operación de valores, los valores también deben custodiarse. El término «custodia» (en inglés safekeeping o custody) se utiliza para referirse al depósito efectivo en la entidad que guarda los valores física o electrónicamente. También se denomina «depósito primario» o «custodia final». Se considera que las entidades que no poseen valores en custodia final actúan como «intermediarios» en relación con dichos valores.*

menciona expresamente, era una opción no esencial en sí misma, debiendo buscar un modo de protección de los inversores como se refleja en el Dictamen<sup>28</sup>.

En el año 2004, se adoptaría la *Directiva 2004/39/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo*. Resulta significativo que aluda en varios de sus preceptos a los Depositarios (Considerando 15 y art. 2.1.h), sin embargo, no exige la existencia de los mismos en los artículos dedicados a los Mercados regulados (arts. 36 a 47), sólo se refiere a la labor de custodia en el Anexo B sobre Servicios auxiliares, cuando ya existían las anotaciones en cuenta y los valores inmovilizados que necesitaban la existencia de un registro de valores.

El Código de Conducta Europeo sobre Compensación y Liquidación, de 7 de noviembre de 2006, fue un intento de autorregulación privado<sup>29</sup>. En aquel momento unos optaban por la regulación pública mediante la promulgación de una Directiva, y otros optaban por la autorregulación como Comisario del Mercado Interior señor McCreevy. Las medidas incluidas en el Código abordaban tres aspectos fundamentales:

- a) transparencia de los precios y los servicios ofertados por las infraestructuras de los mercados de valores;
- b) acceso e interoperabilidad, interconexión entre las distintas infraestructuras para permitir que los participantes pudiesen compensar y liquidar<sup>30</sup>;

---

<sup>28</sup> Dictamen 4.3.3: *La seguridad de los mercados debe ser la cuestión principal que condicione todas las opciones. Una vez cumplida esta condición se tratará de encontrar un equilibrio razonable entre el respeto de las normas de un mercado libre y la protección de los intereses de los operadores y de los inversores.*

<sup>29</sup> BENITO NAVEIRA, Jesús: *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2008)*, pág. 267.

<sup>30</sup> BENITO NAVEIRA, Jesús: *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2008)*, pág. 272. Las infraestructuras de los mercados de valores debían presentar, como así sucedió efectivamente, antes del 1 de julio de 2007, a la Comisión Europea, la «Guía para el Acceso y la Interoperabilidad entre Sistemas». La respuesta de los depositarios, entre ellos el español, fue la creación de una *joint venture*, entre siete depositarios centrales de valores agrupados en “*Link Up Markets*”, con el

c) desvinculación de los servicios y contabilidad separada, se trataba de la posibilidad de negociar en una Bolsa, compensar en cualquier Contrapartida Central y liquidar en cualquiera de los DCV existentes en Europa.

También del Comité Económico y Social de la Unión Europea, pero esta vez en 2008, sobre *“Integración financiera: los mercados bursátiles europeos”* (2008/C 162/25), en el cual le dedicaba todo el apartado 3 a: *Observaciones particulares — Los sistemas de liquidación en los mercados bursátiles (Clearing and settlement)*. Aunque centrado en los problemas de liquidación, sobre todo transfronteriza, no desconoce los problemas jurídicos, aun cuando sólo los cita expresamente en una nota a pie de página cuando dice que: *“Las normas nacionales relativas a la transmisión de la propiedad, al registro de los valores (derecho de depósito), así como a la insolvencia son importantes”*.

#### 1.2. *La propuesta de Reglamento europeo.*

Al final se llegaría a la *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (DCV) y por el que se modifica la Directiva 98/26/CE (COM/2012/073 final)*, que establecía la segregación de las funciones de compensación y liquidación, caso de que no lo estuviesen ya, y atribuía las funciones de liquidación a los DCV, como así resultaría en el Reglamento aprobado 909/2014. Pero se trae a colación, porque en dicha Propuesta de Reglamento, en el apartado 3.3.2, ya decía lo siguiente:

*Los valores anotados en cuenta no han de ser necesariamente registrados en un DCV antes de ser negociados o dados en garantía. Por ejemplo, pueden ser inscritos por registradores. Sin embargo, si se negocian en plataformas reguladas*

Cont. \_\_\_\_\_

objetivo de establecer soluciones de interoperabilidad entre los distintos sistemas de liquidación de los Depositarios, en dicha plataforma conjunta, el DCV registrador sería el del emisor, contando con una plataforma común operativa entre los participantes. GONZÁLEZ PUEYO, Javier: *Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*. CNMV, Monografía nº 39, mayo 2010, pág. 39.

*por la Directiva 2004/39/CE (MiFID), han de ser registrados en un DCV<sup>31</sup>, al objeto de beneficiarse de la protección de que gozan los sistemas de liquidación de valores al amparo de la Directiva 98/26/CE, y de facilitar la conciliación entre los valores registrados, por un lado, y los valores negociados, por otro.*

Y en el Considerando 16 de la Propuesta de Reglamento decía:

*No procede que el presente Reglamento imponga el tipo de institución que deberá registrar los valores en forma de anotaciones en cuenta en el momento de la emisión, por lo que permite desempeñar esta función a distintos agentes, incluidos los registradores. No obstante, una vez que esos valores pasan a negociarse en los centros de negociación regulados por la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, o se ofrecen como garantía real en las condiciones previstas en la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, deben estar registrados en el sistema de anotaciones en cuenta de un DCV a fin de garantizar, entre otras cosas, que todos esos valores puedan liquidarse a través de un sistema de liquidación de valores.*

En el Documento de Trabajo de los Servicios de la Comisión que acompaña a la Propuesta, se describían los problemas referentes a los procesos de liquidación que afectaban a los DCV, fundamentalmente falta de coordinación en las liquidaciones transfronterizas, pues se trata de sistemas nacionales<sup>32</sup>, causada por las distintas

---

<sup>31</sup> Téngase presente que en la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998 sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y hablando sobre las garantías en valores, en el art. 9.2, ya aludía a la existencia de DCV, aunque lo hacía del siguiente modo: ... “respecto de los valores se inscriba legalmente en un registro, cuenta o **sistema de depósito centralizado** con sede en un Estado miembro”.

<sup>32</sup> DOCUMENTO DE TRABAJO DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN; RESUMEN DE LA EVALUACIÓN DE IMPACTO. COM (2012) 73 final; Introducción: “El mercado de los servicios de DCV en la UE está muy fragmentado, ya que cuenta con más de treinta DCV y dos DCVI (DCV internacionales, a saber, Clearstream

prácticas en materia de disciplina de liquidación, distintos plazos de liquidación, normas diferentes aplicables a los DCV, trabas de acceso a los DCV, etc. Pero, dentro de estas referencias tan generales, se incluyen los diferentes sistemas de representación de los valores y por ello le dedica el epígrafe 3.1):

*Reconocer a los emisores el derecho a emitir valores a través del DCV de su elección<sup>33</sup> contribuye a la apertura del mercado que se deriva de la autorización a escala de la UE. Este hecho se ve reforzado por la obligación de que los valores que coticen estén registrados en forma de anotaciones en cuenta, lo cual incrementaría también la eficiencia de la liquidación y facilitaría el acortamiento de los plazos para la misma, dado que la entrega de valores en forma de anotaciones en cuenta es mucho más sencilla que la de aquellos que están representados en soporte papel. La incidencia en los escasos mercados que aún manejan valores representados en papel podría mitigarse mediante la fijación de una fecha de aplicación que les permita adaptarse.*

Por su parte, el *Dictamen del Comité Económico y Social* de la UE, acogió favorablemente la libre elección del DCV [COM(2012) 73 final — 2012/0029 (COD)]: “3.14 La propuesta introduce el derecho de los emisores a registrar sus valores en cualquier DCV autorizado en la Unión y el derecho de los DCV a prestar servicios en relación con valores emitidos con arreglo a la legislación de otro Estado miembro”; y la desmaterialización de los valores: “4.9 Las propuestas requieren la desmaterialización de los valores negociables. El período transitorio finalizará en 2020. Aun así, los progresos efectuados a este respecto por los Estados miembros han sido muy desiguales y puede que sea necesario un compromiso político”.

Cont. \_\_\_\_\_

*Banking Luxembourg y Euroclear Bank), lo que contrasta con el mercado de valores estadounidense, en el que DTC y FedWire son los dos únicos DCV que prestan servicios”.*

<sup>33</sup> GONZÁLEZ PUEYO, Javier: *Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*. CNMV, Monografía nº 39, mayo 2010. Pág. 21. Advierte el autor que antes de la entrada en vigor de la Directiva MIFID, existían restricciones a la competencia: “los acuerdos de exclusividad estaban presentes en los quince países analizados en el informe de la Comisión Europea sobre las infraestructuras de los mercados europeos realizado en el año 2004, antes de la aprobación de la Directiva MIFID”, debiendo pues registrar los valores en los depositarios nacionales o en los propios de los mercados en los que operaban.

En el *Dictamen del Banco Central Europeo, de 1 de agosto de 2012, sobre una propuesta de reglamento sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (CON/2012/62)*, entre otras cuestiones, ponía también el acento en los problemas de seguridad jurídica relativos a los derechos de propiedad que afecten a los instrumentos financieros y valores, indicando que debía precisarse cuál era el lugar de la cuenta<sup>34</sup>.

Este es el panorama que se contemplaba sobre los DCV, con escasas referencias a los sistemas de registro de anotaciones en cuenta, pero que tiene relevancia por cuanto iba a reconocer e instituir definitivamente el marco regulador en el que debían moverse los DCV europeos. Si bien los textos citados no fueron los definitivos conviene dejar testimonio de los mismos en cuanto puedan servir de guía interpretativa para comprender el alcance y correcto significado del texto final del Reglamento, como se ha sugerido al inicio del epígrafe.

---

<sup>34</sup> Apartado 8. *Conflicto de normas: El reglamento propuesto establece como norma general que cuanto se refiera a los aspectos conexos a los derechos de propiedad que afecten a los instrumentos financieros en poder de un DCV se regirá por la legislación del país en el que esté abierta la cuenta de valores. Aunque esa norma general es coherente con el planteamiento seguido en otros actos jurídicos de la Unión, consistente en aplicar la legislación del intermediario pertinente a los aspectos conexos a los derechos de propiedad que afecten a los valores, el BCE se opone firmemente a la introducción de normas adicionales sobre conflictos de leyes que sean incongruentes con la legislación de la Unión en vigor y que puedan plantear problemas de seguridad jurídica.*

*Además, tal y como se ha señalado en un dictamen anterior, aunque contar con una norma de conflicto simple y clara para todos los aspectos relacionados con los valores anotados en cuenta es importante para la posesión y transferencia transfronteriza de instrumentos financieros de forma eficiente y segura, la aplicación práctica de una única norma de conflicto a la compensación y liquidación transfronterizas de valores en la Unión sigue poniendo de manifiesto divergencias entre los Estados miembros en cuanto a la interpretación de cuál es el «lugar de la cuenta». A este respecto, el BCE considera necesario armonizar los distintos marcos jurídicos de la Unión relativos al mantenimiento y transferencia de valores y el ejercicio de derechos conexos a los valores con el informe final del Grupo de Seguridad Jurídica.*

**2. Situación actual: El Reglamento (UE) n ° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n ° 236/2012.**

En primer lugar, es conveniente delimitar el ámbito de aplicación del Reglamento, y dado que se separan las funciones de compensación de las de liquidación, nada mejor que empezar por las definiciones que al respecto establece la normativa comunitaria.

De conformidad con el *Reglamento (UE) n° 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones*, en su art. 2:

*A efectos del presente Reglamento se entenderá por: «entidad de contrapartida central» (ECC): una persona jurídica que intermedia entre las contrapartes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros, actuando como compradora frente a todo vendedor y como vendedora frente a todo comprador.*

Y de acuerdo con lo establecido en el *Reglamento (UE) n ° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n ° 236/2012*, también en su art. 2:

*A los efectos del presente Reglamento, se entenderá por: 1) «depositario central de valores»<sup>35</sup> o «DCV»: una persona jurídica que gestione un sistema de*

---

<sup>35</sup> El Reglamento UE 909/2014, en el Considerando 26 ya advierte sobre esta definición funcional, “por referencia a ciertos servicios básicos”: El Considerando literalmente dice: *Toda persona jurídica que se ajuste a lo definido como DCV necesita obtener la autorización de las autoridades nacionales competentes antes de iniciar sus actividades. A fin de tener en cuenta distintos modelos empresariales, conviene definir los DCV por referencia a ciertos servicios básicos, que consisten en servicios de liquidación, que implican la gestión de un sistema de liquidación de valores, servicios notariales y servicios de mantenimiento central de cuentas de valores. Un DCV debe, como mínimo, gestionar un sistema de liquidación de valores y prestar otro servicio básico. Esta combinación es esencial con objeto de que los DCV desempeñen su cometido en la*

*liquidación de valores conforme a lo que se recoge en el anexo, sección A, punto 3, y que preste al menos otro de los servicios básicos enumerados en el anexo, sección A.*

Si bien en el artículo 2 transcrito del Reglamento no consta la función de registro, sí está entre los servicios básicos a los que se refiere el artículo al citar el Anexo<sup>36</sup>:

Aunque basta con ver los diferentes preceptos del mismo para observar que la función de registro corresponde a los DCV. Así se pronuncia por ejemplo el art. 3.2 del Reglamento UE 909/2014:

*Cuando se realice una operación con valores negociables en un centro de negociación, los valores correspondientes se registrarán mediante anotaciones en cuenta en un DCV a más tardar en la fecha teórica de liquidación, a menos que ya hayan sido objeto de tal registro.*

En consonancia con lo anterior, en el art. 37.1 del Reglamento UE 909/2014, bajo el epígrafe “Integridad de la emisión”:

Cont. \_\_\_\_\_

*liquidación de valores y a la hora de garantizar la integridad de una emisión de valores. Procede, por tanto, excluir de esta definición las entidades que no gestionan sistemas de liquidación de valores, como los registradores, los agentes de transferencia, las autoridades y organismos públicos que tengan a su cargo un sistema de registro establecido de conformidad con la Directiva 2003/87/CE, o las entidades de contrapartida central reguladas por el Reglamento (UE) no 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.*

<sup>36</sup> Anexo del Reglamento 909/2014:

**SECCIÓN A**

**Servicios básicos de los depositarios centrales de valores**

1. Registro inicial de los valores en un sistema de anotaciones en cuenta («servicio de notaría»).
2. Provisión y mantenimiento de cuentas de valores en el nivel superior de tenencia («servicio central de mantenimiento»).
3. Gestión de un sistema de liquidación de valores (servicio de liquidación).

Y también en la

**SECCIÓN B**

**Servicios auxiliares de tipo no bancario de los depositarios centrales de valores que no suponen riesgos de crédito o liquidez**

2. Servicios vinculados al servicio de notaría y al servicio central de mantenimiento de cuentas, tales como:

- a) servicios relativos a los registros de accionistas;
- b) tramitación de actuaciones societarias, como servicios fiscales, de apoyo a la asistencia a juntas generales y de información;
- c) servicios relativos a nuevas emisiones, como la asignación y gestión de códigos ISIN y códigos similares.../...

*Los DCV tomarán las oportunas medidas de conciliación con vistas a comprobar que el número de valores que constituyan una emisión o formen parte de una emisión de valores registrada en el DCV sea igual a la suma de los valores registrados en las cuentas de valores de los participantes en el sistema de liquidación de valores gestionado por el DCV y, cuando proceda, en las cuentas de titulares mantenidas en el DCV. Estas medidas de conciliación se aplicarán como mínimo una vez al día.*

Y, en el art. 38, bajo el epígrafe “*Protección de los valores de los participantes y de sus clientes*”, especifica el modo de llevar los registros y cuentas:

*1. Para cada sistema de liquidación de valores que opere, el DCV llevará registros y cuentas que le permitan, en todo momento y de forma inmediata, segregar en las cuentas del DCV los valores de un participante de aquellos de cualquier otro participante y, en su caso, de los propios activos del DCV.*

*2. El DCV llevará registros y cuentas que permitan a todo participante segregar sus propios valores de los de sus clientes.*

*3. El DCV llevará registros y cuentas que permitan a todo participante mantener en una cuenta de valores los valores que pertenezcan a distintos clientes de dicho participante («la segregación en cuentas globales de clientes»).*

*4. El DCV llevará registros y cuentas que permitan a todo participante segregar los valores de cada uno de los clientes de este último, cuando así lo solicite el participante («la segregación individualizada por clientes»).*

*5. Los participantes ofrecerán a sus clientes, como mínimo, la posibilidad de elegir entre la segregación en cuentas globales de clientes y la segregación individualizada por clientes, y les informarán de los costes y riesgos asociados a cada opción.*

*No obstante, el DCV y sus participantes establecerán una segregación individualizada por clientes para los ciudadanos y residentes y las personas jurídicas establecidas en un Estado miembro cuando así lo exija el Derecho nacional del Estado miembro a cuyo amparo se emitan los valores, tal y como tal Derecho nacional esté vigente el 17 de septiembre de 2014. Esta obligación será de*

*aplicación mientras que no se modifique ni derogue la correspondiente legislación nacional y mientras sigan siendo válidos sus objetivos.*

*6. Los DCV y sus participantes harán públicos los niveles de protección y los costes correspondientes a los distintos niveles de segregación que proporcionen, y ofrecerán estos servicios en condiciones comerciales razonables. La información pormenorizada sobre los distintos niveles de segregación incluirá una descripción de las principales implicaciones jurídicas de cada uno de los niveles de segregación ofrecidos, junto con información sobre la legislación en materia de insolvencia aplicable en las jurisdicciones pertinentes.*

*7. Los DCV no utilizarán con finalidad alguna los valores que no les pertenezcan. No obstante, los DCV podrán utilizar valores de un participante cuando hayan obtenido el consentimiento expreso previo de dicho participante. Los DCV exigirán a los participantes la obtención del reconocimiento expreso previo de sus clientes siempre que resulte necesario.*

Así pues, en los mercados de valores, o *centros de negociación* según la dicción del art. 3.2 del Reglamento, la función de llevar el sistema de registro contable está atribuida a los Depositarios Centrales de Valores de conformidad con los preceptos citados, convirtiéndose en obligatorio contar con ellos, aunque en la mayoría de ocasiones ya existiesen en las legislaciones nacionales como en nuestro país, estableciendo unas reglas comunes inexistentes o muy fragmentarias hasta aquel momento.

## **CAPÍTULO II: LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES (SOCIEDAD DE SISTEMAS).**

### **1. La Sociedad de Sistemas como Depositario Central de Valores.**

El art. 16 del *Reglamento (UE) nº 909/2014*, exige que:

*“toda persona jurídica que se ajuste a la definición de DCV deberá obtener la autorización de la autoridad competente del Estado miembro en que esté establecida, antes de iniciar sus actividades”.*

El precepto anterior, junto con el art. 3.2, y más concretamente los arts. 10 y 11 del Reglamento, establecen que la autoridad competente para autorizar los DCV es la nacional designada y comunicada a las autoridades europeas: Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), y la Autoridad Europea de Supervisión (ABE, Autoridad Bancaria Europea) establecida por el Reglamento UE nº 1093/2010).

El TR LMV, en el art. 97.3, establece que:

*3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores será la autoridad competente responsable de la autorización, supervisión y sanción de los depositarios centrales de valores de conformidad con el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014.*

Dado que para tener la consideración de Depositario Central de Valores debe ajustarse a la definición que sobre los depositarios contiene el art. 2 del Reglamento, además de contar con la oportuna autorización que se acaba de ver, es procedente ver si se cumplen los requisitos en la Sociedad de Sistemas.

La designación como Depositario Central de Valores de los mercados españoles, se cumplió provisionalmente con lo dispuesto en la **Disposición final sexta 2 b)** del **RD 878/2015** (del 2 de octubre): *Aplicación de otras normas*<sup>37</sup>, que establece que la Sociedad de Sistemas “seguirá estando autorizada como depositario central de valores conforme a la normativa nacional hasta que no reciba la autorización en virtud del mencionado Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014”.

Designación que se reiteró en la también *Disposición Adicional sexta* del Real Decreto Legislativo 4/2015, (de 23 de octubre), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, según la cual la Sociedad de Sistemas actuará como depositario central de valores:

1. La «Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores», en adelante, la Sociedad de Sistemas, actuará como depositario central de valores de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 97 a 102 de esta ley y desempeñará aquellas otras funciones que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los artículos concretos del Reglamento comunitario, al que se refiere esta norma, son el art. 16, 17 y el 69<sup>38</sup>, y además ha de cumplir con el art. 2 del citado Reglamento

---

<sup>37</sup> El texto de esta *Disposición final sexta 2 b)* del RD 878/2015: *Aplicación de otras normas*, que es anterior al Texto refundido de la LMV, es el siguiente:

“La nueva redacción del artículo 44 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, dada por el apartado diez de la referida disposición final será de aplicación el día siguiente al de la publicación de este real decreto en el Boletín Oficial del Estado, sin perjuicio de que de acuerdo con el apartado 2 de la disposición transitoria séptima de la Ley 11/2015, de 18 de junio, la disposición adicional decimoséptima de la Ley 24/1988, de 28 de julio y el artículo 69.4 del Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores seguirá estando autorizada como depositario central de valores conforme a la normativa nacional hasta que no reciba la autorización en virtud del mencionado Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014”. Téngase presente que este Real Decreto es del 2 de octubre de 2015, anterior al Texto refundido de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>38</sup> El Artículo 69 del Reglamento (UE) n.º 909/2014 es del tenor literal siguiente: *Disposiciones transitorias*.

1. Las autoridades competentes comunicarán a la AEVM qué entidades operan como DCV a más tardar el 16 de diciembre de 2014.

2. Los DCV deberán solicitar todas las autorizaciones necesarias a efectos del presente Reglamento y notificar los enlaces pertinentes entre DCV en el plazo de seis meses a contar desde la fecha de entrada en vigor de todas las normas técnicas de regulación contempladas en los artículos 17, 26, 45, 47, 48, y, cuando corresponda, en los artículos 55 y 59.

sobre servicios que debe prestar un DCV para ser autorizado como tal, y que necesariamente tiene que tratarse de persona jurídica y especificar los servicios básicos que va a prestar como DCV, de los enumerados en la Sección A<sup>39</sup>, que son los propios de la labor de registro y de los no bancarios de la Sección B complementarios de los anteriores, del Anexo del Reglamento.

Con fecha de 23 de septiembre de 2019, en la Nota Informativa 31/2019, la Sociedad de Sistemas informaba de la autorización definitiva por parte de la AEVM para seguir prestando sus servicios como Depositario Central de Valores.

Examinando las atribuciones que la LMV otorga a los DCV vemos que según el art. 8.3 del Texto refundido de la LMV, la función de llevar el registro contable en un *sistema de anotaciones en cuenta (“servicio de notaría”)*<sup>40</sup>, para los valores admitidos a negociación en un mercado secundario, recae sobre los depositarios centrales de valores (DCV), que se corresponde con la *provisión y mantenimiento de las cuentas de valores en el nivel superior de tenencia (“servicio de mantenimiento”)*<sup>41</sup>, según la atribución del art. 9.1 y 2 (para los valores negociables) y art. 62 (para la deuda pública) de la LMV, pues le corresponde la llevanza del registro central, y también gestiona un *servicio de liquidación de valores (“servicio de liquidación”)*<sup>42</sup>, competencias que atribuye la LMV a los DCV en los arts. 92 y 97. Así pues, vista la designación expresa que se realiza en la

Cont. \_\_\_\_\_

3. En un plazo de seis meses a contar desde la fecha de entrada en vigor de las normas técnicas de regulación contempladas en los artículos 12, 17, 25, 26, 45, 47, 48, y, cuando corresponda, en los artículos 55 y 59, o desde la fecha de entrada en vigor de la decisión de la Comisión a que se refiere el artículo 25, apartado 9, si esta fecha fuese posterior, los DCV de terceros países deberán solicitar el reconocimiento de la AEVM si se proponen prestar servicios con arreglo al artículo 25.

4. Hasta que se adopte, al amparo del presente Reglamento, la decisión sobre la autorización o el reconocimiento de un DCV y de sus actividades, incluidas las conexiones entre DCV, seguirán siendo de aplicación las correspondientes normas nacionales sobre autorización y reconocimiento de DCV.

5. Los DCV que sean gestionados por las entidades contempladas en el artículo 1, apartado 4, deberán cumplir los requisitos del presente Reglamento a más tardar en el plazo de un año a contar desde la fecha de entrada en vigor de las normas técnicas de regulación a que se refiere el apartado 2.

<sup>39</sup> Véase el Anexo en el § 3.3.

<sup>40</sup> Dicción literal del Anexo, Sección A del Reglamento 909/2014.

<sup>41</sup> Reglamento UE 909/2014, Anexo, Sección A, apartado 2.

<sup>42</sup> Reglamento UE 909/2014, Anexo, Sección A, apartado 3.

*Disposición final sexta del Real Decreto Legislativo 4/2015, a favor de la Sociedad de Sistemas, cabe concluir que cumple los requisitos como DCV, sin perjuicio de la libertad de elección de depositario para los emisores de valores, y de la actuación de otros depositarios en este país.*

## **2. Reseña histórica y antecedentes actuales de la Sociedad de Sistemas.**

Se cita como primer depósito centralizado al constituido en Viena<sup>43</sup> en 1878, seguido del de Berlín en 1882, aunque no estuvieron inicialmente previstos para el depósito de valores, que permanecieron en manos privadas separados de los bancos.

El sistema de títulos mostraba carencias acusadas en la negociación en Bolsa y por ello se pasó a un sistema más ágil<sup>44</sup>, primero de inmovilización y depósito, luego de desincorporación, pero ello significó también la necesaria adaptación de los sistemas de

---

<sup>43</sup> PAECH, Philipp: *Capital Markets Union, Investment Securities and the Tradition of Casting Liquidity into the Law*. LSE Law, Society and Economy Working Papers nº 20, 2015. Pág. 10: *The first central securities depositories ('CSD') for security certificates were founded in Vienna in 1878 and in Berlin in 1882, both probably modelled on the 18th century London Clearing House for cheques and bank notes. However, huge chunks of securities holdings still remained in separate bank custody or in private hands. It was not until the middle of the 20th century with the advent of computerisation that this practice, now referred to as central clearing and settlement, became prevalent, and it has become the norm only recently. A number of jurisdictions, typically smaller markets or late market entrants were able to conceive holding systems that did not entail a cascade of accounts but where all investors were directly linked to a central ledger. Holding securities through a cascade of accounts was bound to have consequences for the legal concepts earlier perceived as ascertaining transferability*".

<sup>44</sup> GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2006), Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, nº 17, 2006, pág. 141: *"Este fenómeno, conocido como paperwork crunch o colapso de los mercados causado por el «papeleo» provocará que en el último tercio del siglo XX los mecanismos de compensación y liquidación experimenten un giro radical cuya bisagra serán la tecnología y los sistemas informáticos"*.

liquidación, que planteaban numerosos problemas<sup>45</sup>, no sólo en la liquidación sino también en el depósito y manejo de los títulos.

Uno de los primeros sistemas modernos de liquidación y compensación de operaciones se establece en Francia con la creación en 1.949 del SICOVAM<sup>46</sup>. Se trataba de un sistema voluntario, en el cual, los acogidos al mismo, mantenían diversas cuentas para cada tipo de valores, implantándose progresivamente la negociación masiva de diversos valores por medios informáticos. Tenía los inconvenientes de la voluntariedad del sistema y de la imposibilidad de incluir en el mismo las acciones nominativas. En Francia, La Ley de Finanzas de 1982 estableció que todos los títulos emitidos deberían reflejarse en cuentas corrientes gestionadas por las entidades emisoras o por intermediarios debidamente autorizados.

En Italia sería la “*Monte Titoli, Spa*”, que nacería en Milán en 1978, como sociedad fiduciaria encargada del depósito de valores de la Bolsa italiana, la que seguiría los pasos de convertirse en depositaria central de valores.

En España se producían movimientos en esa dirección dentro de las propias Bolsas<sup>47</sup> como medio de agilizar las operaciones, así nacieron el SERLIDE, para la

---

<sup>45</sup> Estos problemas eran puestos de relieve por SÁNCHEZ CALERO, Fernando: *La bolsa y el sistema de las anotaciones en cuenta*. RDBB, 1987, págs. 247 a 262, hablando de la deuda del Estado representada por anotaciones en cuenta. En el momento de escribir esas líneas las Bolsas aún funcionaban por separado, pudiendo darse cotizaciones diferentes para un mismo valor. Observando el sistema de anotaciones en cuenta, ya planteaba el problema de la necesidad de centralizar la compensación y liquidación, y evitar lo que -sobre el borrador de lo que sería el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril-, parecía una triple negociación: un mercado secundario entre los titulares directos de las cuentas; en segundo lugar, uno o varios mercados entre varias entidades gestoras; y, por último, la negociación entre las entidades gestoras y sus clientes. La crítica la dirigía también a la necesidad de coordinar el sistema, que exigía una normativa especial para la liquidación de las operaciones de valores negociados en bolsa.

<sup>46</sup> Véase SÁNCHEZ GUILARTE, Juan: *La desmaterialización de los valores en la experiencia francesa*. RDBB, 1987, págs. 431-432. También GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), pág. 75.

<sup>47</sup> MORA Y PAJARES, Carlos de la: *Los servicios de valores mobiliarios en España y la liquidación de operaciones en Bolsa*, en AA.VV. “Organización y funcionamiento de los servicios para la conservación y administración de los valores mobiliarios y liquidación de las operaciones de Bolsa” Madrid 1971. Págs. 119 a 137.

liquidación de los derechos de suscripción; el SERLIVAL<sup>48</sup>, para la compensación de los valores al portador; y el SERTINO, que facilitaba la transferencia de valores unificando las actas.

### 2.1. *El sistema de liquidación y compensación del Decreto 1128/74.*

Hasta la entrada en vigor del RD 116/92, la actividad de compensación y liquidación de valores correspondía a las Sociedades Rectoras de las Bolsas, que aplicaban el *Decreto 1128/74 de 25 de abril y la Orden de 20 de mayo de 1.974* que desarrollaba al anterior. Era significativo que el Decreto empezase, en su artículo 1, mencionando que *“Se establece un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de títulos valores...”*, claro indicio de dónde estaban los problemas y de la voluntad de solucionarlos.

El sistema era voluntario en un doble sentido: en primer lugar porque dependía de las Juntas Sindicales de las Bolsas la admisión de los títulos (art. 2.1 del Decreto), y en segundo lugar, porque las Entidades Depositarias podían adherirse o no<sup>49</sup>, aunque se entendían adheridas si no se manifestaban en contrario quienes tuviesen títulos depositados.

El depósito especial de valores estaba en manos de los Agentes de Cambio y Bolsa y de las Entidades adheridas, y el Decreto 1128/74, para evitar los abusos de la primera mitad de siglo, establecía que:

---

<sup>48</sup> Sobre estos servicios puede verse ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico*. RDBB, nº 56, octubre-diciembre 1994, pág. 826, en nota a pie de página. También GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), pág. 77, nota a pie de página.

<sup>49</sup> Téngase presente además que las entidades adheridas eran titulares de los títulos nominativos, pues el artículo 3 del Decreto establecía la inscripción en el Libro Registro de accionistas en favor de las mismas, y respecto de los títulos valores nominativos, sólo podía aplicarse el sistema si previamente prestaba su consentimiento la entidad emisora. En registro separado se hacían constar los accionistas depositantes y las acciones de su pertenencia, sin necesidad de expresar su numeración.

*“En ningún caso esta modalidad de depósito implicará que las Entidades depositarias adquieran la propiedad de los títulos ni que puedan utilizarlos para fines distintos de los permitidos legalmente (art. 5.4)”.*

Se completaba con las obligaciones de custodia, restitución de otros de igual clase, valor y derechos del mismo emisor (fungibilidad), y sumisión al procedimiento de liquidación y compensación establecido en el Decreto.

Era a las Juntas Sindicales de las Bolsas a las que incumbía establecer el Servicio de Liquidación y Compensación, que debía llevar el control de los valores y cuidar de la instrumentación contable y de registro de las operaciones (art. 6.1 del Decreto).

A través del Servicio se abonaban y cargaban los saldos que resultasen a favor o en contra de los Agentes de Cambio y Bolsa y de las Entidades adheridas (art. 6.2), procediéndose a la liquidación pertinente por compensación de los saldos finales en numerario y por cada clase de valor, entendiéndose entregados los títulos valores cuando se verificasen las oportunas anotaciones contables de abono y cargo por el Servicio de la Bolsa correspondiente, y que, según el art. 38 de la Orden *de 20 de mayo de 1.974*, se producía mensualmente.

Esto era así porque el *Decreto 1128/74*, en su art. 2, apartado Cuatro, estableció la fungibilidad<sup>50</sup> de los títulos valores que, *“puestos en circulación por el mismo emisor, sean de la misma clase, tengan el mismo valor nominal y confieran idénticos derechos, cualquiera que sea su numeración”.*

Dado que conforme al art. 29 de la Orden, los títulos debían movilizarse para cancelar los saldos resultantes de compensación, era evidente que las discordancias entre lo anotado y lo depositado eran constantes<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), pág. 86, recuerda que el alcance de dicha fungibilidad fue limitado, pues dejaba fuera a aquellos títulos afectados por situaciones especiales, prenda, usufructo, etc. y a las acciones nominativas.

<sup>51</sup>En el mismo sentido GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), pág. 92.

El Decreto, en su artículo 10, establecía la responsabilidad de las Juntas Sindicales de las Bolsas por los daños y perjuicios causados como consecuencia de errores o extravíos debidos a negligencia en el respectivo servicio.

Si centramos la atención en los depositarios, sólo parcialmente la *Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva*, intentó poner un poco de orden y señalaba en el art. 27.4, que *“cada Institución de Inversión Colectiva tendrá un solo Depositario”* y que nadie podía ser simultáneamente Gestor y Depositario de una misma Institución de Inversión Colectiva. Es significativo que en esta Ley ya se adoptaba el criterio, mantenido actualmente, del derecho de separación en caso de concurso de acreedores<sup>52</sup>. Según esta Ley (art. 27.3) podían ser depositarios los Bancos, Cajas de Ahorro, Cooperativas de Crédito, Colegios de Agentes Mediadores y Sociedades instrumentales de Agentes mediadores colegiados inscritas en el correspondiente Registro Mercantil. También regulaba la responsabilidad en el artículo siguiente<sup>53</sup> de modo similar a como resultaría en la Ley del Mercado de Valores de 1988 al decir el art. 29.2 que los depositarios serían responsables *“frente a los partícipes de todos los perjuicios que se causaren a aquéllos por el incumplimiento de sus respectivas obligaciones legales y reglamentarias”*. Y en el párrafo anterior concedía a los depositarios funciones de *“vigilancia y garantía”*.

---

<sup>52</sup> Artículo 28. *Sustitución de Gestores y Depositarios. “La sustitución de la Sociedad gestora o del Depositario de Fondos de Inversión Mobiliaria, así como los cambios que se produzcan en el control de los mismos, conferirán a los partícipes un derecho de separación o reintegro que podrán ejercitar en la forma y plazos que establezcan los respectivos Reglamentos de Gestión”.*

<sup>53</sup> Artículo veintinueve. *Obligaciones y responsabilidad.*

1. *Las Sociedades gestoras y los depositarios actuarán, en interés de los partícipes, en las inversiones y patrimonios que administren o custodien. Los depositarios ejercerán, además, la función de vigilancia y garantía ante los partícipes y accionistas, en los términos establecidos en esta Ley, velando para que la gestión realizada por las Sociedades gestoras e Instituciones de inversión colectiva se ajuste a las disposiciones legales y reglamentarias.*

2. *Las Sociedades gestoras y los depositarios serán responsables frente a los partícipes de todos los perjuicios que se causaren a aquéllos por el incumplimiento de sus respectivas obligaciones legales y reglamentarias. La Sociedad gestora y el depositario están obligados a exigirse esta responsabilidad en nombre de los partícipes en la inversión o patrimonio administrados.*

## 2.2. *Los antecedentes de otros mercados españoles.*

En España también se producían movimientos, la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), constituida para la negociación de la deuda privada, creó en abril de 1988 “*ESPACLEAR Sistemas de Compensación de Activos Financieros, S.A.*” que empezó a operar el 30 de junio de 1.989. Debería esperar hasta la Orden Ministerial de 1 de agosto de 1.991 a que se autorizase el funcionamiento de AIAF Mercado de Renta Fija como mercado secundario organizado no oficial de valores. En mayo de 1993, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores adquirió la totalidad de las acciones de Espaclear. En 1998 El SCLV se hizo cargo de la compensación y liquidación de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta del AIAF<sup>54</sup>, hasta la absorción definitiva de AIAF en el año 2000, haciéndose cargo también de la compensación y liquidación de los representados por títulos.

## 2.3. *La Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores y creación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.*

La Ley del Mercado de Valores, estableció el régimen de los valores anotados en cuenta, y consecuencia directa de esta elección, fue la necesaria creación de un sistema de registro, sin el cual no podían funcionar los valores desmaterializados. Fue el art. 54 LMV fundamentalmente el que concretó la configuración del sistema, estableciendo la

---

<sup>54</sup>Según los datos proporcionados por el SCLV (en junio de 1.999), las características del sistema de liquidación del AIAF diferían de las del SCLV, pues las operaciones eran liquidadas siempre que la entidad dispusiera de suficiente saldo para realizar la entrega de valores, por lo que, en principio, no gozaban del aseguramiento de la cámara de compensación, asumiendo los participantes del riesgo de contrapartida. Véase también, OÑA, Francisco de: *El impacto del euro en los mercados de renta fija*, en “El impacto del Euro en los Mercados Financieros” AA.VV. La Caixa, 1998, pág. 148. A través de ESPACLEAR se negociaba la renta fija privada (fundamentalmente pagarés), aunque también intervenían en esta deuda las demás Bolsas, por lo que existían cinco sistemas de compensación. Los sistemas de contratación eran distintos, pues mientras AIAF era un sistema descentralizado, en las Bolsas se seguía un sistema centralizado de órdenes.

creación obligatoria del “*Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*” (SCLV), bajo la forma de Sociedad Anónima, y atribuyendo al mismo las funciones de compensación, liquidación y registro de las operaciones, además de otras funciones, convirtiéndolo en el eje del sistema.

Sin embargo, no era el único precepto que se refería al registro contable o le atribuía funciones al SCLV, pueden verse sobre ello los arts. 5 al 12 de la redacción de la LMV de 1988, que establecían el régimen de las anotaciones en cuenta, y los arts. 36, 38, 44, 45, 59, 62, 84, 90, 92, etc., todos ellos de la LMV, bien en la redacción original, bien en las reformas sucesivas y previas a la Ley 44/2002 de Reforma del Sistema Financiero, y la Ley 32/2011, que modificaron ampliamente el régimen existente hasta entonces.

Este art. 54 LMV señalaba los principios por los que debía regirse, los servicios que debía prestar, las incompatibilidades de acuerdo con sus funciones, y los criterios que debían reunir sus accionistas, “*las entidades directamente implicadas en los procesos de compensación y liquidación*”, así como la distribución del capital entre éstas.

En el primer párrafo de este art. 54 LMV, además de establecer obligatoriamente<sup>55</sup> la constitución del SCLV, como sociedad anónima, describía las funciones que le correspondían. Siendo básicamente las mismas que las previstas en el que sería art. 44 bis, añadido por el art. 1.2 de la *Ley 44/2002, de 22 de noviembre*. Así, puede observarse cómo en la redacción anterior, el primitivo art. 54 LMV, en el apartado a), sólo se le atribuía la llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta admitidos a negociación en las bolsas, que, en el art. 44 bis, introducido por la reforma de 2002, se verá ampliado a los valores del Mercado de Deuda Pública anotada y a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios, cuando sus órganos rectores lo solicitasen.

---

<sup>55</sup>La dicción de este anterior art. 54 LMV, no dejaba lugar a dudas, siendo taxativo en ello: “**Se constituirá una Sociedad Anónima que, con la denominación de Servicio...**”

En aquel apartado b) del art. 54 LMV, se atribuía “*en exclusiva*” al SCLV, gestionar la compensación de valores y efectivo de las operaciones ordinarias<sup>56</sup> de las Bolsas de Valores. Ello significaba acabar con la dispersión del Decreto 1128/1974, pues en éste, ni se incluían todas las operaciones ordinarias, ni era obligatorio para todos los participantes en la Bolsa.

Y el apartado c) de la anterior redacción, le atribuía<sup>57</sup>, con carácter general y literalmente: “*Las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*”, que también sufrió diversas modificaciones, pues además de ser el apartado d) del 44 bis, se añadió: “*y, en su caso, del Banco de España*”, para dar cumplimiento a la integración de la Central de Anotaciones (CADE) en el SCLV.

Establecía que el SCLV debía actuar bajo los principios de “*rentabilización de los recursos propios y cobertura por los usuarios del coste de los servicios prestados*”, además de señalar las prohibiciones que regían en su actuación, fundamentalmente las de intermediación<sup>58</sup>, previstas en el art. 63 para las ESI, advirtiendo también que debía guiarse en su actuación por un criterio de prudencia, debiendo abstenerse de asumir riesgos con los participantes en el Servicio.

---

<sup>56</sup>La Memoria Explicativa del borrador de proyecto de la Ley de Reforma del Mercado de Valores, de la que sería Ley 37/1.998, incidía en el aspecto de la exclusividad que realmente estaba muy atenuada, pues ya señalaba que “*El SCLV no tiene reservada la liquidación de las operaciones extraordinarias del mercado*”. Por ello en el texto de la reforma se introdujo también el inciso “*de las operaciones ordinarias*” que tampoco figuraba en el primer texto legal de 1988, siendo insertado definitivamente por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre de Reforma de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>57</sup>Este apartado no existía en la redacción original, fue añadido al tiempo que la modificación citada en la nota anterior, de la Ley 37/1998. Sin embargo, sí existía la atribución en el RD 116/1992, lo que suponía la legalización, a *posteriori*, de un posible exceso reglamentario respecto de lo dispuesto en la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

<sup>58</sup>Todo el Título V de la LMV, fue modificado por la Ley 37/98, de reforma de la Ley del Mercado de Valores, llevando como rúbrica, a partir de la misma, la de “*Empresas de servicios de Inversión*”, y la redacción original de los artículos difería mucho de la que se comenta. Se trataba de adaptar la legislación a la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1.993, de Servicios de Inversión, modificada por la Directiva 95/26/CE del Consejo y del Parlamento Europeo, de 29 de junio de 1995. Consecuencia de esta reforma se modificó el párrafo 3º, estableciendo la prohibición al SCLV de las funciones de intermediación previstas en el artículo 63 modificado, que establecía los servicios que podían desempeñar las empresas de servicios de inversión (ESI).

Dejaba en manos del Gobierno la facultad de regular<sup>59</sup> el funcionamiento del SCLV y sus servicios, también el de las entidades adheridas y los efectos del incumplimiento de la obligación de pago en efectivo derivada de la liquidación, así como la fianza colectiva entre las ESI, para garantizar entre ellas y el SCLV el cumplimiento de las obligaciones.

La mayor parte de las funciones quedaba bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ya que los estatutos y las modificaciones sociales, suscripción y transmisión de acciones, quedaban sometidas a la aprobación de ésta, y quedaba a la discrecionalidad del Gobierno el desarrollo reglamentario que posibilitase el efectivo funcionamiento del SCLV. De ahí la importancia del Real Decreto 116/92, como norma de desarrollo, tanto del sistema de anotaciones, como sobre la configuración del SCLV, germen de la Sociedad de Sistemas.

Dejaba a los criterios que señalase el Gobierno la determinación de las Entidades Adheridas que participasen en el capital del SCLV, así como los cambios accionariales entre ellas y, la posibilidad de participación de entidades similares extranjeras, y recíprocamente, la participación del SCLV en las éstas.

Habiendo asumido más de una autonomía<sup>60</sup> las competencias para la creación de Mercados Secundarios de Valores, el art. 54 contenía también la previsión de que las

---

<sup>59</sup>Introducido también por la Ley 37/1998, de Reforma de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>60</sup>La redacción original de este artículo y otros, fue recurrida ante el Tribunal Constitucional, el cual se pronunció en la Sentencia 133/1997 de fecha 16-07-1997. El TC declaró en el Fundamento Jurídico 9: *"De la amplia regulación que contiene el art. 54, los recurrentes sólo cuestionan la centralización de la compensación y liquidación de las operaciones bursátiles en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. La decisión de concentrar en una entidad, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, la liquidación de las operaciones hechas sobre valores admitidos a negociación en más de una Bolsa, interpretación ésta que comparten los recurrentes y el Abogado del Estado, no invade las competencias autonómicas, por cuanto que la finalidad que se pretende alcanzar con ello es garantizar la eficiencia del mercado, aumentando así su competitividad en el plano internacional. Ello constituye una decisión que, aun cuando no sea la única posible constitucionalmente, ha de considerarse básica dado que incide frontalmente en la construcción de un mercado único de valores, objetivo principal de la Ley que encuentra su respaldo constitucional, como ya se ha dicho, en el principio de unidad del mercado del que constituye una mera concreción. Aquí es de plena aplicación también la doctrina contenida en la STC 37/1997. El hecho de que, además, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores lo sea para los valores que coticen en más de una Bolsa fortalece las competencias del Estado, quedando al margen de dicha regulación la competencia de las Comunidades Autónomas para organizar ese servicio en las Bolsas ubicadas en sus respectivos territorios"*

sociedades rectoras de las Bolsas de Valores autonómicas dispusiesen la creación de un servicio propio de llevanza del registro contable, compensación y liquidación, para los valores admitidos a cotización en una única Bolsa.

La Central de Anotaciones del Banco de España, CADE<sup>61</sup>, en cuanto tenía encomendada la gestión del registro, compensación y liquidación de la deuda pública, era objeto de tratamiento diferenciado a partir del art. 55 LMV, configurándose como el servicio de registro, compensación y liquidación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, sin personalidad jurídica propia, al tratarse de un órgano interno del Banco de España.

La Disposición Transitoria Novena acordaba que en el plazo de tres meses se nombraría un delegado encargado de promover la constitución del SCLV.

Con las abundantes remisiones del texto legal al desarrollo reglamentario reservado al Gobierno, era evidente que la efectiva constitución del SCLV debía esperar hasta que se dictase el correspondiente reglamento, que fue el *Real Decreto 116/92, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles*, reglamento que estuvo vigente hasta la total entrada en vigor del Real Decreto 878/2015, el 3 de febrero de 2015<sup>62</sup>.

La *Ley 37/1998, de reforma de la Ley de Mercado de Valores*<sup>63</sup>, agregó dos nuevos párrafos al final de dicho artículo 54, en previsión de la declaración de quiebra o

Cont. \_\_\_\_\_

*cuando se trate de operaciones sobre valores admitidos a negociación sólo en esas Bolsas. Buena prueba de ello la constituye el segundo párrafo de este artículo, que salva expresamente la competencia autonómica cuando se trate de valores admitidos a negociación en una única Bolsa. Por lo dicho, el art. 54 de la Ley del Mercado de Valores no quebranta el orden constitucional de competencias”.*

<sup>61</sup> Siglas que corresponden a “Central de Anotaciones de la Deuda Española”.

<sup>62</sup> Las Disposiciones Transitorias, Primera y Segunda, de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, contenían el Régimen transitorio aplicable al SCLV y a la Sociedad de Sistemas que debía sustituir al anterior.

<sup>63</sup> Prueba de que el sistema funcionaba, y por ello no se tocó prácticamente el sistema de anotaciones en cuenta y registro contable lo podemos ver en: CNMV, *Introducción del Euro en los Mercados de Valores Españoles*. (citado), págs. 13 y 14, pues, hablando de la futura Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, sugería la conveniencia de enmendar los sistemas de liquidación y compensación así como algunos aspectos de la contratación para no perjudicar a los mercados españoles, sin embargo, sobre el sistema de anotaciones la recomendación era la siguiente: “Proteger la integridad del sistema de

solicitud de suspensión de pagos de las Entidades Adheridas, que a grandes trazos, suponía el derecho absoluto de separación del SCLV respecto de los bienes o derechos sobre los que descansasen las garantías de las posibles ESI en proceso concursal y el traslado inmediato, y sin coste para el inversor, de sus registros contables a otra entidad, facultad atribuida de modo provisional a la CNMV hasta que los titulares solicitasen el traslado a otra ESI de sus valores. La Exposición de Motivos de la Ley 37/1998, de reforma de la LMV, destacaba *“la ruptura del monopolio de la llevanza del registro de valores negociables en anotaciones en cuenta no negociados en mercados secundarios oficiales”*. La entrada de nuevos operadores, la extensión a las Entidades de Servicios de Inversión, y la experiencia de los años de rodaje de la Ley, aunque eran pocos, aconsejaban esta reforma e introducción de los cambios en materia de derecho concursal.

Uno de los movimientos de reforma, previos a los más recientes, con trascendencia sobre el SCLV y el sistema de registro, compensación y liquidación de valores, se produjo con la *Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2002, Disposición adicional decimonovena*, por la que se acordaba la *Adición de una disposición adicional decimoséptima en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*<sup>64</sup> (BOE, 31 de diciembre de 2001). En esta reforma no se

Cont. \_\_\_\_\_

*anotaciones en cuenta y registro de las operaciones realizadas sobre los valores emitidos en España, sea cual sea el mercado o la forma en que se realicen, evitando la fuga del registro hacia otros CSDs (depositarios centrales de valores en sus siglas en inglés) europeos o cámaras de liquidación internacionales”*. Véase también MORAL BELLO, Cecilio: *La segunda reforma bursátil en España. Hacia un mercado único de valores*. en Cuadernos de Estudios Empresariales, nº 7, 1997; págs. 255 a 272.

<sup>64</sup> *“Disposición adicional decimoséptima.*

*Sin perjuicio de las competencias que corresponden a las Comunidades Autónomas respecto de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y de los mercados secundarios, el Gobierno podrá autorizar, oídas las Comunidades Autónomas con competencia en la materia, que una o varias entidades adquieran, directa o indirectamente, la totalidad del capital de todas o algunas de las sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y mercados secundarios españoles y que, a partir de tal adquisición, corresponda a esa o esas entidades la titularidad del citado capital. Una vez producida la adquisición, a esas entidades y a sus filiales no les será de aplicación el régimen de participación accionarial previsto en el artículo 48.1 de esta Ley.*

*En tal caso, corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizar los estatutos por los que se rijan esas entidades y sus modificaciones, así como el nombramiento de los miembros de su Consejo de Administración y de sus Directores Generales, los cuales habrán de reunir los requisitos de las letras f), g) y h) del artículo 67.2 de la presente Ley.*

autorizaban expresamente los movimientos de fusión que ya habían empezado a realizarse entre el SCLV y el CADE<sup>65</sup>, sino que se preveía la posibilidad de que una o varias sociedades, diferentes de éstas, adquiriesen el capital del SCLV e integrasen a los servicios autonómicos, si así lo decidían, estableciéndose sobre aquéllas los oportunos mecanismos de control por parte de la CNMV.

Cont. \_\_\_\_\_

*El Gobierno, mediante Real Decreto, determinará el régimen aplicable a las ofertas de adquisición de las acciones representativas del capital de las referidas entidades, el régimen de publicidad a que han de someterse sus participaciones accionariales y las limitaciones que, en su caso, quepan establecerse a los derechos derivados de las mismas, así como cualquier otro aspecto que resulte necesario para la aplicación de la presente disposición.*

*La supervisión de las citadas entidades corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.”*

<sup>65</sup> Efectivamente, estaba pensando en la “Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.”. Aunque el texto de la Disposición Adicional modificada no hacía referencia a entidad alguna que pudiese ejercer dicho derecho de adquisición, la norma seguía los pasos de los movimientos de concentración, tanto de las Bolsas como de los sistemas aparejados a su funcionamiento, y que ya se habían dado para la unificación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y la Central de Anotaciones del Banco de España (CADE) en un único servicio. A tal efecto, y según información del propio Servicio en el “Informe anual 2.001”, el SCLV y el Banco de España constituyeron, el 7 de junio de 2.000, la compañía “Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.” que actuaría bajo la marca registrada “Iberclear”, y esta integración estaba abierta a los Depositarios centrales de ámbito autonómico y a los sistemas de registro y liquidación de los mercados de derivados (MEFF). Con fecha 20 de junio de 2001, la Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A., con el previo acuerdo de sus dos accionistas, el SCLV y el Banco de España, suscribió el denominado Protocolo de los Mercados Españoles, en el que se preveía el nacimiento de la sociedad “Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA”, mediante la puesta en común de las participaciones accionariales de las sociedades encargadas de la gestión de los mercados y sistemas españoles en una nueva compañía *holding*. Esta nueva compañía sería responsable de la unidad de acción, decisión y coordinación estratégica de los mercados y sistemas españoles. El 15 de febrero de 2.002 se constituyó la nueva sociedad, con un capital inicial de 1,3 millones de euros y 130 accionistas. También se realizaron esfuerzos en la definición del marco legal, y la institución correspondiente que unificase todos los sistemas de Registro Compensación y liquidación, previsión que se llevó al anteproyecto de Ley Financiera. Con fecha 25 de enero de 2.002, todos los valores admitidos a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija se incorporaron a la Plataforma Técnica de la Deuda Pública, coordinados a través de “Iberclear”. A plazo más largo, no es descartable un movimiento similar de carácter europeo a través de la ECSDA (Asociación Europea de Depositarios Centrales de Valores).

2.4. *El Real Decreto 116/92, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles y desarrollo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV).*

La Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, supuso un cambio radical en el panorama bursátil español, modernizándolo de arriba abajo. Pero la adaptación a la nueva Ley necesitaba el desarrollo reglamentario que concretase los principios recogidos en la Ley y, fundamentalmente, que se crease un servicio verdaderamente eficaz, por tanto no es de extrañar que en los momentos previos a la elaboración del Real Decreto 116/92, a través del Servicio de Estudios del Banco de España, se dijese<sup>66</sup> que:

*“El funcionamiento de la «compensación-liquidación» de valores, es uno de los aspectos más criticados de las bolsas españolas, que, en lugar del sistema de universalidad deseable, cuentan hasta ahora con tres sistemas paralelos: el tradicional, basado en el movimiento físico de títulos; el de fungibilidad, que se aplica a la mayoría de valores al portador y que se basa en sustituir el movimiento físico de títulos por el traspaso de sus referencias técnicas; y el de títulos nominativos, que implica comunicar al emisor el nombre del comprador y del vendedor, preparando un resguardo provisional que posteriormente se canjea por el definitivo”.*

A ello se intentó poner remedio, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 54 de la redacción original de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, mediante el *Real Decreto 116/92, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles*, a través de dos medidas esenciales: 1) estableciendo la obligatoriedad de representar los valores mediante anotaciones en cuenta para su negociación bursátil, que, en teoría, simplificaba el régimen jurídico al unificar la representación de los valores; y 2) creando el SCLV, que iniciaría su actividad en diciembre de 1.992, asumiendo, inicialmente, la

---

<sup>66</sup> PELLICER, Miguel: *Los Mercados Financieros organizados en España*, Banco de España, Estudios Económicos, nº 50, Madrid, 1992.

compensación y liquidación de valores de mayor capitalización bursátil, para absorber el resto en poco tiempo.

Las previsiones de la Ley de Mercado de Valores de 1988 no se empezaron a cumplir hasta la entrada en vigor de este Real Decreto 116/1992, con el desarrollo reglamentario de las anotaciones en cuenta y del sistema de registro. Para ello precisó los aspectos formales que debían reunir las emisiones de valores, escrituras públicas, depósito de copias de ellas en el SCLV, etc. Detallaba mucho más que la Ley, que era muy parca en la regulación del SCLV y del sistema de registro, pues la LMV sólo dedicaba el art. 7 al sistema de registro y el art. 54 al SCLV. Fue en el art. 31 del Real Decreto donde empezó a detallarse este sistema de registro, aunque dejaba para el Reglamento del Servicio (SCLV) los datos que deberían constar en cada inscripción. También establecía las *referencias de registro* (art. 32), cuya función era dotar de seguridad a las transacciones y anotaciones; ya instituía el control de saldos (art. 33). Decretaba el modo de realizar la práctica de las inscripciones referentes a valores cotizados en bolsa (arts. 36 a 42), y para los valores no cotizados (arts. 45 a 54).

Como consecuencia de la aplicación del RD 116/1992 se aprobaría el primer Reglamento de Organización y Funcionamiento del SCLV mediante la Circular 1/1992 de 28 de abril, dando cumplimiento al art. 73 del RD 116/1992.

Este desarrollo reglamentario del Real Decreto 116/1992, instituyó el sistema que ha perdurado de registro de doble escalón para los valores cotizados: el registro central a cargo del SCLV y el registro de detalle atribuido a las entidades adheridas.

A lo largo de 1993 el Servicio<sup>67</sup> incorporó a sus sistemas el resto de los valores admitidos a negociación en las Bolsas españolas; adquirió la totalidad del capital social de ESPACLEAR, el servicio de liquidación de AIAF, (mercado de deuda privada), con lo que dejaba de ser un sistema exclusivo de las Bolsas de Valores, para convertirse en sistema de registro, compensación y liquidación de otros mercados de valores; también

---

<sup>67</sup> Los datos pertenecen al SCLV a través de sus *Informes anuales*.

redujo el plazo de liquidación de las operaciones bursátiles a D+5<sup>68</sup> y culminó el proceso de transformación de los títulos físicos en anotaciones en cuenta.

Durante 1994 se profundizó en el estudio de los procedimientos operativos iniciando el desarrollo de un sistema operativo en tiempo real, que se pondría en marcha en 1.995. En el año 1.996, determinó su uso obligatorio para todas las entidades participantes. En febrero de 1.997 redujo el plazo de liquidación a D+3 cumpliendo todos los *standarts* definidos por el Grupo de los Treinta. En ese mismo año el SCLV pasó a formar parte como socio fundador de la “*European Central Securities Depository Association (ECSDA)*”. La gestión del Servicio durante el año 1998 se caracterizó por la adaptación de sus procedimientos operativos al Euro que iba a entrar en vigor como nueva moneda.

En 1.999 el SCLV<sup>69</sup> cuestionaba:

*“Las estructuras diseñadas a mediados y finales de la década de los ochenta. Nos caracterizaba una estructura fragmentada, unos modelos de registro que no favorecen precisamente la agilidad de los procesos de liquidación (en los que se percibe todavía una huella muy fuerte del sistema de fungibilidad implantado en el año 1974), una división de competencias a veces paralizante, exigencias de garantías diferentes para cada mercado, sistemas operativos específicos y una diversidad de tecnologías poco rentable, así como otras lagunas que no acaban de colmarse y cuya mención alargaría en exceso estas líneas”.*

- En la misma página el SCLV aludía a los movimientos de concentración, alianzas, fusiones, conexiones<sup>70</sup>, entre servicios,... invocando los mismos para nuestro país, subrayando que debían adoptarse:

---

<sup>68</sup> La liquidación debía producirse, como máximo, dentro de los cinco días siguientes a la de la operación contratada.

<sup>69</sup> La información reseñada corresponde al SCLV: *Informe anual* de 1998, quien en el apartado “Estados Financieros”, bajo el epígrafe de “El futuro de los Depósitos Centrales de Valores” realizaba esas afirmaciones.

<sup>70</sup> Se refería el texto a la entrada en funcionamiento del sistema TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System), que se trata de un sistema de

*“...rápidamente las decisiones que permitan revitalizar nuestros sistemas al hacerlos más flexibles y competitivos, y sobre todo, promover el marco adecuado que permita, en el plazo más breve posible y sin innecesarias confusiones de estructuras y tareas, la convergencia de los sistemas de registro y compensación y liquidación de la deuda pública y de todos los valores privados”.*

Para ello solicitaba llevar a cabo las reformas legales y modificaciones prácticas sin demora.

Por último, el SCLV y el Banco de España constituyeron, el 7 de junio de 2.000, la compañía *“Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.”*, actuando bajo el nombre comercial de *“Iberclear”*, con objeto de convertirse, en un futuro cercano<sup>71</sup>, en un servicio global<sup>72</sup> de compensación y liquidación de valores, acercándose a los movimientos de concentración existentes, tanto de las Bolsas europeas, como de sus respectivos servicios depositarios centrales y liquidadores, a lo que dio cobertura legal<sup>73</sup> en la *Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de*

Cont. \_\_\_\_\_

liquidación bruta en tiempo real, por lo que los pagos son liquidados individualmente (sin compensación previa) y con firmeza inmediata, por ello es necesario que la entidad pagadora cuente con saldo previo o con crédito; también se refería al anuncio de fusión entre Cedel International y la Deutsche Börse Clearing (Alemania), entre DTC y NSCC, la alianza entre CREST (Reino Unido e Irlanda) y SIS (Suiza) y entre SICOVAM y EUROCLEAR en Francia. Por su parte, el Banco Central Europeo, (BCE, *Informe Anual 2000*, Frankfurt 2001), abogaba por la integración de los mercados de valores y de los distintos sectores financieros, y, sobre los primeros, apuntaba como barreras para su logro, entre otros: el insuficiente desarrollo de procedimientos de liquidación transfronterizos, y, en general, la excesiva heterogeneidad normativa.

<sup>71</sup> De hecho, el 9 de junio de 2001, los valores en euros, admitidos a negociación en AIAF, se incorporaron a la plataforma técnica del CADE, manteniendo el SCLV la responsabilidad última respecto del registro, compensación y liquidación, y el 28 de enero de 2002 se incorporaron los valores denominados en pesetas (BANCO DE ESPAÑA: *Memoria sobre la actividad de la Central de Anotaciones y de los Mercados de Deuda Pública 2002*; Madrid, 2003, pág. 45). El resto de valores (aún en pesetas) del AIAF, deberían esperar al 28 de febrero de 2002 (véase la *Comunicación 49/01*, del Banco de España).

<sup>72</sup> Aún, cuando pudiese dudarse de la falta de cobertura legal de ciertas actuaciones, lo cierto es que el SCLV dictó la *Circular nº 4/2001, de 23 de abril*, que aprobaba el Manual de Procedimientos de los valores incorporados en la plataforma técnica del CADE, como plataforma unificada de registro, compensación y liquidación de los valores de renta fija, pública y privada.

<sup>73</sup> Aunque el texto de la Disposición Adicional modificada no hacía referencia a entidad alguna que pudiese ejercer dicho derecho, la norma estaba pensando en los pasos que se habían dado ya para la unificación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y la Central de Anotaciones del Banco de España en un único servicio. A tal efecto, y según información del propio Servicio en el *“Informe anual 2.001”*, el SCLV y el Banco de España constituyeron, el 7 de junio de 2.000, la compañía *“Promotora para la*

*Presupuestos Generales del Estado para el año 2002, Disposición adicional decimonovena. Adición de una disposición adicional decimoséptima en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, como se ha comentado anteriormente.*

*2.5. La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, por la se crea la Sociedad de Sistemas de Compensación, Liquidación y Registro (Sociedad de Sistemas)*

Aunque sea brevemente, y sin entrar a fondo en lo que supone la reforma de 2.002, sobre el conjunto del Mercado de Valores, merece la pena destacar algunos rasgos de ella, e insistir más en aquellos aspectos que inciden sobre la Sociedad de Sistemas, o sobre algún apartado con trascendencia para el tema que nos ocupa.

La “Ley 44/2002, de 22 de noviembre de medidas de reforma del Sistema Financiero” modificó y afectó a diferentes Leyes y Reales Decretos, que abarcaban a todo el sector financiero, crediticio, de seguros y Mercado de valores, además de otras leyes como, por ejemplo, la de Contratos del Estado, la de Auditorías, la de Cooperativas, la de Sociedades Anónimas, etc. Viene al caso porque, en el debate parlamentario, se acusó a esta Ley de ser una ley “*ómnibus*”<sup>74</sup>, hasta el punto de reconocer el Ministro de

Cont. \_\_\_\_\_

*Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.” que actúa bajo la marca registrada “Iberclear”, y esta integración está abierta a los Depositarios centrales de ámbito autonómico y a los sistemas de registro y liquidación de los mercados de derivados (MEFF). Fue un anticipo producido por los operadores de sistemas de registro, compensación y liquidación principales, pues la cobertura legal a esa innovación, a esa posible fusión y control del SCLV y el CADE y a la posible entrada de una sociedad de control, se efectuó a través de la citada Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2002, Disposición adicional decimonovena. Adición de una disposición adicional decimoséptima en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. (BOE 31 de diciembre de 2001), transcrita anteriormente en la nota 32. Pero, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de reforma del Sistema Financiero, art. 1, quinto, pareció ignorar la existencia de esa Adicional Decimoséptima, pues literalmente dice: “Se incorpora una nueva disposición adicional decimoséptima a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando ya existía y de hecho coexistieron las dos.*

<sup>74</sup> Pueden verse las enmiendas a la totalidad nº 58 (Grupo Parlamentario Mixto) y 59 (Grupo Parlamentario Socialista) en el BOCG, Congreso de los Diputados, Serie A, nº 69-12, págs. 90 y 91, y el

Economía, en el debate a la totalidad<sup>75</sup>, que: “*Es verdad que el proyecto modifica de una manera parcial o total 20 leyes y varios decretos*”, y, entre otras cosas, supuso un cambio bastante acusado de la legislación sobre las Cajas de Ahorro<sup>76</sup>. De la amplitud de la Ley sólo nos interesa aquello que afecta al Mercado de Valores, y, más específicamente, aquellas cuestiones que atañen al registro contable y a este trabajo.

El anteproyecto presentado por el Ministerio de Economía llegó bastante modificado al Congreso de los Diputados, no sólo en su título, también en su contenido<sup>77</sup>, basta ver, a título de ejemplo, cómo desaparecen las referencias a “*Iberclear*”<sup>78</sup>, o al

Cont. \_\_\_\_\_

Diario de Sesiones del Congreso de Diputados, nº 158, pág. 8030, en la defensa de la enmienda a la totalidad del Grupo Parlamentario Mixto, por su parte en el mismo debate el Grupo Parlamentario Socialista la calificó de “cajón de sastre” (pág. 8031), y “totum revolutum” (pág. 8033), el grupo parlamentario vasco de “poupurri de artículos” (pág. 8037), y nº 504, pág. 16161, en la defensa de enmiendas del Grupo Nacionalista Vasco, calificaciones que se repetirían en las enmiendas y debates del Senado, Izquierda Unida, en el debate a la totalidad, (Diario de Sesiones nº 158, pág. 8029), explicando su enmienda a la totalidad, afirmaba: “*un proyecto de ley de esta envergadura se debería tratar con modificaciones legislativas individualizadas*”. El grupo parlamentario popular reconocía expresamente esta calificación de “ley ómnibus” (pág. 8039).

<sup>75</sup> Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados, nº 158, pág. 8024.

<sup>76</sup> Diario de Sesiones nº 158, pág. 8029.

<sup>77</sup> De hecho, el texto que se publicó como proyecto en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, nº 69-1, serie A, págs. 1 a 51, difería del remitido al Consejo de Estado para su dictamen. Y el título de la Ley, en las versiones del anteproyecto elaboradas por el Ministerio de Economía, publicadas el 13 de marzo de 2.001 y el 10 de abril de 2.001, era únicamente el de “Ley Financiera”. No es de extrañar que el trabajo de los profesores de economía, ARGUEDAS SANZ, Raquel; GONZÁLEZ ARIAS, Julio y OLIVER LLÉBENES, Mónica: *La Ley Financiera: un proyecto en continua transformación*. UNED, marzo 2002, aludiesen en su propio título a las sucesivas transformaciones. Otros trabajos se limitan a señalar los aspectos más relevantes sobre los que iba a discurrir la reforma, como el de MORAL BELLO, Cecilio: *La reforma del Sistema Financiero en el 2002. Especial Referencia al Mercado de Valores*. Universidad Pontificia de Comillas, Madrid, 2002. Por su parte, en el debate de totalidad de Proyectos de Ley, *Diario de Sesiones del Congreso*, nº 158, pág. 8023, y referente a esta Ley, el Ministro de Economía señalaba: “*los primeros borradores del anteproyecto, que datan de finales del año 2000...*”, un claro indicio de las vacilaciones del anteproyecto.

<sup>78</sup>Los antecedentes y creación de Iberclear, que ya se han citado, tenían su reflejo en el *Anteproyecto de Ley Financiera*, publicado el 13 de marzo de 2001, por la Secretaría de Estado de Economía, de Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa, dependiente del Ministerio de Economía, sin embargo, en el texto publicado por el mismo Ministerio, pero por la Secretaría General del Tesoro, con fecha 10 de abril de 2001, ya había desaparecido la referencia a Iberclear, al igual que en el texto que llegó al Congreso, que también omitía cualquier referencia a éste. Algunos artículos, sobre todo periodísticos, también se referían a IBERCLEAR, y a la convergencia, “*en una única norma con rango legal, aspectos heterodoxos*”, en opinión de MÍNGUEZ PRIETO, Rafael: *Reflexiones sobre el anteproyecto de Ley Financiera*, *Diario Expansión*, 18 y 20 de abril 2001. Otros artículos son más descriptivos, como el de MORAL BELLO, Cecilio: *La reforma del Sistema Financiero en el 2002. Especial Referencia al Mercado de Valores*, Universidad Pontificia de Comillas, Madrid 2002.

mercado de Deuda Pública, de modo separado en el artículo 1 del Anteproyecto, apareciendo ya en el Proyecto integrados bajo la tutela de la Sociedad de Sistemas, en la modificación de los respectivos artículos 7 y adición del 44 bis a la LMV. Las modificaciones fueron importantes, llegando al Congreso para su aprobación definitiva con menores exigencias legales y, correlativamente, mayores delegaciones reglamentarias en favor del Gobierno<sup>79</sup>. Tomando solamente las reformas que afectan a

---

<sup>79</sup> Son innumerables las referencias al desarrollo reglamentista. A título de ejemplo, y sobre una cuestión que afecta a este trabajo, puede verse la modificación del párrafo 3º del art. 7 LMV, sobre la Sociedad de Sistemas y la llevanza del registro contable (central y de detalle). La mayoría de las delegaciones normativas se establecían en favor del Ministerio de Economía, otras en favor de la CNMV y Banco de España, y, si quedaba alguna duda, basta ver la Disposición Final segunda de esta Ley 44/2002, en la que: *“sin perjuicio de las habilitaciones específicas a otros órganos previstas en el articulado de la presente Ley, se habilita al Gobierno para desarrollar reglamentariamente lo dispuesto en esta norma”*. Casi todos los preceptos que incorporaban habilitaciones para el desarrollo reglamentario fueron objeto de enmiendas en el Congreso, por parte de los grupos parlamentarios catalán y vasco, con objeto de obtener similares atribuciones para sus autonomías respecto de los mercados radicados en su territorio.

El Tribunal Constitucional, en su Sentencia 13/1988, de 4 de febrero, ya había despejado la vía para estas abundantes remisiones y delegaciones, incluyendo la definición de los principios y las bases sobre las que debe regirse la materia, en aquel caso el crédito y la banca, aunque parece dejar en el aire la jerarquía normativa y no entra en los supuestos de subdelegación (que no se plantearon, ni era el momento apropiado), pues en la STC nº 135/1992, de 5 de octubre de 1992 (BOE del 29 de octubre), a propósito de los recursos de inconstitucionalidad interpuestos por la Generalitat de Catalunya y el Gobierno vasco contra determinados preceptos de la Ley 13/1985, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, razona, en el Fundamento Jurídico Tercero, acerca de las “bases” del crédito y de la banca, que *“estas bases han de ser, en principio, normas legales, orgánicas rara vez, y ordinarias en su mayor parte, pero también, en su caso, reglamentarias, en el uso de la potestad que al Gobierno de la Nación otorga el art. 97 CE”*; tras citar el desarrollo de determinados preceptos de la Ley por dos Reales Decretos, argumenta que *“por otra parte, y bajando un escalón más en la jerarquía normativa, hay una serie de disposiciones o medidas que concretan elementos en blanco de la norma legal para permitir su adaptación a las circunstancias y, por ello, participan de esa misma naturaleza normativa... Por ello, tales actuaciones son desarrollo reglamentario, también básico, de la Ley en la cual encuentra cobertura específica esta deslegalización mediante la doble técnica de autorizar una eventual delegación del titular originario de la potestad o atribuirle directamente al Banco de España, institución cuyo carácter básico ha sido puesto de relieve en nuestra STC 1/1982... La desconcentración de esta institución no se legitima por su carácter discrecional. La discrecionalidad es una modalidad de ejercicio de otras potestades, pero no es una de tantas, como a veces se ha dado en decir, ni, en ningún caso, puede ser utilizada por sí misma como habilitante de ellas (STC 96/1984, f.j. 6º). Ahora bien, una ordenación racional de atribuciones las encomendará a quien tenga la idoneidad para llevarlas a buen término, pero la auctoritas no conlleva necesariamente el imperium o la potestas, que son obra directa de la Ley. Precisamente la especialización técnica del Banco de España explica y hace razonable, en el contexto constitucional, que se le confíen determinadas misiones por delegación del Gobierno o ex lege. No existe, pues, la incompetencia relativa que se denuncia. La ordenación básica del crédito y la Banca, en su aspecto institucional, corresponde no sólo a los Cuerpos colegisladores y al Gobierno, sino también, en un nivel operativo, al Banco de España”*. También se refería al Mercado de Valores la STC 133/1997, de 16 de julio, y los comentarios a la misma de ARRANZAZ, G: *La sentencia de 16 de julio de 1997, sobre la Ley del Mercado de Valores*, en Derecho de los Negocios, nº 85, 1997. Y ORTIZ VAAMONDE, S.: *Sentencia del Tribunal*

la Ley del Mercado de Valores, y deteniéndonos específicamente en las que tuvieron trascendencia para el asunto que nos ocupa, podemos destacar de la Ley lo siguiente:

Respecto del régimen de registro sobre los valores anotados en cuenta, se modificó el art. 7 LMV, desapareciendo del párrafo segundo las menciones al SCLV, y la autorización del Ministerio de Economía a propuesta de la CNMV para la llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta no admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales. En su lugar apareció la Sociedad de Sistemas, en principio llamada a unificar y centralizar los diferentes sistemas de compensación, liquidación y registro, siempre que reglamentariamente<sup>80</sup> se estableciese la asignación en favor de la Sociedad de Sistemas. El texto legal permitía la supervivencia de los diferentes sistemas por separado, y la incorporación a la Sociedad de Sistemas sólo sería efectiva por esa vía reglamentaria autorizada en la Ley o por vía de negociación entre los afectados. En cualquier caso, se mantenían las competencias autonómicas respecto de los mercados secundarios radicados en las autonomías.

En el art. 36, se modificó el apartado 7.b) sobre los préstamos de valores, con objeto de adecuar la referencia al SCLV al sistema correspondiente de compensación y liquidación de valores. El art. 38.e) se modificó, simplemente para considerar la posibilidad, en plural, de diversos sistemas de compensación, liquidación y registro,

Cont. \_\_\_\_\_

*Constitucional 16 de julio de 1997: títulos competenciales del estado y de las CCAA en relación con el Mercado de valores, en Cuadernos de Derecho y Comercio, nº 24, 1997.*

<sup>80</sup> La vía reglamentaria ciertamente es más ágil para regular, al no estar sujeta a los rigurosos trámites parlamentarios, pero también es cierto que el artículo 7 LMV, tal cual quedó tras la reforma, era muy ambiguo, al dejar diferentes posibilidades abiertas, se supone que en función de la evolución de los mercados y, fundamentalmente, de las previsiones de la Unión Europea. De este modo, parece una incongruencia con las claras intenciones señaladas en la Exposición de Motivos de la Ley 44/2002, que en su apartado II, párrafo 4, señala: *“Esta multiplicidad de sistemas de compensación y liquidación existentes en España ha venido dificultando el proceso de integración de los mercados de valores españoles con los de sus homólogos europeos. En efecto, la introducción del euro ha dado lugar a un notable movimiento de fusión y coordinación de los mercados de valores comunitarios, tanto en el área de la negociación como en el de la compensación y liquidación. Por ello es necesario dar la oportunidad a los sistemas españoles de negociar desde una posición única, a la vez que el aprovechamiento de las economías de escala resultantes del proceso de consolidación permitirá ofrecer un mejor servicio a menor coste y sobre todo facilitar la operativa desde el exterior”.*

consecuencia de su asunción por la Sociedad de Sistemas. En el art. 44 se modificó el párrafo d), con el fin de adecuarlo a lo dispuesto sobre la Sociedad de Sistemas.

Se introdujo el nuevo *art. 44 bis*, que contenía la regulación de la Sociedad de Sistemas<sup>81</sup> y que sustituía al anterior Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Se recurre al apartado II de la Exposición de Motivos de esta Ley para entender el alcance de la reforma que se produjo:

*“En el mercado español los principales procesos de compensación y liquidación se han venido realizando por la Central de Anotaciones de Deuda Española (en adelante, CADE) para la negociación de Deuda Pública, y por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, SCLV) para los valores admitidos a negociación en Bolsa y en AIAF Mercado de Renta Fija, S. A. (mercado secundario oficial de renta fija privada). Además, al amparo del artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores, las Comunidades Autónomas con competencias en la materia han creado sus propios servicios de compensación y liquidación para los valores admitidos a negociación en sus respectivas Bolsas de Valores.*

*Esta multiplicidad de sistemas de compensación y liquidación existentes en España ha venido dificultando el proceso de integración de los mercados de valores españoles con los de sus homólogos europeos. En efecto, la introducción del euro ha dado lugar a un notable movimiento de fusión y coordinación de los mercados de valores comunitarios, tanto en el área de la negociación como en el de la compensación y liquidación. Por ello, es necesario dar la oportunidad a los sistemas españoles de negociar desde una posición única, a la vez que el aprovechamiento de*

---

<sup>81</sup> URÍA FERNÁNDEZ, Fco (coordinador) *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*. Ed. La Ley, Madrid 2007. Págs. 597 y ss. Dice que la idea de integrar los sistemas de liquidación y registro se inició en 1999, por parte de la Central de Anotaciones del Banco de España y del SCLV, a cuyo efecto se creó la Sociedad Promotora de la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación S.A., pero que tuvo que esperar hasta esta reforma porque se necesitaba una norma con rango de Ley para ello. Realizada la misma se permitió la creación de la Sociedad holding “Bolsas y Mercados Españoles, SA” que absorbió las sociedades rectoras de las bolsas existentes, y del SCLV que pasaría a ser unipersonal.

*las economías de escala resultantes del proceso de consolidación permitirá ofrecer un mejor servicio a menor coste y sobre todo facilitar la operativa desde el exterior.*

*Para solucionar esta situación, la Ley establece en su articulado las modificaciones legales para llevar a cabo un proceso de integración de los sistemas de compensación y liquidación existentes. Para ello, diseña un régimen jurídico flexible y abierto en el cual se creará la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Sociedad de Sistemas), mediante un proceso de fusión del SCLV y la CADE. En dicha Sociedad se podrán integrar otros sistemas ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, y podrá gestionar interconexiones y alianzas con los de otros países.*

*Otra novedad de la Ley es la previsión de la creación de una o varias Entidades de Contrapartida Central. El objeto de esta figura es eliminar el riesgo de contraparte en las operaciones, ya que se interpone entre el comprador y el vendedor, de modo que éstos siempre se benefician de la garantía del buen fin de la operación que concede esta Entidad”.*

La primera referencia en la propia Ley de Mercado de Valores al reglamento interno de la Sociedad de Sistemas<sup>82</sup> no aparecería hasta la introducción del art. 44 bis, tras esta reforma de la Ley 44/2002 al decir aquel art. 44 bis: *“La Sociedad de Sistemas se regirá por la presente Ley y su normativa de desarrollo, así como por un Reglamento cuya aprobación corresponderá al Ministro de Economía previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, del Banco de España .../... En particular, establecerá el régimen jurídico de aquellas entidades participantes que lleven cuentas individualizadas correspondientes a los valores de quienes no ostenten dicha condición”.* Esa reforma dejó

---

<sup>82</sup> Hasta entonces la referencia a un Reglamento interno del entonces SCLV no estaba en la LMV, sino que aparece en el RD 116/1992, en el art. 73.1.

subsistente toda la normativa de desarrollo del SCLV y CADE<sup>83</sup> en tanto no fuesen contradictorias con las nuevas normas.

Tras la reforma de 2.002, aunque el texto habla de atribución a la Sociedad de Sistemas de la llevanza del registro central, aún era posible que lo pudiese llevar la Bolsa de valores:

*“...cuando se trate de valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, la llevanza del registro contable corresponderá a la Sociedad de Sistemas, como registro central, y a las entidades participantes autorizadas para ello, o a aquélla en exclusiva, si así se establece, en su caso, reglamentariamente. No obstante, **tal llevanza corresponderá, en su caso, a la sociedad rectora de la Bolsa correspondiente** si así se determina, de conformidad con lo previsto en el apartado segundo del artículo 44 bis”.*

Las atribuciones de la Sociedad en aquel momento, de acuerdo con el art. 44 bis, eran:

*“a) Llevar, en los términos previstos en el capítulo II del Título I de la presente Ley, el registro contable correspondiente a valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios, cuando sus órganos rectores lo soliciten.*

*b) Gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las Bolsas de Valores, de las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y, en su caso, en otros mercados secundarios.*

---

<sup>83</sup> URÍA FERNÁNDEZ, Fco (coordinador) *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva* (citado), pág. 597.

c) *Prestar servicios técnicos y operativos directamente relacionados con los de registro, compensación y liquidación de valores, y cualesquiera otros requeridos para que la Sociedad de Sistemas colabore y coordine sus actuaciones con otros ámbitos y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y pueda participar en estos últimos.*

d) *Las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Banco de España”.*

En consonancia con el párrafo anterior transcrito de la Exposición de Motivos, el *art. 44 ter*, supuso toda una novedad, pues describía la posibilidad de que el Ministerio de Economía, a propuesta de la CNMV, y previo informe del Banco de España, pudiese autorizar que una, o varias entidades, de contrapartida central<sup>84</sup> realizasen funciones de interposición por cuenta propia respecto de los procesos de compensación y liquidación. Se refiere a los supuestos previstos en la Ley 41/1999, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores, como instrumento de garantía para evitar el riesgo sistémico y asegurar de este modo el cumplimiento de las operaciones<sup>85</sup>, tanto sobre valores, como sobre los demás instrumentos financieros objeto de negociación.

La creación de las Entidades de Contrapartida Central (ECC), suponía la separación de funciones: el registro contable y liquidación, por un lado, y la compensación por otro, asumiendo el riesgo de la contratación y compensación las ECC, y quedando la Sociedad de Sistemas encargada de la liquidación y registro.

Por último, en el *Capítulo II*, tenía modificaciones puntuales en el *art. 46*, de adecuación a la nueva Sociedad de sistemas, y se suprimía el *art. 54*, que regulaba al SCLV, pues, como ya se ha dicho, la nueva regulación se incorporó al *art. 44 bis*, dentro

---

<sup>84</sup>ALONSO ESPINOSA, Francisco José: *Intereses del inversor y derecho del Mercado de Valores*; Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont, Vol. 1, 1995, pág. 441, ya solicitaba, al tiempo de publicar este trabajo en 1993, la conveniencia de organizar sistemas que fomentasen la liquidez mediante “*la constitución de sociedades ad hoc conocidas como de contrapartida*”.

<sup>85</sup>Para MÍNGUEZ PRIETO, Rafael: *Reflexiones sobre el anteproyecto de Ley Financiera*, Diario Expansión, 18 y 20 de abril 2001, se trataba de atraer las “*operaciones efectuadas OTC que se las dota de eficacia frente a procedimientos de insolvencia*”.

del *Capítulo Primero, Disposiciones generales*, pudiendo abarcar la Sociedad de Sistemas funciones de todos los sistemas de registro, compensación y liquidación, y nacer con vocación de abarcar también a todos los mercados, tanto de valores, como de deuda pública y privada, y los de derivados.

Respecto al *Capítulo III, Del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones*, además de las referencias citadas del art. 31, modificó el *art. 55, apartado 2*, ampliando el mismo, al atribuir la posibilidad al Banco de España de llevar el servicio financiero de los valores anotados, previo concierto con los emisores y según se estableciese reglamentariamente. De este mismo artículo, se derogó el *apartado 3*, que era el que atribuía a la Central de Anotaciones la llevanza del registro contable, compensación y liquidación. También se modificó el *segundo párrafo del apartado 4*, en el sentido de eliminar de su texto las referencias a los *“procedimientos para asegurar la entrega de valores y su pago así como la exigencia de garantías a dichos fines”*. Se entendía que esta función correspondería a la sociedad o sociedades de contrapartida central, o a la propia Sociedad de Sistemas.

La reforma de 2.002 sentó las bases de la configuración actual de la Sociedad de Sistemas, y preveía la creación de una ECC que aún tardaría en llevarse cabo.

## *2.6. La Reforma de la Ley 11/2015 y el texto actual refundido de la Ley de Mercado de valores.*

La última reforma importante de la LMV se produce con *Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión*. En su *“Disposición transitoria séptima: Aplicación de la disposición final primera y del Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) nº 236/2012”*, y *“Disposición derogatoria. Disposición final primera. Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores”*,

modificó los artículos 5, 6 y 7 sobre las entidades encargadas del registro contable; el 7 bis, sobre el sistema de registro y tenencia de valores; el 12 bis sobre el traslado de valores y regla de la prorrata; el artículo 31 bis; añadió un nuevo artículo 36 bis, sobre la liquidación de operaciones; y un nuevo artículo 36 ter, que versaba sobre la liquidación de derechos u obligaciones de contenido económico asociados a los valores; también un nuevo artículo 36 quáter, sobre garantías orientadas a mitigar el riesgo de liquidación. Se modificó el artículo 44 bis y el 44 ter, que se referían a los depositarios centrales de valores y entidades de contrapartida central; añadió un 44 septies, sobre sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables, que con la adición del artículo 44 octies, quedó la siguiente redacción: «*Artículo 44 octies. Seguimiento y control del correcto funcionamiento de los sistemas de negociación, compensación, liquidación y registro de valores*», que se hacía necesario tras terminar con las referencias de registro, aunque realmente se trata de una imposición del Reglamento europeo; suprimió el art. 54 y modificó el artículo 57, que se refería al registro de los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Pero no terminó ahí, también modificó los artículos 60, 70, 84, 95, 98, 99, 100<sup>86</sup>. 102, 103, 105, 106, 107, modificó el artículo 125, sobre los acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación. Y también modificó la duplicada Disposición Adicional decimoséptima: “*Se modifica la disposición adicional decimoséptima introducida por la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, que queda redactada como sigue: «Disposición adicional decimoséptima. La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores y las sociedades propietarias de entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores y mercados secundarios oficiales españoles*”. Tuvo el mérito de reconocer y suprimir la duplicidad que se había producido en esa Disposición adicional, pues establece que se “*Se suprime la disposición adicional decimoséptima **duplicada** introducida por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de*

---

<sup>86</sup> Al que ya no le quedaban letras para añadir sub apartados, porque llegaba a la “z duodecies” y era indicativo de la necesidad de refundir y aclarar el texto legal.

*Medidas de Reforma del Sistema Financiero*”, que aliviaba mínimamente el caos en el que se estaba convirtiendo la LMV, aunque no terminó ahí la reforma, pues añadió una disposición adicional vigésima segunda con el siguiente tenor literal: *“Disposición adicional vigésima segunda. Buen funcionamiento de los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores”*.

Esa Ley modificó sustancialmente el régimen de responsabilidad de la Sociedad de Sistemas instaurado en la LMV inicial de 1988, al cambiar el régimen de responsabilidad, aunque inicialmente no estaba previsto<sup>87</sup>, fue en la enmienda nº 73 firmada por el Grupo Popular se introdujo la modificación del art. 7 LMV con el texto que llegaría al final<sup>88</sup> y que supuso un cambio significativo en el régimen de responsabilidad

---

<sup>87</sup> En el texto que se llevó al Congreso como Proyecto de Ley (BOCG. Congreso de los Diputados Núm. A-136-1 de 13/03/2015 Pág.: 1), no se contemplaba dicha modificación pues la modificación propuesta sobre la LMV se hallaba en la *Disposición final primera, que era del siguiente tenor:*

*Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, queda modificada como sigue:*

*Uno. Se añade un nuevo apartado 7 al artículo 60 con la siguiente redacción:*

*«7. Lo previsto en este artículo no resultará de aplicación en caso de utilización de los instrumentos, competencias y mecanismos de resolución establecidos en la Ley XX/2015, de X de X, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.»*

*Dos. El apartado 3 bis del artículo 98 queda redactado como sigue: «3 bis. E n la publicación de las sanciones, tanto en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como en el «Boletín Oficial del Estado», se incluirá información sobre el tipo y a naturaleza de la infracción y la identidad de la persona física o jurídica sobre la que recaiga la sanción.*

*La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar que las sanciones impuestas por aplicación de los tipos aplicables a las empresas de servicios de inversión contenidos en los apartados d), e), e) bis, e) ter, e) quáter, e) quinquies, e) sexies, k), l), l) bis), m), q), u), w), z), z) septies, z) octies y z) nonies del artículo 99, los apartados c), c) bis, g), g) bis, k), n), ñ), p), t) y z) septies del artículo 100 y los apartados 3 a 7 del artículo 107 quáter, así como las impuestas en virtud de lo dispuesto en la Ley XX/2015, de XX de XX, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, se publiquen manteniendo confidencial la identidad de los sujetos sancionados cuando, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, concurra alguno de los supuestos siguientes:*

*a) Cuando la sanción se imponga a una persona física y, tras una evaluación previa, la publicación de los datos personales se considere desproporcionada.*

*b) Cuando la publicación pueda poner en peligro la estabilidad de los mercados financieros o una investigación penal en curso.*

*c) Cuando la publicación pudiera causar un daño desproporcionado a las entidades o personas físicas implicadas, en la medida en que se pueda determinar el daño.*

*Esa redacción inicial no tocaba el art. 7 de la LMV.*

<sup>88</sup> BOCG. Congreso de los Diputados Núm. A-136-2 de 28/04/2015 Pág.: 1. Enmiendas e índice de enmiendas al articulado: Entre otros textos de la enmienda aparece la siguiente redacción: *4. Las entidades a las que se refiere este artículo responderán frente a quienes resulten perjudicados, por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos*

de la Sociedad de Sistemas y de las entidades adheridas por la llevanza del registro contable y del resto de obligaciones que asumen. Pese a que en la enmienda en la que se introdujo el cambio del sistema de responsabilidad se modificaban muchos preceptos, al igual que en la siguiente enmienda, la 74, también del grupo Popular, la justificación de cada una de ellas era escueta y no hacía referencia concreta a esas modificaciones y del régimen de responsabilidad que modificó no hacía mención, ni daba ninguna explicación de dicho cambio.

Dadas las fechas de la tramitación y aprobación de la citada reforma, es imaginable pensar que se aprovechó para incorporar, vía las enmiendas citadas, algunas de las reformas que se contemplaban en el *“Anteproyecto de Ley xx/2015, de XX de XX, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de compensación, liquidación y registro de valores”*, publicado por el Ministerio de Economía y Competitividad con fecha 2 de diciembre de 2014.

En aquel Anteproyecto figuraba la modificación de distintos artículos que se introducirían en la enmienda que reformó varios de ellos en la *Ley 11/2015, de 18 de junio*, sin embargo, en la modificación que se proponía del art. 7 bis, apartado 5 de la entonces Ley vigente, se mantenía el sistema inicial reinante sobre la responsabilidad<sup>89</sup>, no se tocaba la responsabilidad.

Aún deben reflejarse unas reformas más, la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, que en su Disposición final segunda. *“Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores”* añade un apartado b) al artículo 100 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el *Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho*

Cont. \_\_\_\_\_

*en las mismas y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales. El resarcimiento de los daños causados, en la medida de lo posible, habrá de hacerse efectivo en especie.”*

<sup>89</sup> En el anteproyecto, en la modificación del art. 7 bis se reproducía el siguiente texto: *“5. La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros, darán lugar a la responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado, frente a quienes resulten perjudicados. Dicha responsabilidad, en la medida de lo posible, habrá de hacerse efectiva en especie”.*

*español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.* En dicho Real Decreto se incorporan al ordenamiento interno la Directiva MIFID II, que afecta y regula esencialmente al mercado de derivados, y realiza cambios en varios artículos del TR de la Ley del Mercado de Valores.

Aunque no se trate de una ley, por su importancia para el tema conviene mencionar al *Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial*, que sustituyó al RD 116/92, parcialmente en vigor hasta su entrada definitiva que se produjo el 3 de febrero de 2016, y que, como su enunciado indica, afectó al tema que se está tratando. En lo esencial mantiene en gran parte la misma regulación del Real Decreto al que sustituye, introduciendo las adaptaciones necesarias para adecuarse al *Reglamento UE 909/2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los Depositarios centrales de valores.*

Añádase que éstas son las reformas producidas, las que han tenido vigencia, pues en 2.013 se anunció una reforma y refundición, era la prevista en Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, Serie A, Núm. 67-1, 4 de octubre de 2013, Pág. 2, donde se publicó el “*Proyecto de Ley por la que se delega en el Gobierno la potestad de dictar diversos textos refundidos, en virtud de lo establecido en el artículo 82 y siguientes de la Constitución Española*”, que preveía la refundición de los textos legales que afectaban al Mercado de Valores, tal como disponía el artículo único<sup>90</sup>. Dicha

---

<sup>90</sup> Artículo único.

*Autorización para la refundición de textos legales.*

*Se autoriza al Gobierno para aprobar, en el plazo de dieciocho meses a partir de la entrada en vigor de esta Ley, sendos textos refundidos en los que se integren, debidamente regularizados, aclarados y armonizados, las leyes y demás normas que se enumeran a continuación, así como las normas con rango de ley que las hayan modificado:*

*a) Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Asimismo, se incluirán en el texto refundido a que se refiere esta letra, las disposiciones legales relativas a los mercados de valores, debidamente regularizadas, aclaradas y sistematizadas, que a continuación se indican:*

refundición vería la luz como *“Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*, publicado en el BOE de 24 de octubre de 2015, siendo el texto vigente.

El *Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores*, incorporaría parcialmente la *Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE* (conocida como MIFID II), que regula aspectos relacionados esencialmente con los productos derivados en un texto independiente de la Ley del Mercado de Valores, derogando algunos artículos de la Ley del Mercado de Valores. Sin embargo, quedaron en el aire otras cuestiones que debían incorporarse de acuerdo con la citada Directiva MIFID II, por lo que sería completada por el *Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre*, que, como señala en el inicio de la Exposición de Motivos: *“Este real decreto-ley tiene como finalidad completar la transposición en normas de rango legal de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros...”*. Supuso la modificación de diversos preceptos, esta vez sí, de la Ley del

Cont. \_\_\_\_\_

*Las disposiciones adicionales tercera y decimocuarta y las disposiciones transitorias primera, segunda, quinta y sexta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.*

*La disposición adicional tercera de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.*

*Las disposiciones adicionales primera, segunda, tercera y cuarta y las disposiciones transitorias primera, segunda y sexta de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.*

*La disposición adicional tercera de la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.*

*La disposición adicional de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.*

*Las disposiciones finales primera, segunda y cuarta de la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.*

*La disposición adicional décima tercera de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito.*

Mercado de Valores, manteniendo dentro del texto legal dedicado al mercado de valores los preceptos que se incorporaban, aunque no ha alterado la numeración del Texto refundido, pese a la derogación de algunos de sus artículos, procediendo a duplicar algunos de ellos.

### **3. Configuración actual de la Sociedad de Sistemas**

En el actual Texto Refundido de la LMV de 23 de octubre de 2015, la Sociedad de Sistemas, además de estar regulada en la *Disposición adicional sexta*, también está sujeta a las normas que regulan los Depositarios Centrales de Valores en diversos preceptos, como el art. 8, sobre entidades encargadas del registro contable en general, que debe ser un DCV si se trata de valores negociados; art.62 TRLMV, sobre el registro de valores de deuda pública que atribuye la función a la Sociedad de Sistemas expresamente<sup>91</sup> y no a cualquier otro DCV; y más concretamente el *Capítulo VI*, arts. 93 y ss. sobre la actividad de compensación, liquidación y registro, estableciendo en los arts. 97 a 102 el régimen jurídico de los DCV, además de otros preceptos aplicables sobre cuestiones concretas, como la elección del DCV, o los sistemas de información aplicables a los DCV y a las EC.

---

<sup>91</sup> Artículo 62. Registro de los valores.

1. El registro de los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones corresponderá a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores a la que se refiere la disposición adicional sexta, en adelante, la Sociedad de Sistemas, y a sus entidades participantes autorizadas para ello en virtud de su condición de entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública.

2. Podrán ser titulares de cuenta a nombre propio en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y mantener cuenta como entidades participantes en nombre propio en el sistema de registro de la Sociedad de Sistemas, además del Banco de España, los sistemas y organismos compensadores y liquidadores de los mercados secundarios oficiales y los sistemas de compensación interbancaria al objeto de gestionar el sistema de garantías, así como quienes cumplan los requisitos que al efecto se establezcan en el reglamento del mercado.

Añádase a ello la regulación comunitaria existente del Reglamento UE 909/2014, que contiene previsiones no contempladas en la LMV hasta la reforma de la Ley 11/2015, de 18 de junio, como por ejemplo la necesidad de contar con un Comité de Usuarios, por lo que ha de tomarse en consideración a la hora de configurar el régimen jurídico de la Sociedad de Sistemas.

Pero, propiamente la Sociedad de Sistemas se haya habilitada como DCV en el texto actual de la LMV por la *Disposición adicional sexta*<sup>92</sup>. *La Sociedad de Gestión de los*

---

<sup>92</sup> Disposición adicional sexta Texto refundido de la LMV vigente. *La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores y las sociedades propietarias de entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores y mercados secundarios oficiales españoles.* 1. *La «Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores», en adelante, la Sociedad de Sistemas, actuará como depositario central de valores de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 97 a 102 de esta ley y desempeñará aquellas otras funciones que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

*La Sociedad de Sistemas asume las funciones del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y del Banco de España, en cuanto que gestores de los sistemas de registro, compensación y liquidación de los valores negociados en los mercados que tienen encomendados. La Sociedad de Sistemas se crea mediante la transformación de la sociedad «Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.» constituida con la participación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y el Banco de España.*

*La asunción efectiva por parte de la Sociedad de Sistemas de sus funciones se efectúa tras la modificación del objeto y denominación social de la sociedad «Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.» y de la modificación societaria consistente en la distribución del capital social de la Sociedad de Sistemas entre los accionistas del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores y del Banco de España, con las ampliaciones o reducciones de capital necesarias. Las aportaciones no dinerarias que reciba la Sociedad de Sistemas serán objeto de valoración por un experto designado al efecto de común acuerdo por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y el Banco de España, que surtirá los efectos previstos en el capítulo II del título III del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.*

*No es de aplicación a las anteriores operaciones societarias lo dispuesto en los artículos 304, 334 y 343 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.*

*El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración, Directores Generales y asimilados de la Sociedad de Sistemas estará sujeto a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

*En tanto la Sociedad de Sistemas no establezca otras disposiciones y decisiones en el ejercicio de las funciones de dirección, administración y ordenación que le atribuye esta ley, continúan en vigor las disposiciones y decisiones que en la fecha de asunción efectiva de sus funciones por la Sociedad de Sistemas rijan los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores gestionados hasta entonces por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y por el Banco de España.*

*La Sociedad de Sistemas y el Banco de España mantendrán la debida coordinación a fin de sustituir la normativa vigente por las reglas de la Sociedad de Sistemas que se aprueben en el futuro.*

*Los actos y documentos legalmente necesarios para las operaciones societarias a que se refiere este artículo están exentos de tributos y exacciones de todas clases. Asimismo, dichos actos y documentos no devengarán derechos arancelarios, notariales ni registrales.*

*2. Sin perjuicio de las competencias que corresponden a las Comunidades Autónomas respecto de los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores y de los mercados secundarios, el Gobierno podrá*

*Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores y las sociedades propietarias de entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores y mercados secundarios oficiales españoles.*

Esta Disposición Adicional recoge esencialmente la redacción que se dio en la *Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, que fue la creadora de la Sociedad de Sistemas y que trataba de unificar en esta sociedad los diferentes sistemas existentes, no sólo el SCLV y la Central de Anotaciones ya integrados,

Cont. \_\_\_\_\_

*autorizar, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, oídas las Comunidades Autónomas con competencia en la materia y a propuesta del Ministro de Economía y Competitividad, que una o varias entidades adquieran, directa o indirectamente, la totalidad del capital o una participación que atribuya al o a los adquirentes el control, directo o indirecto, de todas o algunas de las sociedades que administren entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores y mercados secundarios oficiales españoles y que, a partir de tal adquisición, corresponda a esa o esas entidades la titularidad del citado capital.*

*Tendrá la consideración de participación de control aquella que, de conformidad con el capítulo IX del título IV de esta ley y sus normas de desarrollo, obligaría a formular una oferta pública de adquisición sobre la totalidad del capital de la correspondiente sociedad.*

*3. Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizar los estatutos por los que se rijan esas entidades adquirentes y sus modificaciones, con las excepciones que se establezcan reglamentariamente, así como autorizar el nombramiento de los miembros de su consejo de administración y de sus directores generales, los cuales habrán de reunir los requisitos del artículo 152.1.f). Si las entidades adquirentes no tuvieran su domicilio social en España y sus estatutos y modificaciones y los requisitos de los miembros del consejo de administración y directores generales hubieran sido verificados por la autoridad competente de otro Estado miembro de la Unión Europea o por la autoridad supervisora de un Estado no miembro de la Unión Europea cuyo régimen de organización y funcionamiento sea similar al de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, corresponderá a esta última comprobar tales verificaciones.*

*4. El Gobierno, mediante real decreto, determinará el régimen aplicable a las ofertas de adquisición de las acciones representativas del capital de las referidas entidades, el régimen de publicidad a que han de someterse sus participaciones accionariales, el régimen al que deben sujetarse las citadas entidades para recoger en sus estatutos sociales cualquier limitación o especialidad a los derechos derivados de sus acciones y cualquier otro aspecto que sea necesario para la aplicación de esta disposición y para garantizar la adecuada supervisión de dichas entidades.*

*5. Será necesaria autorización del Gobierno para que la entidad o, en su caso, entidades que posean, directa o indirectamente, la totalidad del capital o una participación de control de todas o, en su caso, algunas de las sociedades a que se refiere el párrafo primero del apartado segundo puedan llevar a cabo cualquier acto dispositivo por el que dejen de ser titulares, directa o indirectamente, de la totalidad del capital social que ostenten en cada una de las citadas sociedades o por el que pierdan el control, directo o indirecto, de estas últimas. Dicha autorización se otorgará oídas las Comunidades Autónomas con competencia en la materia, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a propuesta del Ministro de Economía y Competitividad.*

*6. No se aplicará el régimen de participaciones significativas previsto en los artículos 48.1 y 99 a las transmisiones sujetas a las autorizaciones administrativas previstas en esta disposición.*

*7. La supervisión de las citadas entidades corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

sino también los mercados de derivados, con la clara aspiración de constituirse como único depositario central de valores, pero con las modificaciones de la Ley 11/2015. Todo ello sin perjuicio del deber de cumplir con las exigencias legales del TRLMV y del Reglamento UE 909/2014, respecto de los DCV.

Inicialmente, las opciones de configuración de esas funciones pudieron ser diversas, así podía haberse optado por separar las funciones de registro de las de contrapartida central, como finalmente ocurrió tras la reforma de la LMV por la Ley 32/2011, o simplemente crear el servicio, o los servicios, indiferenciadamente dentro del propio mercado, como sucedió con la Central de Anotaciones del Banco de España, que era un órgano sin personalidad jurídica dentro del propio Banco. Sin embargo, en la LMV, en el anterior artículo 54, se optó por la creación de un servicio, que englobase esas funciones esenciales y otras complementarias, bajo la forma de sociedad anónima, con lo que se le dotaba de personalidad jurídica, asumiendo las funciones reseñadas de compensación y liquidación de valores y efectivo en exclusiva, y las funciones de registro de las Bolsas de Valores, facilitando la adaptación al Reglamento europeo que exige la forma de persona jurídica, igual que la reforma de la Ley 32/2011, sobre la creación de una Entidad de Contrapartida Central, según la modificación del art. 44 ter. 2 LMV en aquel momento, con las funciones *“de recepción y aceptación de las órdenes de transferencia de valores y de dinero, haciendo la compensación de las mismas, dando firmeza a dichas operaciones y comunicando los resultados a un sistema de liquidación, para que culmine las operaciones de ejecución correspondientes”*.

Separadas pues las funciones de compensación que corresponden a las ECC, de las de liquidación y registro asumidas por los DCV, y a la vista de la legislación europea y la LMV, concretamente el art. 97 TRLMV: *Régimen jurídico y autorización de los depositarios centrales de valores*<sup>93</sup>, y al desarrollo reglamentario del RD 878/2015 sobre los DCV, procede examinar la configuración de la Sociedad de Sistemas.

---

<sup>93</sup> Artículo 97. *Régimen jurídico y autorización de los depositarios centrales de valores.*  
1. Los depositarios centrales de valores se regirán por las siguientes disposiciones:

### 3.1. *La Sociedad de Sistemas como sociedad especial y especializada.*

#### 3.1.1. *Estatutos sociales.*

El art. 16 del *Reglamento UE 909/2014*, no impone una concreta forma jurídica, sólo establece que necesariamente los DCV han de ser personas jurídicas<sup>94</sup>. Es el art. 98 de la LMV, el que establece que “*los depositarios centrales de valores que se constituyan en España revestirán la forma de sociedad anónima*”, por lo que se cumple la condición de ser persona jurídica.

Por su estructura y funciones podemos considerar a la Sociedad de Sistemas, como anteriormente al SCLV, como una entidad jurídica esencial de actuación en las Bolsas, creada por exigencia legal<sup>95</sup>, constituida bajo la forma de sociedad anónima y, por tanto, dotada de personalidad jurídica propia, aunque sujeta en su actuación a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España.

Cont. \_\_\_\_\_

a) *Por el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) nº 236/2012 y sus correspondientes normas de desarrollo y aplicación.*

b) *Por esta ley y sus correspondientes normas de desarrollo.*

c) *Con carácter supletorio, por el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.*

d) *Por cualesquiera otras disposiciones del ordenamiento interno o del Derecho de la Unión Europea que les resulten aplicables.*

2. *La autorización como depositario central de valores, su revocación y su funcionamiento cuando dicha entidad esté establecida en España, se regirán por lo dispuesto en el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014, por las disposiciones de esta ley y por cualquier otra normativa española o europea que le resulte de aplicación.*

3. *La Comisión Nacional del Mercado de Valores será la autoridad competente responsable de la autorización, supervisión y sanción de los depositarios centrales de valores de conformidad con el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014.*

<sup>94</sup> *Artículo 16. Autorización de los DCV. 1. Toda persona jurídica que se ajuste a la definición de DCV deberá obtener la autorización de la autoridad competente del Estado miembro en que esté establecida, antes de iniciar sus actividades.*

<sup>95</sup> Exigencia legal porque la creación del “SCLV, SA”, y hoy la Sociedad de Sistemas, se hizo por ministerio de la LMV en el antiguo artículo 54 que no dejaba lugar a dudas, como no las dejaba el art. 44 bis, aunque hoy el art. 98 LMV admita la existencia de otros DCV y por ello la mención concreta a la Sociedad de Sistemas aparezca en la Disposición Adicional 6 de la LMV. Así se pronuncia también NIETO CAROL, Ubaldo: *Las Bolsas de Valores*. En RDBB, n1 75, julio-septiembre 1999, pág.86.

Autores, como GONZÁLEZ CASTILLA<sup>96</sup>, afirmaban que el SCLV era una *institución del mercado*, que hoy puede acogerse y predicarse igualmente de la Sociedad de Sistemas, y el anterior autor coincide con TAPIA HERMIDA, NIETO CAROL, GARCÍA-PITA y SALVADOR ARMENDÁRIZ<sup>97</sup> en que se trata de una “*sociedad anónima especial*” por su estructura y por sus funciones, como un puente entre dos orillas: la regulación y control públicos de un lado y la organización y provecho a fines privados del otro.

La cuestión ha de admitirse por tratarse de una sociedad con funciones delimitadas legalmente en el primitivo artículo 54 de la LMV, hoy 98 y ss. del TRLMV, y, aunque tratándose de preceptos marco, contienen los suficientes elementos para considerar a la Sociedad de Sistemas como sociedad especial fuertemente reglada<sup>98</sup>, pues tiene funciones, y estructura, claramente ordenados legalmente.

---

<sup>96</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), pág. 311.

<sup>97</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado). Pág. 313, aunque referido al SCLV, destacaba diversos aspectos, como la limitación a la entrada de socios, y las funciones, para conferirle dicho carácter, y en otro trabajo *El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus funciones normativas*. RDBB, nº 75, julio-septiembre 1999, pág. 42, mantenía la misma posición, entendiendo que lo era por su estructura y funciones. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: *Derecho del Mercado de Valores* (citado), pág. 220. También, NIETO CAROL, Ubaldo: *Las Bolsas de Valores*, (citado), pág. 87, para quien se trataba de sociedad anónima especial y entidad, por lo que ese doble carácter “*ha exigido a la hora de su regulación, como en el caso de las Sociedades Rectoras y de la Sociedad de Bolsas un delicado equilibrio entre el respeto al régimen mercantil común de las sociedades anónimas y las necesidades especiales derivadas de los fines institucionales propios del SCLV*”. También GARCÍA PITA Y LASTRES, José Luis: *Configuración jurídica de la Bolsa de Valores y de la Cotización Oficial*, (citado), pág. 1487, y, si bien este autor señalaba las características de las Sociedades Rectoras de las Bolsas, no cabe duda de que pueden predicarse asimismo de la Sociedad de Sistemas. GALÁN LÓPEZ, Carmen: *Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. La Sociedad de Bolsas. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores* (citado), pág. 541. SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 1029.

<sup>98</sup> GARCÍA PITA Y LASTRES, José Luis: *Configuración jurídica de la Bolsa de Valores y de la Cotización Oficial*, (citado), pág. 1487. Si anteriormente nos referíamos a esta autor para señalar simplemente la condición de sociedad anónima especial, ahora se traen los criterios para ello, diferenciando los aspectos que la configuran como una verdadera sociedad anónima, de aquéllos que “*derogan o alteran los rasgos esenciales del Tipo anónima*”, entre los que se hallan: la autorización previa de los estatutos, la inspiración en los fines del mercado, objeto social predeterminado y limitado, estructura orgánica delimitada, *Restricción legal*”, que no estatutaria, al acceso a la condición de socios, sujetos a aprobación administrativa, etc. y régimen de funcionamiento predispuesto por vía reglamentaria, cabe añadir.

La creación de la Sociedad de Sistemas, por obligación de aquel artículo 44 bis de la reforma de 2002, impuso específicas características que perduran, basta con ver su régimen de constitución y modificaciones, objeto social, etc., siguiendo los requisitos de aquel artículo de la LMV, hoy contempladas en el art. 97 y siguientes que regulan a los DCV, la Disposición Adicional 6ª del TRLMV, y el RD 887/2015, arts. 57 y siguientes<sup>99</sup>. La Sociedad de Sistemas se registrará, además de por las legislaciones nacional y europea vistas, por las “*disposiciones del ordenamiento interno o del Derecho de la Unión Europea que les resulten aplicables*” (art. 97.1.d LMV), también por el Reglamento de la Sociedad de Sistemas (al que se refiere el art. 101 LMV), aprobado por el Consejo de CNMV en su sesión del 22 de diciembre de 2015<sup>100</sup>, que, al igual que los estatutos sociales y sus modificaciones, siempre requieren la aprobación previa de la CNMV<sup>101</sup>. Los estatutos sociales están sujetos a la aprobación de la CNMV, Incluso en el caso de que alguna o varias entidades adquieran el capital de la Sociedad de Sistemas, según la Disp. Ad. 6ª.3 TRLMV<sup>102</sup>:

---

<sup>99</sup> Hasta la reforma efectuada por la Disposición final 1.A).10 de la Ley 11/2015, de 18 de junio, se mantuvo la referencia expresa a la Sociedad de Sistemas en el anterior art. 44 bis, pasando desde entonces a aludir a los DCV en general.

<sup>100</sup> El nuevo Reglamento de la Sociedad de Sistemas (en vigor el 27 de abril de 2016), en su art. 2.3. Establece: “*Además de las citadas disposiciones generales y normas de desarrollo, resultará de aplicación a la Sociedad de Sistemas el presente Reglamento, que, al amparo y en cumplimiento de lo previsto en el artículo 101 de la Ley del Mercado de Valores, tiene el carácter de norma de ordenación y disciplina del mercado de valores*”. Los antecedentes fueron el *Reglamento de Organización y Funcionamiento* cuyo origen fue a su vez un reglamento interno del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, aprobado por su Junta General el 28 de abril de 1992, posteriormente modificado y transformado en el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, mediante Orden ECO/689/2003, de 27 de marzo, que dejó subsistente la reglamentación anterior, con las necesarias remisiones, en aras de la coherencia, a la LMV, tal cual quedó tras la reforma de la Ley 44/2002. la Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo y la Orden ECC/680/2013, de 8 de abril.

<sup>101</sup>. En la anterior redacción del art. 44 bis.4 de la LMV señalaba que el Reglamento también “*establecerá el régimen jurídico de las entidades participantes en los sistemas gestionados por dicha sociedad*”

<sup>102</sup> Disp. Ad. 6ª.3 TRLMV: “*Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizar los estatutos por los que se rijan esas entidades adquirentes y sus modificaciones, con las excepciones que se establezcan reglamentariamente, así como autorizar el nombramiento de los miembros de su consejo de administración y de sus directores generales, los cuales habrán de reunir los requisitos del artículo 152.1.f). Si las entidades adquirentes no tuvieran su domicilio social en España y sus estatutos y modificaciones y los requisitos de los miembros del consejo de administración y directores generales hubieran sido verificados por la autoridad competente de otro Estado miembro de la Unión Europea o por la autoridad supervisora de un*

El RD 878/2015, art. 57.1, aclara que “*las modificaciones derivadas del cumplimiento de normas legales o reglamentarias, de resoluciones judiciales o administrativas, o las modificaciones de escasa relevancia*” no requerirán aprobación si con anterioridad se hubiese elevado consulta a la CNMV sobre la necesidad de autorización y no lo hubiese considerado necesario, pero deben ser comunicadas en cualquier caso en el plazo de dos días desde la adopción del acuerdo. Y, con carácter general, en el apartado 2, establece que “*Los estatutos sociales de las entidades de contrapartida central y de los depositarios centrales de valores regularán su funcionamiento evitando la inclusión de normas ambiguas o insuficientemente desarrolladas.../...*”

Pero el art. 57.2 del RD 878/2015, va más lejos, aunque se trate de una redundancia al ser ya plenamente exigible, pues impone a continuación de lo anterior, que: “*establecerán, en todo caso:*

*a) Las disposiciones necesarias para asegurar el cumplimiento de su normativa específica, recogida en el artículo 2.*

*b) Los extremos necesarios para garantizar la adecuada realización de su objeto social<sup>103</sup>.*

*c) La composición de los órganos colegiados de la sociedad.*

*d) El régimen de adopción de acuerdos de los órganos colegiados de la sociedad, especificando los acuerdos que precisarán alcanzar mayorías cualificadas para su adopción.*

Cont. \_\_\_\_\_

*Estado no miembro de la Unión Europea cuyo régimen de organización y funcionamiento sea similar al de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, corresponderá a esta última comprobar tales verificaciones”.*

<sup>103</sup> En el anterior desarrollo reglamentario, el artículo 67.4 del RD 116/92, establecía que los estatutos “*deberán inspirarse en los fines del mercado y en el interés común de los socios y deberán especificar: a) los acuerdos de sus órganos colegiados que precisarán para su adopción mayorías cualificadas. b) Las eventuales limitaciones de la titularidad o ejercicio de los derechos sociales, especialmente, los de voto que, de acuerdo con la legislación mercantil aplicable se establezcan con evitación de excesivas concentraciones de poder social*”

### 3.1.1. Consejo de Administración, Directores generales y Socios.

Dada la función a realizar por los DCV, el *Reglamento UE 909/2014* habla expresamente de *Alta dirección, órgano de dirección y accionistas*, en el art. 27. Pero es prudente ver la Exposición de Motivos, *Considerandos 35 y 36*, en los cuales se refiere a esos “altos directivos”, “miembros del órgano de dirección”, los “accionistas” y los “participantes”, que deben ser personas idóneas para gestionar un DCV<sup>104</sup>. Para interpretar la dicción del art. 27 del Reglamento, debe verse el Considerando 36 que expresamente se refiere a las “estructuras de gobierno corporativo<sup>105</sup>” que varían según los Estados miembros, y por tanto deben considerarse plenamente afectadas y concernidas las contempladas en la LMV.

Pero fundamentalmente aclara los conceptos el art. 2.1 apartado 45) *Reglamento UE 909/2014*, al considerar:

*«órgano de dirección»: el órgano u órganos de un DCV, constituido de conformidad con el Derecho nacional, que está facultado para fijar la estrategia, los objetivos y la orientación general del DCV, y que se ocupa de la vigilancia y control del proceso de toma de decisiones de la dirección. Deberá incluir a personas que dirijan de hecho la actividad del DCV.*

---

<sup>104</sup> Reglamento UE 909/2014, Considerando 35: *Teniendo en cuenta la complejidad y el carácter sistémico de los DCV y de los servicios que prestan, resulta oportuno garantizar, mediante normas de gobernanza transparentes, que los altos directivos, los miembros del órgano de dirección, los accionistas y los participantes que se hallen en condiciones de ejercer sobre el funcionamiento del DCV un control, tal como se define por referencia a la Directiva 2013/34/UE, sean personas idóneas para velar por una gestión adecuada y prudente del DCV.*

<sup>105</sup> Reglamento UE 909/2014, Considerando 36: *Las estructuras de gobierno corporativo varían según los Estados miembros, aunque, en la mayoría de los casos, se trata de estructuras monistas o duales o de una combinación de ambas. Las definiciones empleadas en el presente Reglamento deben englobar todas las estructuras existentes, sin abogar por ninguna en concreto. Son puramente funcionales, con miras a establecer normas destinadas a obtener un resultado concreto, independientemente del Derecho de sociedades nacional que se aplique a una entidad en cada Estado miembro. Por tanto, las definiciones no deben interferir en la asignación general de competencias prevista en el Derecho de sociedades nacional.*

*Si el órgano de dirección comprende, de conformidad con la legislación nacional, diferentes órganos con funciones específicas, los requisitos del presente Reglamento solo se aplicarán a aquellos miembros del órgano de dirección a los que la legislación nacional aplicable atribuya la responsabilidad correspondiente”;*

Y 2.1 Apartado 46):

*«Alta dirección»: las personas físicas que ejercen funciones ejecutivas en el DCV y que son responsables de la gestión diaria del DCV y deben rendir cuentas de ello ante el órgano de dirección.*

Además de lo contemplado en el párrafo transcrito, la Disp. Ad. 6ª del TRLMV, y el art. 58.1 y 2, del RD 787/2015, concretan que: “1. Las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores contarán con un consejo de administración, compuesto por al menos cinco miembros. 2. Las entidades a las que se refiere el apartado anterior contarán y<sup>106</sup> con, al menos, un director general”.

Deben reunir los requisitos de honorabilidad y experiencia exigidos en la LMV para los miembros del Consejo de Administración de las Empresas de Servicios de Inversión<sup>107</sup>, trasladables en su integridad a los miembros del Consejo de Administración y alta dirección de los DCV, más los previstos el art. 27 del Reglamento

---

<sup>106</sup> Literal.

<sup>107</sup> El texto del RD 878/2015, cita expresamente los arts. 67.2 f) y 4 de la Ley 24/1988, que se corresponden con los actuales 152.1.f) *Los presidentes, vicepresidentes, consejeros o administradores, directores generales y asimilados a estos últimos, deben poseer reconocida honorabilidad, conocimiento y experiencia para el adecuado ejercicio de sus funciones y estar en disposición de ejercer un buen gobierno de la empresa de servicios de inversión. En el caso de entidades dominantes de empresas de servicios de inversión, el requisito de honorabilidad también deberá concurrir en los presidentes, vicepresidentes, consejeros o administradores, directores generales y asimilados a estos últimos y la mayoría de los miembros del consejo de administración deberán poseer conocimiento y experiencia para el adecuado ejercicio de sus funciones. Asimismo, los requisitos de honorabilidad, conocimiento y experiencia deberán concurrir en los responsables de las funciones de control interno y otros puestos clave para el desarrollo diario de la actividad de una empresa de servicios de inversión y de su entidad dominante, conforme establezca la Comisión Nacional del Mercado de Valores; y 155. b.1º y e) del Texto refundido de la LMV. En concreto, el actual arts. 155.e) LMV, establece como requisito para denegar la autorización: e) La falta de honorabilidad, conocimiento y experiencia, y capacidad para ejercer un buen gobierno de la empresa por parte de los miembros del consejo de administración y de las personas que se encarguen de la dirección efectiva de la sociedad financiera mixta de cartera, cuando la empresa de servicios de inversión vaya a ser dependiente de aquella como integrante de un conglomerado financiero.*

UE 909/2014, en particular a sus apartados 1, y 4 a 6<sup>108</sup>, con las características de estar *“integrado por personas idóneas que posean la honorabilidad suficiente y una adecuada combinación de competencias, experiencia y conocimientos de la entidad y del mercado”*.

Una de las exigencias que impone directamente este *Reglamento UE 909/2014* es la de contar, como mínimo, con un tercio de miembros independientes, que no puede ser inferior a dos (art. 27.2), y *“los miembros no ejecutivos del órgano de dirección establecerán un objetivo de representación para el sexo menos representado en el órgano de dirección, y elaborarán orientaciones sobre cómo aumentar el número de personas del sexo menos representado con miras a alcanzar dicho objetivo. Dicho objetivo”* (art. 27.4). Este objetivo, que busca la representación paritaria por sexos, no tiene su reflejo en la LMV, ni en el RD 878/2015, pero es de obligado cumplimiento directamente por los DCV.

Los requerimientos de idoneidad y honorabilidad no se predicán sólo de los miembros del Consejo de Administración y Directores generales pues en el Reglamento 909/2014, se exige también que *“los accionistas y personas del DCV que se hallen en condiciones de ejercer, directa o indirectamente, un control sobre la gestión de este último, deberán ser idóneos para asegurar la gestión adecuada y prudente del DCV”* (art. 27.6). Además en los apartados siguientes también pide la notificación de *información relativa a su accionariado y, en especial, la identidad y gama de intereses de toda parte que pueda*

---

<sup>108</sup> Reglamento UE 909/2014: *Artículo 27. Alta dirección, órgano de dirección y accionistas: 1. La alta dirección de un DCV deberá gozar de la honorabilidad y la experiencia suficientes para asegurar la gestión adecuada y prudente del DCV.../... 4. El órgano de dirección estará integrado por personas idóneas que posean la honorabilidad suficiente y una adecuada combinación de competencias, experiencia y conocimientos de la entidad y del mercado. Los miembros no ejecutivos del órgano de dirección establecerán un objetivo de representación para el sexo menos representado en el órgano de dirección, y elaborarán orientaciones sobre cómo aumentar el número de personas del sexo menos representado con miras a alcanzar dicho objetivo. Dicho objetivo, las orientaciones y su aplicación se harán públicos. 5. El DCV definirá claramente las funciones y responsabilidades del órgano de dirección de conformidad con el Derecho nacional aplicable. El DCV pondrá a disposición de la autoridad competente y del auditor, a petición de estos, las actas de las reuniones del órgano de dirección. 6. Los accionistas y personas del DCV que se hallen en condiciones de ejercer, directa o indirectamente, un control sobre la gestión de este último, deberán ser idóneos para asegurar la gestión adecuada y prudente del DCV.*

*ejercer un control sobre el funcionamiento del DCV (art. 27.7.a), debiendo informar de cualquier cambio en la composición del accionariado<sup>109</sup>; recabar la aprobación de la CNMV según los arts. 98 y 99 TRLMV, quien dispone de un plazo de 60 días para adoptar la decisión y podrá negarse, según el art. 27.8 del Reglamento UE 909/2014, “a aprobar los cambios previstos en el control del DCV si existen razones objetivas y demostrables para creer que ello supondría una amenaza para la gestión adecuada y prudente del DCV o para su capacidad de cumplir con lo dispuesto en el presente Reglamento”.*

Por su parte, el RD 878/2015, en el art. 59, especifica los criterios para determinar la honorabilidad de los socios<sup>110</sup>, pedida por los Reglamentos comunitarios 648/2012 (Reg. MIFIR), y 909/2014 (Depositorios Centrales), diciendo que “*se tendrán en cuenta, entre otros, los siguientes factores:*

*a) Su honorabilidad.*

*b) Los medios patrimoniales con que cuenten dichos accionistas para atender los compromisos asumidos.*

*c) El desempeño de actividades no financieras o actividades financieras de alto riesgo que puedan afectar o exponer inapropiadamente a la entidad de contrapartida central o al depositario central de valores”.*

---

<sup>109</sup> Si en un principio, en la redacción original del art. 54 LMV, se establecía un equilibrio entre los participantes en el capital del SCLV, desde el año 2001, la tendencia fue la inversa, propiciando la concentración y control por otras sociedades o grupos. Sobre el tema de los grupos de empresas y de sociedades y su problemática, pueden verse diversos trabajos: RUIZ PERIS, Juan Ignacio: *Grupos de empresas, Mercado de Valores e igualdad entre los inversores*, en RDM, nº 218, octubre-diciembre 1995, pág. 1447 y ss. También la monografía de EMBID IRUJO, José Miguel: *Introducción al derecho de los grupos de sociedades*, Ed. Comares, Granada 2003, en el que estudia exhaustivamente los grupos de sociedades, partiendo de trabajos anteriores y nuevas aportaciones, con una amplia bibliografía nacional y extranjera.

<sup>110</sup> Actualmente la Sociedad de Sistemas es una sociedad anónima unipersonal integrada dentro del grupo BME Bolsas y Mercados Españoles, SA. Los requisitos exigidos se entienden concernientes a la Sociedad matriz.

Por último, el *Reglamento UE 909/2017*, en su art. 26.3<sup>111</sup>, contempla el conflicto de intereses entre cualquier clase de personal al servicio de los DCV. Más explícito resulta el art. 50.4 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*<sup>112</sup>: “Las medidas administrativas y organizativas a que se refiere el artículo 26, apartado 3, del Reglamento (UE) nº 909/2014 deberán incluir una descripción de las circunstancias que puedan dar lugar a conflictos de intereses que entrañen un riesgo importante de menoscabo de los intereses de uno o más usuarios del DCV, o de los clientes de los mismos, así como los procedimientos que deberán seguirse y las medidas que deberán adoptarse con objeto de gestionar esos conflictos de intereses”.

### 3.1.2. Requisitos de capital.

En ninguno de los textos legales de referencia, Reglamento Comunitario, LMV y RD 878/2015, se expresa una cantidad concreta que deba constituir el capital social de

---

<sup>111</sup> Reglamento UE 909/2014, art. 26.3: “Los DCV mantendrán y aplicarán medidas administrativas y organizativas escritas eficaces a fin de detectar y gestionar los conflictos de intereses que pudieran surgir entre ellos mismos, incluidos sus directivos, empleados, miembros del órgano de dirección o cualquier persona vinculada directa o indirectamente a ellos, y sus participantes o los clientes de estos. Mantendrán y aplicarán procedimientos adecuados de resolución en caso de que se presente un conflicto de intereses”.

<sup>112</sup> Prosigue el Reglamento Delegado UE 392/2017, en el art. 50.5, del siguiente modo: “La descripción de las circunstancias a que se refiere el apartado 4 tendrá en cuenta si los miembros del órgano de dirección, de la alta dirección o del personal del DCV, o cualquier persona vinculada directa o indirectamente a esas personas o al DCV: a) tienen un interés personal en el uso de los servicios, material y equipos del DCV a efectos de otra actividad comercial; b) tienen un interés personal o financiero en otra entidad que celebre contratos con el DCV; c) tienen una participación o interés personal en otra entidad que preste servicios utilizados por el DCV, incluida cualquier entidad a la que el DCV externalice actividades o servicios; d) tienen un interés personal en una entidad que utilice el servicio del DCV; e) tienen relación con cualquier persona física o jurídica que ejerza influencia en las operaciones de cualquier entidad que preste los servicios utilizados por el DCV o utilice los servicios prestados por el DCV; f) son miembros del órgano de dirección o de cualesquiera otros órganos o comités de una entidad que preste los servicios utilizados por el DCV o utilice los servicios prestados por el DCV. A efectos del presente apartado, por persona vinculada directa o indirectamente con una persona física se entenderá el cónyuge o pareja legal, los familiares directos en línea ascendente o descendente hasta el segundo grado y sus cónyuges o parejas legales, los hermanos y hermanas, y sus cónyuges o parejas legales, y cualquier persona que tenga el mismo domicilio o residencia habitual que los empleados, directivos o miembros del órgano de dirección.

los DCV, tampoco de la Sociedad de Sistemas, pero sí se marcan pautas sobre el mismo, y la principal es que debe tratarse de “capital adecuado”.

Así se observa en el Reglamento UE 909/2014, art. 47.1: *Requisitos de capital 1. El capital, junto con los beneficios no distribuidos y las reservas del DCV, deberá ser proporcional a los riesgos derivados de las actividades del mismo. Será suficiente en todo momento para: a) garantizar que el DCV esté adecuadamente protegido frente a los riesgos operativos, legales, de negocio, de custodia y de inversión, de modo que el DCV pueda seguir prestando servicios como empresa en funcionamiento; b) garantizar que se pueda proceder a la liquidación o reestructuración ordenadas de las actividades del DCV en un plazo adecuado de seis meses como mínimo en diferentes escenarios de estrés.* Y en el apartado 3 de este mismo artículo establece que la ABE (Autoridad Bancaria Europea), en estrecha cooperación con la AEVM y los miembros del SEBC, elaborará proyectos de normas técnicas de regulación que especifiquen los requisitos aplicables a los DCV en materia de capital, beneficios no distribuidos y reservas a efectos del apartado 1<sup>113</sup>.

El Reglamento Delegado UE 390/2017, desarrolla el apartado 3 del Reglamento de depositarios. Marca las pautas aplicables a los DCV “a fin de garantizar su seguridad y solidez y que cumplan en todo momento los requisitos de capital. Estos requisitos de capital garantizan que los DCV estén en todo momento adecuadamente capitalizados frente a los riesgos a los que están expuestos y puedan proceder a una reestructuración o liquidación ordenada de sus actividades en caso necesario” (Considerando 1). Es significativa la exigencia que impone, pues el capital ha de estar íntegramente desembolsado, y debe ser suficiente para cubrir los riesgos que se detallan en el art. 3 del Reglamento delegado<sup>114</sup>, que son los que debe observar según los arts. 42 a 47 del Reglamento UE 909/2014.

---

<sup>113</sup> Aunque en los párrafos siguientes se dice que “La ABE presentará esos proyectos de normas técnicas de regulación a la Comisión a más tardar el 18 de junio de 2015”, delegando para ello en la Comisión, lo cierto es que en el momento de redactar estas líneas no existe legislación delegada al respecto.

<sup>114</sup> Art. 3 Reglamento Delegado UE 290/2017: *Nivel de los requisitos de capital aplicables a los DCV 1. Los DCV poseerán un capital, incluidos los beneficios no distribuidos y las reservas, que deberá ser en todo*

El TRLMV es parco en la regulación del capital social de los DCV, quizá por la remisión expresa a la normativa europea y a la de desarrollo que realiza en el art. 97. Lo cierto es que sólo indirectamente se refiere al capital en el art. 99<sup>115</sup>.

También la Disp. Ad. Sexta del texto vigente de la LMV hace referencia al reparto del capital “consistente en la distribución del capital social de la Sociedad de Sistemas entre los accionistas del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores y del Banco de España, con las ampliaciones o reducciones de capital necesarias”. Pero actualmente la Sociedad de Sistemas es una sociedad unipersonal establecida como filial al 100% en “Bolsas y Mercados Españoles, SA”, en la que se halla integrada como *Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U.*

El RD 878/2015, contiene una escueta descripción de los criterios aplicables al capital social<sup>116</sup>. Tras aludir en el apartado 1 al cumplimiento de los requisitos de la normativa comunitaria, sólo en el apartado 3 se refiere expresamente al capital:

Cont. \_\_\_\_\_

*momento, como mínimo, igual a la suma de: a) sus requisitos de capital por riesgos operativos, jurídicos y de custodia a que se refiere el artículo 47, apartado 1, letra a), del Reglamento (UE) nº 909/2014, calculados de conformidad con el artículo 4; b) sus requisitos de capital por riesgos de inversión a que se refiere el artículo 47, apartado 1, letra a), del Reglamento (UE) nº 909/2014, calculados de conformidad con el artículo 5; c) sus requisitos de capital por riesgos de negocio a que se refiere el artículo 47, apartado 1, letra a), del Reglamento (UE) nº 909/2014, calculados de conformidad con el artículo 6; d) sus requisitos de capital a efectos de la liquidación o la reestructuración de sus actividades a que se refiere el artículo 47, apartado 1, letra b), del Reglamento (UE) Nº 909/2014, calculados de conformidad con el artículo 7. 2. Los DCV se dotarán de procedimientos para determinar todas las fuentes de los riesgos contemplados en el apartado 1. Todos estos requisitos los detalla separadamente el Reglamento Delegado en los ss. artículos.*

<sup>115</sup> Artículo 99 LMV. *Participación en los depositarios centrales de valores.*

*1. La participación, directa o indirecta, en el capital de los depositarios centrales de valores quedará sujeta al régimen de participaciones significativas previsto en el capítulo IV del título V para las empresas de servicios de inversión, en los términos que reglamentariamente se determinen, entendiéndose que tendrá, en todo caso, tal carácter cualquier participación que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el uno por ciento del capital o de los derechos de voto del depositario central de valores o la que, sin llegar a ese porcentaje, permita ejercer una influencia notable en el mismo, en los términos que se determinen reglamentariamente.*

*2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 176, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá oponerse a la adquisición o a la transmisión de una participación significativa en el capital del depositario central de valores cuando estime que es necesario para asegurar el buen funcionamiento de los mercados o de los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores o para evitar distorsiones en los mismos, así como por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen del adquirente.*

<sup>116</sup> Artículo 60 RD 878/2015. *Régimen económico. 1. Las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores deberán cumplir con los requisitos de capital previstos en el artículo 16 del*

*El capital social deberá estar formado por acciones nominativas que estarán íntegramente suscritas y desembolsadas y los recursos ajenos no superarán en ningún momento el valor contable de los recursos propios.*

Las precisiones, tanto en el TRLMV y RD 878/2015, como en el Reglamento UE 909/2014 y el Reglamento Delegado, van encaminados a reforzar la solvencia de los DCV respecto de los riesgos operativos e incluso los de una posible liquidación o reestructuración, basta con ver el art. 47 del Reglamento europeo, arts. 99 y 100 del TRLMV y 60 del RD 878/2015, de ahí la exigencia de que los recursos ajenos no superen en ningún caso el valor contable de los recursos propios, (apartado 3 del

Cont. \_\_\_\_\_

*Reglamento (UE) n.º 648/2012, de 4 de julio de 2012, y en sus normas de desarrollo y en el artículo 47 del Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014, y en sus normas de desarrollo, respectivamente.*

*2. Las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores deberán mantener informada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre los criterios de determinación de la suficiencia de sus recursos propios, incluyendo su grado de liquidez y los mecanismos para su realización, de acuerdo a los riesgos que asuman en cada momento.*

*3. El capital social deberá estar formado por acciones nominativas que estarán íntegramente suscritas y desembolsadas y los recursos ajenos no superarán en ningún momento el valor contable de los recursos propios.*

*4. Las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores actuarán de acuerdo con los principios de rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados, permitiendo a sus clientes acceder por separado a los servicios específicos prestados.*

*5. Las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores deberán remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores antes del uno de diciembre de cada año su presupuesto estimativo anual, en el que se expresarán detalladamente los precios y comisiones que vayan a aplicar, así como las ulteriores modificaciones que introduzcan en su régimen económico.*

*Los depositarios centrales de valores deberán detallar por separado precios y comisiones de cada servicio y función de los que deriven sus ingresos, incluidos los descuentos y minoraciones y las condiciones para beneficiarse de ellos, así como las ulteriores modificaciones que introduzcan en ese presupuesto, precios, comisiones, descuentos y minoraciones. En el presupuesto de los depositarios centrales de valores habrán de separarse los costes e ingresos de los servicios básicos prestados de los asociados a servicios auxiliares.*

*La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá recabar de las entidades de contrapartida central y de los depositarios centrales de valores la oportuna ampliación de la documentación y datos en que se basa la fijación de sus precios y comisiones.*

*En el plazo de un mes desde la recepción completa de la documentación, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer excepciones o limitaciones a los precios máximos de esos servicios en los términos previstos en los artículos 44 bis.5 y 44 ter.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio.*

*6. Las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores deberán someter sus cuentas anuales a aprobación de la junta general de accionistas, previa auditoría de las mismas en los términos que establece el artículo 86 de la Ley 24/1988, de 28 de julio. El informe de auditoría deberá ser remitido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su examen, que podrá dirigir a las entidades de contrapartida central y a los depositarios centrales de valores las recomendaciones que estime pertinentes sin perjuicio de las demás facultades que le corresponden de acuerdo con la legislación vigente.*

art. 60 del RD), debiendo contar incluso con un plan *para obtener capital adicional en el supuesto de que su capital se aproxime a los requisitos previstos en el apartado 1 o desciendan por debajo de estos*, según el art. 47.2.a) del Reglamento UE 909/2014.

### 3.1.3. Objeto Social.

La reforma de la LMV de 2002, creó la Sociedad de Sistemas introduciendo un nuevo artículo, el 44 bis, que establecía las funciones de dicha sociedad<sup>117</sup> Esta redacción estuvo vigente hasta la reforma de la LMV realizada por la *Ley 11/2015, de 18 de junio de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión*, momento en que el citado art. 44 bis pasó a regular los DCV con carácter general.

Hoy, la actual Disp. Ad. Sexta del TRLMV, es la que regula la Sociedad de Sistemas expresamente, más los artículos referidos a los DCV, arts. 97 y siguientes del TRLMV. El art. 98 TRLMV contiene una descripción detallada de las obligaciones, facultades y funciones, pero debe tenerse el *Reglamento UE 909/2014*, que se superpone al TRLMV.

La regulación de los DCV en el *Reglamento UE 909/2014*, hace insoslayable referirse al mismo, puesto que define a los DCV en su art. 2, como: "*una persona jurídica*

---

<sup>117</sup> Este artículo 44 bis se añadió por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero en su art. 1.2. La dicción literal del mismo era: *Artículo 44 bis: 1. Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de "Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores" (en adelante, la Sociedad de Sistemas), tendrá por funciones: a) Llevar, en los términos previstos en el capítulo II del Título I de la presente Ley, el registro contable correspondiente a valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios, cuando sus órganos rectores lo soliciten. b) Gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las Bolsas de Valores, de las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y, en su caso, en otros mercados secundarios. c) Prestar servicios técnicos y operativos directamente relacionados con los de registro, compensación y liquidación de valores, y cualesquiera otros requeridos para que la Sociedad de Sistemas colabore y coordine sus actuaciones con otros ámbitos y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y pueda participar en estos últimos. d) Las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Banco de España.*

*que gestione un sistema de liquidación de valores conforme a lo que se recoge en el anexo, sección A, punto 3, y que preste al menos otro de los servicios básicos enumerados en el anexo, sección A”.*

En el entendido de que el objeto de una sociedad se refiere a la actividad a la que dedica sus medios y organización<sup>118</sup>, conforme al art. 2 del Reglamento europeo, la actividad de liquidación ha de formar parte del objeto social, junto con cualquiera de las actividades a las que se refiere el Anexo, sección A, del Reglamento, entre las que se halla también, en el punto 2, *“Provisión y mantenimiento de cuentas de valores en el nivel superior de tenencia («servicio central de mantenimiento»)”*, es decir la llevanza del registro contable, que desarrolla en los arts. 36 y ss., y esencialmente en el art. 38 en lo referente a las cuentas que debe llevar el registro contable.

El art. 16.2 del Reglamento UE 909/2014, insiste en la necesidad de especificar qué servicios básicos de los enumerados en el Anexo, secciones A y B, podrá prestar un DCV, y en el art. 18.1 y 2, implanta que *“Las actividades del DCV autorizado se limitarán a la prestación de los servicios cubiertos por su autorización o por notificación de conformidad con el artículo 19, apartado 8”*, y que *“Los sistemas de liquidación de valores solo podrán ser gestionados por DCV autorizados, incluidos los bancos centrales que actúen como DCV”*. Lo que significa que hay una reserva de actividad a favor de los DCV, porque establece cuáles son las funciones que ha de desarrollar, como la liquidación, la llevanza del registro contable de las anotaciones en cuenta negociadas en las bolsas de valores, etc. También tiene un aspecto negativo, por cuanto no pueden llevar la contrapartida de las operaciones, ni prestar servicios de inversión (art. 17.5), ni

---

<sup>118</sup> Entendemos por objeto social *“la actividad, la empresa o las operaciones para cuya explotación la sociedad se constituye”*, conforme señalaba BROSETA PONT, Manuel, en *Determinación e indeterminación del objeto social en la Ley y en los estatutos de las sociedades anónimas españolas*, RDM, enero-marzo, 1970, pág. 12. O, también *“la actividad a desarrollar por la sociedad”*, que es el sentido que le da RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.: *“Determinación estatutaria del objeto social”*, en AA.VV. *Derecho de Sociedades Anónimas* (coordinados por Alonso Ureba, Duque, Esteban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero), tomo I, Civitas, Madrid, 1.991, pág. 146. Es también una exigencia contemplada en la Ley de Sociedades de Capital, pues el artículo 23.b) dispone que en los estatutos sociales se hará constar: *“El objeto social, determinando las actividades que lo integran”* y determinar también la nulidad de la sociedad el art. 56.1.d) *“por no expresarse en los estatutos el objeto social o ser éste ilícito o contrario al orden público”*. En idéntico sentido el art. 117 RRM.

servicios auxiliares de tipo bancario (art. 54.1 y 59 del *Reglamento UE 909/2014*), salvo autorización expresa. Se trata de *objeto exclusivo*<sup>119</sup> para dicha sociedad como DCV, aunque otras entidades puedan ser autorizadas a actuar como tales cumpliendo los requisitos del Reglamento europeo.

De los arts. 8. 93, 94 y 98.2<sup>120</sup> de la LMV también se deduce la exclusividad del objeto de los DCV respecto de la liquidación y registro de los valores negociados en los mercados secundarios<sup>121</sup>.

Por otro lado, si tomamos en cuenta el art. 278.1 del TRLMV, se observa que constituye infracción muy grave *“El ejercicio, no meramente ocasional o aislado, por las entidades enumeradas en el artículo 233.1.a) 1º y 2º o por las sociedades gestoras de los fondos de garantía de inversiones de actividades sin autorización o, en general, ajenas a su objeto social”*, y ese precepto citado, el art. 233 TRLMV, se refiere expresamente a los DCV y otras entidades que gestionan el mercado. La reserva de actividad también se observa en otros artículos referidos a las empresas de inversión<sup>122</sup>, pues la ley trata de delimitar y acotar las funciones que corresponden a cada entidad con objeto de compartimentar los posibles riesgos<sup>123</sup>.

---

<sup>119</sup> VICENT CHULIÁ, Francisco: *Introducción al Derecho Mercantil* (citado), pág. 240, quien habla de que *“Generalmente las sociedades con objeto social legalmente reservado tienen además un objeto social exclusivo, de modo que no pueden desarrollar actividades ajenas al mismo, ni directa ni indirectamente (a través de filiales)”*.

<sup>120</sup> Art. 98.2 LMV: *“Los depositarios centrales de valores facilitarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a los distintos organismos públicos supervisores en el ámbito de sus respectivas competencias, la información sobre las actividades de compensación, liquidación y registro en los sistemas gestionados por ellos que aquellos les soliciten, siempre que dicha información esté a su disposición y de acuerdo con la normativa aplicable”*.

<sup>121</sup> Téngase presente que el art. 104.2 LMV dispone que: *Las entidades de contrapartida central no podrán estar autorizadas como depositario central de valores*.

<sup>122</sup> Por ejemplo, el art. 144 LMV, en el que expresamente se reserva la actividad y denominación de Empresas de Servicios de Inversión a quienes obtengan la debida autorización para realizar las actividades propias enumeradas en el art. 140 LMV, actividades que no están comprendidas en el Anexo del Reglamento UE 909/2014, y por tanto no pueden ser realizadas por los DCV.

<sup>123</sup> Véanse los Considerando 3 y especialmente el 29 del *Reglamento UE 909/2014*, este último incide directamente en ello al decir: *“A fin de evitar que los DCV asuman riesgos en otras actividades que no sean las supeditadas a autorización en virtud del presente Reglamento, los DCV autorizados no deben ejercer*

El RD 878/2015 en el art. 57, referente a los Estatutos Sociales de las ECC y los DCV, contiene la previsión de que estas entidades establecerán “b) *Los extremos necesarios para garantizar la adecuada realización de su objeto social*”<sup>124</sup>, sin concretar más, por lo que ha de tenerse presente lo dicho sobre el Reglamento UE 909/2014, por ser el que define las actividades que pueden realizar los DCV en su Anexo<sup>125</sup>.

Por tanto, la Sociedad de Sistemas, tal ha cual ha quedado configurada en la Disp. Ad. Sexta del TRLMV y en los preceptos dedicados a los DCV (arts. 97 y ss.), más los que atribuyen funciones concretas a los mismos, como el art. 8 sobre obligación de llevar el registro contable de los valores cotizados, puede concluirse que sus funciones, que deben tener reflejo en el objeto social, son aquellas que asume conforme al *Reglamento UE 909/2014*, de las enumeradas en el Anexo, Secciones A y B, previstas en la LMV y desarrolladas por el RD 878/2015, entre las que se hallan las de liquidación, registro y supervisión, de hecho, así se contempla en los Estatutos de la Sociedad de Sistemas<sup>126</sup>.

Cont. \_\_\_\_\_

*más actividades que la prestación de los servicios cubiertos por su autorización o notificados en virtud del presente Reglamento y no deben poseer ninguna participación, tal como se define...”*

<sup>124</sup> El Real Decreto 116/1992 acotaba el objeto social de modo negativo en el artículo 65.2 al prohibir al entonces SCLV que realizase cualquier actividad financiera, y de modo positivo enumeraba las funciones en el art. 66, bajo el epígrafe de *Funciones Generales*, que se correspondían con las de compensación, liquidación y registro, más la de supervisión y consultivas contenidas en otros artículos.

<sup>125</sup> El art. 4.2, letras l) a p) del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, exige que se detallen los servicios que va a prestar el DCV que solicite autorización para operar, que reitera el art. 6.

<sup>126</sup> Estatutos de la Sociedad de Sistemas: “*Artículo 4. –Objeto social.*

*1. La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., es un depositario central de valores cuyo objeto social consistirá en:*

*a) Llevar el registro contable correspondiente a valores representados por medio de anotaciones en cuenta admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, conforme a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores; de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores, conforme a la designación realizada por las correspondientes Sociedades Rectoras; así como de otros valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación, conforme a la designación que realicen los órganos rectores de los correspondientes mercados y sistemas.*

*b) Llevar el registro contable de otros valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación.*

*c) Gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones realizadas sobre valores.*

*d) Prestar los servicios para los que haya sido autorizado conforme al Reglamento (UE) n° 909/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n° 236/2012.*

La determinación del objeto, es indisponible por los accionistas<sup>127</sup>, no sólo por estar delimitado por la cláusula transcrita, sino también por estar sujeta la aprobación de los estatutos, y por tanto también su objeto social, a la autorización de la CNMV quien debe velar por el acatamiento del Reglamento europeo y el resto de normas, por lo que sólo pueden formar parte del objeto las actividades allí descritas<sup>128</sup>, dejando poco margen a las legislaciones nacionales. Se trata de un contenido necesario por imperativo legal, y la omisión de alguna actividad a desarrollar, que deba contemplarse estatutariamente en el objeto social, por estar atribuida por norma legal, determina que haya de considerarse como incluido en su objeto, aunque no se mencione expresamente en los estatutos.

De igual modo, no pueden formar parte del objeto social, aquellas actividades que constituyan infracción muy grave por prohibición legal. No es posible la extensión del  
Cont. \_\_\_\_\_

*e) Prestar servicios en relación con el régimen europeo de comercio y registro de derechos de emisión. f) Las demás funciones y servicios que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Banco de España.*

*2. La Sociedad no podrá realizar, ni se entenderán incluidas en su objeto social, actividades para las que no esté habilitada legalmente o para cuyo ejercicio la Ley exija cualquier clase de autorización administrativa de la que no disponga”.*

<sup>127</sup> En este sentido: MARIMÓN DURA, Rafael y BATALLER GRAU, Juan: *Las sociedades anónimas de seguros y la facultad de avalar de sus administradores*. RDBB, nº 68, año 1997. Pág. 1372, comentando la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de junio de 1996 (RA 4796/1976) y la abundante bibliografía en la que se basan: “Sin embargo, en el mundo de las sociedades especiales, los principios de capacidad general y determinación voluntaria del objeto social se presentan distorsionados. El legislador ha querido que determinadas personas jurídicas que desempeñan una actividad de especial relevancia desde el punto de vista del orden público económico se sometan a un cierto control. En ocasiones, como ocurre con las entidades de seguros, uno de los mecanismos de control utilizados reside en la determinación legal de su objeto social para lograr la especialización de la sociedad. Se persigue conseguir que la sociedad tenga un objeto social exclusivo, y, en cierta medida, excluyente. Esa determinación legal del objeto social va en detrimento de la autonomía de la voluntad de los socios a la hora de decidir las actividades a las que se va a dedicar la sociedad. Los socios sólo pueden decidir que quieren constituir una sociedad destinada a la prestación de servicios de seguros y también el ramo o ramos concretos deseados dentro del sector de seguros. El resto viene configurado por la Ley”.

<sup>128</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), en nota a pie de la página 312, considera que el RD 116/92, realizó, “cuanto menos, una interpretación flexible del objeto social exclusivo del SCLV, al añadir la posibilidad de llevar el registro contable de valores no admitidos a cotización (art. 66.3), funciones de supervisión (art. 72), funciones consultivas (art. 74), de dirección y administración en relación con las entidades implicadas en los procesos de compensación (art. 73) y de atención de reclamaciones del público (art. 75). Lo cierto es que podía realizar dicha afirmación con el texto primitivo de la Ley del Mercado de Valores, pero, tras la reforma de la misma por la Ley 37/1998, la autorización añadida en la letra c) del primer párrafo del art. 54 de la Ley del Mercado de Valores, salvó la posible Aflexibilidad” a la que alude.

objeto, bien a través de modificación estatutaria, bien por ampliación de facultades a los administradores, no sólo porque supone una infracción de normas que lo convertiría en ilícito o contrario al orden público, sino porque la previa autorización administrativa y la supervisión posterior que realiza la CNMV deben impedirlo, además, en caso de infracción debe tomarse en consideración también el art. 56.1.e) de la Ley de Sociedades de capital, que decreta la nulidad, incluso de la propia sociedad, “*por no expresarse en los estatutos el objeto social o ser éste ilícito o contrario al orden público*”<sup>129</sup>.

La libertad de disposición de los socios, a través de la Junta General, para decidir, cambiar o reformar el objeto social, es prácticamente inexistente, pues la LMV establece unos límites legales generales a las actividades que puede realizar la Sociedad de Sistemas<sup>130</sup>, que deja muy reducidos los límites estatutarios que puedan configurar los

---

<sup>129</sup> La dificultad de determinar aquello que se entiende por orden público es puesta de manifiesto por varios autores, así O'CALLAGHAN MUÑOZ, Xavier, en *Condiciones generales de Contratación: Conceptos generales y requisitos*, incluido en el libro “Contratos de adhesión y derechos de los consumidores”. Ed. Consejo General del Poder Judicial. Madrid, 1.993, pág. 13, quien establece que “*su concepto es discutido y variable, pero se puede calificar como aquel tipo de normas que alcanzan un valor preferente dentro del ordenamiento jurídico*”. Es una cuestión debatida, y a tal efecto nos sirven de guía los trabajos de CUÑAT EDO, Vicente: *Reflexiones sobre la deslegalización del régimen jurídico de la contratación privada*, en “Las fuentes efectivas del Derecho español tras la Constitución de 1.978” (Gema Fajardo coordinadora), ed. UNED, Anales del Centro de Alzira, Valencia 1992, págs. 301 y ss.; y fundamentalmente el trabajo de CUÑAT EDO, Vicente: *Las fuentes reguladoras de la actividad contractual bancaria*, en “Libro Homenaje a Evelio Verdura Tuells”, Civitas, 1994, pág. 620 y ss, donde considera que “... *el concepto actual de orden público económico puede utilizarse como límite a la libertad de pactos y comprender en él las normas de disciplina profesional emanadas de la potestad reglamentaria en desarrollo de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, cuyo art. 48.21 permite que se pueda reglamentar el contenido de necesario de algunos tipos contractuales y las reglas a las que deban sujetarse las entidades de crédito en sus relaciones con los clientes. En consecuencia, bien entendiendo la Ley del art. 1255 CC en un sentido amplio y sin requerir su carácter formal, o bien integrándola en el concepto de “orden público” deberemos ofrecer eficacia contractual al contenido de la Orden Ministerial y la Circular, pues de lo contrario, llegaríamos a la conclusión de que su contenido de regulación contractual carece de eficacia en el ámbito sustantivo, salvo que se trate de relaciones de consumo, y sólo serviría el régimen reglamentario para imponer sanciones a quien lo infrinja con los pactos, pero el pacto prohibido surtiría plenos efectos. Esta interpretación integradora del concepto de orden público nos parece sugestiva y coherente con el sentido integrador de las distintas ramas del Derecho público y del Derecho privado, utilizando las normas privadas para canalizar la aplicación de las normas de carácter público al tráfico privado, cuanto éstas han surgido precisamente para atender derechos de los particulares*”.

<sup>130</sup> Corroborando lo anterior, hemos de tener presente que el artículo 44 bis LMV tal cual quedó en la reforma de 2002, era imperativo: “*Se constituirá una Sociedad Anónima que, con la denominación de Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, tendrá por funciones...*”

socios, superponiéndose a éstos y privando de validez a los mismos en caso de ser contrarios a las disposiciones legales o al orden público.

Sin embargo, la propia sociedad, incluso las que carecen de cualquier restricción o imposición legal, sujetas únicamente a la LSA, *“restringen su actividad mediante la determinación del objeto social<sup>131</sup>”* (art. 23 LSC), con lo cual es evidente que no es una restricción de la capacidad de obrar de la persona jurídica, sino una limitación legal por tratarse de una sociedad especial, al igual que sucede con otras sociedades fuertemente reguladas como las bancarias o las de seguros.

Se entiende que el supuesto de ampliación del objeto social, mediante aprobación por la Junta General para actos que exceden del objeto social o modifican lo determinado legalmente, existiendo prohibición legal expresa, son nulos, por tratarse de actos contrarios a la Ley, conforme al artículo 204 LSC y 6.3 del Código Civil<sup>132</sup> y no establecerse *“efecto distinto para el caso de contravención”*.

---

<sup>131</sup> Véase SÁNCHEZ CALERO, Fernando: *Curso de Derecho del Seguro*, vol. I, Ed. Nauta, Bilbao, 1961, pág. 116, *“El que el empresario de seguros tiene limitado su objeto debe entenderse rectamente, en el sentido de que no puede dedicarse a otra actividad económica de forma organizada, pero en cuanto persona jurídica tiene plena capacidad jurídica para ser sujeto de derechos y obligaciones de cualquier clase, excepto de aquellos que sean exclusivos de las personas físicas. La limitación legal del objeto y la capacidad jurídica de los empresarios de seguros son cuestiones independientes”*. Y resulta clarificador el trabajo de SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, Juan Carlos: *Reseña y comentario a la R.D.G.R.N. de 1 de diciembre de 1982 (BOE de 22 de diciembre de 1982). Sociedad anónima: determinación del objeto en los estatutos*, en RDM, nº 171, enero-marzo, 1984, pág. 101 y ss, trabajo inicial que abriría un fecundo debate y que el propio autor continuaría en *El objeto social en la sociedad de la anónima*, Ed. Civitas, Madrid, 1990, pág. 187 y ss. También CABANAS TREJO, Ricardo: *Adquisición de acciones o participaciones de otras sociedades y objeto social*, en RDM, nº 205, julio-septiembre 1992, págs. 487 y ss. También es interesante consultar el trabajo de SÁNCHEZ RUS, Heliodoro: *Objeto social y poder de representación en la Sociedad Anónima*, en AA.VV. *“Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez”*, Ed. Civitas, Madrid 1996, Tomo II, pág. 2421 y ss.

<sup>132</sup> MARIMÓN DURA, Rafael y BATALLER GRAU, Juan: *Las sociedades anónimas de seguros y la facultad de avalar de sus administradores* (citado), pág. 1366, avalan una solución similar, en el caso de prohibición a una compañía de seguros, del que entresacamos algunos fragmentos, aunque respetando el hilo argumental de los autores: *“Si es cierto que los actos quedan al margen del objeto social, por no ser propios de la actividad aseguradora y estar prohibidos, son nulos siempre que no estén autorizados por la autoridad competente, en caso de que no exista autorización oficial no sólo se limitará el poder de representación de los administradores, sino también la capacidad misma de la sociedad, que ni siquiera tendrá la opción de autorizar a sus administradores para que realicen actos ajenos a su objeto social”.../... “La protección de los terceros de buena fe puede amparar situaciones objetivas de apariencia que inducen al tercero a pensar que el representante orgánico de la sociedad actúa con poder suficiente, pero no puede legitimar actuaciones contrarias a las leyes prohibitivas o imperativas”.../... “Junto a esta determinación legal del objeto social las prohibiciones contenidas en el art. 5 LOSSP, cercenan la capacidad de la sociedad para*

Como colofón a lo anterior, hemos de tener presente que el artículo 234.2 LSC, al establecer que *“la sociedad quedará obligada frente a terceros que hayan obrado de buena fe y sin culpa grave, aun cuando se desprenda de los estatutos inscritos en el Registro Mercantil que el acto no está comprendido en el objeto social”*. El artículo está protegiendo la apariencia y buena fe del tercero, trasladando la responsabilidad a quien consiente la extralimitación de los administradores respecto del objeto social, es decir, a la sociedad. El supuesto contemplado no es el mismo, porque no hay consentimiento en el objeto social, sino fijación expresa por la Ley<sup>133</sup>, y por ello no puede tener la misma solución. En el caso de objeto social determinado, o prohibido, por Ley, no se protege la apariencia de una situación extra registral, sino el cumplimiento de la Ley, de la norma imperativa, pues, de otro modo, la Ley sería estéril al no poder lograr los resultados previstos en la misma, y, en consecuencia, la conclusión ha de ser la nulidad<sup>134</sup>.

Cont. \_\_\_\_\_

*realizar actos distintos de los previstos por la Ley para la misma. Esto afecta decisivamente a las relaciones de la sociedad frente a terceros. Ante una prohibición legal de realizar una determinada actividad, no puede mantenerse la vinculación de la sociedad por actos que la contravienen, en aras de preservar el principio de protección de terceros que actúan de buena fe y sin culpa grave. Aunque concurra el elemento subjetivo de la buena fe, no puede admitirse la existencia de una situación objetiva de apariencia que elimine la culpabilidad del tercero. Puede darse una situación de buena fe subjetiva y ausencia de culpa grave en el tercero que desconoce la extensión del objeto social de la compañía de seguros. En cambio, el tercero no puede sostener que ha empleado la diligencia debida si estipula con la sociedad un acto prohibido expresamente por la Ley, con carácter general y sin posible autorización”.*

<sup>133</sup> En concordancia con el artículo 9.2 de la Primera Directiva Societaria la 68/151 CEE, del Consejo, de 9 de marzo de 1.968, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades definidas en el segundo párrafo del artículo 58 del Tratado, para proteger los intereses de los socios y terceros”, que establece: 1. *La sociedad quedará obligada frente a terceros por los actos realizados por sus órganos, incluso si estos actos no corresponden al objeto social de esta sociedad, a menos que dichos actos excedan los poderes que la ley atribuya o permita atribuir a estos órganos. No obstante, los Estados miembros podrán prever que la sociedad no quedará obligada cuando estos actos excedan los límites del objeto social, si demuestra que el tercero sabía que el acto excedía este objeto o no podía ignorarlo, teniendo en cuenta las circunstancias, quedando excluido que la sola publicación de los estatutos sea suficiente para constituir esta prueba.* 2. *Las limitaciones a los poderes de los órganos de la sociedad, resultantes de los órganos competentes, no se podrá oponer frente a terceros, incluso si se hubieran publicado.* 3. *Si la legislación nacional previera que el poder de representación de la sociedad puede atribuirse, no obstante, la regla general en la materia, por los estatutos a una o a varias personas que actúen conjuntamente, esta legislación podrá prever la oponibilidad de tal disposición de los estatutos frente a terceros, a condición de que se refiera al poder general de representación; la oponibilidad de tal disposición frente a terceros está regulada por las disposiciones del artículo 3”.*

<sup>134</sup> Véase al respecto VICENT CHULIÁ, Francisco: *Introducción al Derecho Mercantil* (citado), pág. 235 y ss. Este autor, hablando del régimen general del objeto social dice: *“el pacto que define el objeto social o actividad social en la escritura o estatutos sociales no impide a la sociedad realizar actos extraños al objeto en los siguientes supuestos: a) Si la Junta general los ratifica, ya que en general en todas las sociedades*

### 3.2. El Comité de Usuarios.

El Reglamento UE 909/2014 impone en el art. 28 la necesidad de contar con los “Comités de Usuarios<sup>135</sup>” en cada DCV y por cada sistema de liquidación, “los cuales

Cont. \_\_\_\_\_

su estipulación excede el poder de representación de los administradores; b) si la Junta General amplía las facultades de los administradores; c) si la Junta General modifica el objeto social (por ej., al comienzo de la misma Junta en que se autorizan los actos extravagantes al anterior objeto social); d) en el caso de sociedad de capital, si ésta no prueba que los terceros que han estipulado con sus administradores tales contratos extravagantes al objeto social no han obrado de buena fe y sin culpa grave (art. 129.2 LSA). Creemos que estas conclusiones serán válidas si no existe una norma legal que expresamente prohíba, y por tanto, anule, los actos y contratos extravagantes al objeto, como ocurre con las liberalidades propiamente dichas, que violan el fin lucrativo (por aplicación del art. 6.3 C.c.). Así debe de ocurrir también con las Entidades de Crédito, de Seguros, Sociedades Anónimas Deportivas, etc.” En el mismo sentido, aunque refiriéndose fundamentalmente a la extensión del objeto social mediante la ampliación de facultades al órgano de administración, puede verse el interesante trabajo de MARIMÓN DURA, Rafael y BATALLER GRAU, Juan: *Las sociedades anónimas de seguros y la facultad de avalar de sus administradores*” (citado) pág. 1.382 y ss. Sostienen, con evidente lógica jurídica, la distinción entre la nulidad, que, en principio, supone que no produce efecto alguno, y las consecuencias de la nulidad, porque hasta la declaración de nulidad es posible que se produzcan algunos efectos. Si el acto o contrato son nulos, la obligación ya no podrá ser convencional, y las consecuencias que puedan derivarse serán obligaciones legales, como la de indemnizar a quien resulte perjudicado, y que no haya causado la nulidad, si no pueden volverse atrás los efectos producidos hasta ese momento.

<sup>135</sup> Art. 28 del Reglamento 909/2014: *Comité de usuarios*

1. Los DCV establecerán comités de usuarios en cada sistema de liquidación de valores que exploten, los cuales estarán integrados por representantes de los emisores y de los participantes en los sistemas de liquidación de valores. El asesoramiento del comité de usuarios estará libre de cualquier influencia directa de la dirección del DCV.

2. Los DCV definirán de manera no discriminatoria el mandato de cada comité de usuarios que establezcan, el sistema de gobernanza necesario para garantizar su independencia y sus procedimientos operativos, así como los criterios de admisión y el mecanismo de elección de los miembros del comité de usuarios. El sistema de gobernanza se hará público y asegurará que el comité de usuarios rinda cuentas directamente al órgano de dirección y se reúna periódicamente.

3. Los comités de usuarios asesorarán al órgano de dirección sobre las disposiciones fundamentales que incidan en sus miembros, incluidos los criterios para la aceptación de emisores o participantes en sus respectivos sistemas de liquidación de valores y el nivel de servicio.

4. Los comités de usuarios podrán presentar al órgano de dirección dictámenes sobre las estructuras de precios del DCV, que no serán vinculantes y deberán estar plenamente motivados.

5. Sin perjuicio del derecho de las autoridades competentes a estar debidamente informadas, los miembros del comité de usuarios estarán sujetos a normas de confidencialidad. Si el presidente de un comité de usuarios determina que uno de sus miembros tiene un conflicto, real o potencial, de intereses en relación con una determinada cuestión, dicho miembro no será autorizado a votar sobre dicha cuestión.

6. EL DCV informará sin demora a la autoridad competente y al comité de usuarios de toda decisión en la que el órgano de dirección decida no atenerse el asesoramiento del comité de usuarios. El comité de

*estarán integrados por representantes de los emisores y de los participantes en los sistemas de liquidación de valores. El asesoramiento del comité de usuarios estará libre de cualquier influencia directa de la dirección del DCV”.*

El citado artículo establece los principios por los que debe regirse el Comité, que se pretende libre de toda influencia directa del DCV. Pero corresponde, conforme al citado artículo, definir el sistema de gobernanza para garantizar su independencia, así como los procedimientos operativos, criterios de admisión y elección de sus miembros.

El Comité tiene funciones asesoramiento sobre el órgano de dirección del DCV al que pertenezca, pudiendo establecer los criterios para la aceptación de emisores o participantes (art. 28.3) en los sistemas de liquidación y el nivel de servicio. Para dicha labor pueden presentar dictámenes motivados a la dirección sobre estructuras de precios, aunque señala el artículo, que no serán vinculantes. Por su parte, los miembros del Comité están sujetos a un deber de confidencialidad y si existe un conflicto de intereses deberá abstenerse de participar en la cuestión de que se trate. Y sobre el DCV recae la obligación de informar, tanto al Comité como a la autoridad competente (la CNMV en este caso), de toda decisión que adopte apartándose del asesoramiento del Comité, potestad de información que también tiene el Comité respecto de la autoridad competente.

Este Comité de usuarios no viene contemplado como tal en la LMV, salvo una referencia muy genérica en el art. 98.3 LMV, cuando dice: *“Los depositarios centrales de valores contarán con los órganos y comités previstos en el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014”,* y la poco explícita del art. 115.2 de la LMV, cuando dice que: *“Tanto las reglas como sus modificaciones serán previamente examinadas por el comité de usuarios del depositario central de valores, quien podrá hacer llegar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sus observaciones al respecto”.* No existe referencia al respecto en el RD 878/2015.

El Reglamento de la Sociedad de Sistemas, art. 27.5, dice:

Cont. \_\_\_\_\_

*usuarios podrá informar a la autoridad competente de todo ámbito en el que considere que no se ha seguido el asesoramiento del comité de usuarios.*

*“Para cada sistema de liquidación que gestione, la Sociedad de Sistemas establecerá un Comité de usuarios, que estará integrado por representantes de los emisores y entidades participantes en el sistema de liquidación, de conformidad con lo previsto en el artículo 28 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores. Mediante Circular se determinarán las reglas de composición y representación de los Comités, las funciones y responsabilidades de la presidencia, la duración del mandato de sus miembros, así como las normas de convocatoria, periodicidad de las reuniones, deliberación y voto de los asuntos que se les sometan”.*

Pero en la *Disposición final* del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, apartado 3, establece que: *“No resultarán exigibles a la Sociedad de Sistemas hasta que recaiga la autorización como depositario central de valores a la que se refiere el artículo 97 de la Ley del Mercado de Valores las obligaciones derivadas del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores establecidas en los siguientes artículos del presente Reglamento”.* En la Nota informativa 31/2019, de 23 de septiembre, la Sociedad de Sistemas comunicaba que había obtenido la autorización *“para continuar prestando sus servicios como Depositario Central de Valores (DCV), conforme al artículo 17 del Reglamento UE 909/2017.*

Pese a la dicción del art. 97 LMV, y ante la inminente aprobación de la Sociedad de Sistemas como DCV, la propia Sociedad anticipó la creación del Comité previsto en el En la *Circular 1/2019*, de 29 de enero, la Sociedad de Sistemas disponía *“creación del Comité de Usuarios del Sistema ARCO y desarrollar lo previsto en ese apartado quinto del artículo 27 del Reglamento de IBERCLEAR, estableciendo las reglas de composición y representación del Comité de Usuarios, las funciones y responsabilidades de su presidencia, la duración del mandato de sus miembros, así como las normas de convocatoria, periodicidad de las reuniones, deliberación y voto de los asuntos que se les sometan”.* En la *Nota Informativa 11/2019*, de 3 de abril, daba cuenta de la creación y composición del Comité de Usuarios.

## **PARTE SEGUNDA – EL SISTEMA DE REGISTRO CONTABLE COMO OBJETO DE LOS DCV.**

### CAPÍTULO ÚNICO: CONFIGURACIÓN DEL REGISTRO CONTABLE EN EL TRLMV.

#### **1. Cuestiones previas.**

Se usa en adelante la expresión “registro central” como simplificación, para referirse a las cuentas y anotaciones sobre ellas, que corresponde llevar a la Sociedad de Sistemas y que constituyen el primer escalón del sistema de registro<sup>136</sup>, y también como sinónimo de DCV o de la propia Sociedad de Sistemas, si bien los DCV no reciben la calificación formal de Registro Central sino la citada de depositarios<sup>137</sup>.

**A)** En un sistema desmaterializado como el de anotaciones en cuenta (art. 2.1.4 *Reglamento UE 909/2014*; art. 6.2 TRLMV), o donde el soporte físico del documento, el título valor, es inoperante porque está inmovilizado (art. 2.1.3 *Reglamento UE 909/2014*), la alternativa inevitable es el sistema de registro, que deviene obligatorio en el caso de los valores negociados en los mercados de valores (art. 3.2 *Reglamento UE*

---

<sup>136</sup> En el mismo sentido puede verse la Exposición de motivos del RD 878/2015, en cuyo II Considerando no detalla el contenido, las cuentas que componen el primer escalón, con la siguiente dicción: “El primer escalón se encuentra en un registro central gestionado por el depositario central de valores mientras que el segundo escalón está compuesto por los llamados registros de detalle que gestionan las entidades participantes en dicho depositario”. También el Manual de Operaciones Arco, donde detalla el modo de operar, usa registro central para referirse a las cuentas que, por cada emisión, le corresponde llevar a la Sociedad de Sistemas.

<sup>137</sup> Véase el Preámbulo I del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, según el cual “La Sociedad de Sistemas es un depositario central de valores que se rige por lo previsto en la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014, sobre mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores. Conforme a dichas normas, la Sociedad de Sistemas desempeña dos funciones esenciales para el adecuado funcionamiento de los mercados de valores: - la función de central de depósito o registro: es la entidad encargada de la llevanza del registro contable de valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta”.

909/2014 y arts. 8 y 9 TRLMV)<sup>138</sup>, requiere un sistema de registro contable de saldos, mediante “cuenta de valores, una cuenta en la que puedan abonarse o adeudarse valores” (art. 2.1.28 Reglamento UE 909/2014 y art. 9 LMV).

El Reglamento. UE 909/2014 dedica los artículos 36 a 41 a los “Requisitos aplicables a los servicios de los DCV” y, que afecten propiamente al sistema de registro, los arts. 37 sobre *integridad de la emisión*, y 38 sobre *protección de los valores de los participantes y sus clientes*<sup>139</sup>, siendo este último el que marca las pautas del sistema de registro en los apartados 1 a 4.

---

<sup>138</sup> Conviene observar también el art. 23 del Reglamento Delegado UE 392/2017, según el cual exige que se detalle el modo de garantizar que los valores negociados en los mercados serán anotados en un registro.

<sup>139</sup> Artículo 38 Reglamento. UE 909/2014. *Protección de los valores de los participantes y de sus clientes.*

1. Para cada sistema de liquidación de valores que opere, el DCV llevará registros y cuentas que le permitan, en todo momento y de forma inmediata, segregar en las cuentas del DCV los valores de un participante de aquellos de cualquier otro participante y, en su caso, de los propios activos del DCV.

2. El DCV llevará registros y cuentas que permitan a todo participante segregar sus propios valores de los de sus clientes.

3. El DCV llevará registros y cuentas que permitan a todo participante mantener en una cuenta de valores los valores que pertenezcan a distintos clientes de dicho participante («la segregación en cuentas globales de clientes»).

4. El DCV llevará registros y cuentas que permitan a todo participante segregar los valores de cada uno de los clientes de este último, cuando así lo solicite el participante («la segregación individualizada por clientes»).

5. Los participantes ofrecerán a sus clientes, como mínimo, la posibilidad de elegir entre la segregación en cuentas globales de clientes y la segregación individualizada por clientes, y les informarán de los costes y riesgos asociados a cada opción.

No obstante, el DCV y sus participantes establecerán una segregación individualizada por clientes para los ciudadanos y residentes y las personas jurídicas establecidas en un Estado miembro cuando así lo exija el Derecho nacional del Estado miembro a cuyo amparo se emitan los valores, tal y como tal Derecho nacional esté vigente el 17 de septiembre de 2014. Esta obligación será de aplicación mientras que no se modifique ni derogue la correspondiente legislación nacional y mientras sigan siendo válidos sus objetivos.

6. Los DCV y sus participantes harán públicos los niveles de protección y los costes correspondientes a los distintos niveles de segregación que proporcionen, y ofrecerán estos servicios en condiciones comerciales razonables. La información pormenorizada sobre los distintos niveles de segregación incluirá una descripción de las principales implicaciones jurídicas de cada uno de los niveles de segregación ofrecidos, junto con información sobre la legislación en materia de insolvencia aplicable en las jurisdicciones pertinentes.

7. Los DCV no utilizarán con finalidad alguna los valores que no les pertenezcan. No obstante, los DCV podrán utilizar valores de un participante cuando hayan obtenido el consentimiento expreso previo de dicho participante. Los DCV exigirán a los participantes la obtención del reconocimiento expreso previo de sus clientes siempre que resulte necesario.

Pero el Reglamento europeo no establece ningún modo concreto de llevar el registro contable, ningún sistema específico<sup>140</sup>, su interés va encaminado a que, con independencia de cómo se lleve cada sistema de registro y de cuentas por los DCV, los valores queden registrados y permita siempre segregar e individualizar los valores de los participantes y de los clientes, los costes, los riesgos jurídicos, e información suficiente para el caso de insolvencia, así como la prohibición, salvo consentimiento expreso, de utilizar los valores que no les pertenezcan, y garantizar la integridad de la emisión.

El registro contable cobra especial importancia en las transacciones de valores realizadas en los mercados porque supone la finalización del proceso de liquidación de los valores negociados, tras el cual quedan anotadas y atribuidas las nuevas titularidades, y resto de derechos sobre los mismos. Después de la negociación de los valores en los mercados o en sistemas multilaterales de negociación, incluso en caso de internalización de la negociación, una vez casadas y compensadas las operaciones en su caso, se produce la *liquidación*<sup>141</sup>, que el Reglamento UE 909/2014, art. 1. 7), define como: *“la finalización de una operación con valores, dondequiera que se realice, con el fin de extinguir las obligaciones de las partes en dicha operación mediante la transferencia de fondos, de valores, o de ambas cosas”*.

Se entiende por *“orden de transferencia”*, según la letra I) del art. 2 de la *Directiva 98/26/CE* (por remisión expresa del art. 39.2 del Reglamento 909/2014 a la Directiva): *“una instrucción de un participante para que se transfiera el título o derecho correspondiente a uno o varios valores mediante una anotación en un registro o de otra forma”*.

---

<sup>140</sup> Incluso cabe la posibilidad que la entidad encargada del registro contable sea diferente de un DCV, tal como se desprende del 31 del *Reglamento UE 909/2014*, aunque deben cumplir los mismos requisitos que establece el Reglamento para los DCV, según establece el apartado 2 de ese mismo artículo.

<sup>141</sup> Véase la *Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de mayo de 1998 sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores*, art. 3 y art. 5 *Las órdenes de transferencia no podrán ser revocadas por un participante en el sistema ni por terceros a partir del momento determinado por las normas de dicho sistema.*

Y el art. 3.2 del Reglamento dispone que: *“Cuando se realice una operación con valores negociables en un centro de negociación, los valores correspondientes se registrarán mediante anotaciones en cuenta en un DCV a más tardar en la fecha teórica de liquidación, a menos que ya hayan sido objeto de tal registro”*. Dicha fecha teórica de liquidación de las operaciones ejecutadas en un centro de negociación no puede ser posterior al segundo día hábil tras la contratación según el art. 5 del *Reglamento UE 909/2014*<sup>142</sup>.

Supone la atribución concreta de valores y fondos a las entidades participantes, y de éstas a sus clientes titulares de cuentas, mediante las oportunas órdenes de transferencia y la adecuada anotación contable, en cumplimiento de las mismas órdenes que son jurídicamente vinculantes<sup>143</sup> y que han de realizarse en un tiempo determinado a partir del cual puede incurrir en responsabilidad.

El texto articulado del Reglamento europeo, comprende algunos aspectos más sobre el registro, como se vislumbra en los arts. 3, ya citado, o el 31.1 del Reglamento, cuando habla de la posibilidad de que un tercero se haga cargo del registro contable: *“No obstante lo dispuesto en el artículo 30 y, cuando la legislación nacional así lo exija, una persona distinta del DCV podrá ser responsable del registro de anotaciones en las cuentas*

---

<sup>142</sup> Sigue el artículo 5 del Reglamento diciendo que: *“Este requisito no se aplicará a las operaciones que se negocien a título privado pero que se ejecuten en centros de negociación, a las operaciones ejecutadas bilateralmente, pero notificadas a un centro de negociación, ni a la primera operación en la que los valores negociables en cuestión sean registrados por vez primera en forma de anotación en cuenta con arreglo al artículo 3, apartado 2”*.

<sup>143</sup> El art. 39.3 del *Reglamento UE 909/2014* impone que corresponde a los DCV, por tanto, a la Sociedad de Sistemas, hacer *“públicas las normas por las que se rige la firmeza de las transferencias de valores y de efectivo en un sistema de liquidación de valores”*.

También conviene ver el, *Considerando 43: “La Directiva 98/26/CE dispone que las órdenes de transferencia cursadas a los sistemas de liquidación de valores de conformidad con las normas de dichos sistemas son jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros. Sin embargo, dado que la Directiva 98/26/CE no se refiere específicamente a los DCV que explotan sistemas de liquidación de valores, conviene, por motivos de claridad, que en el presente Reglamento se exija a los DCV que definan el momento o momentos en que las órdenes de transferencia se cursan a sus sistemas y adquieren carácter irrevocable de conformidad con las normas de dicha Directiva. Además, para aumentar la seguridad jurídica, los DCV deben informar a sus participantes del momento en que las transferencias de valores y efectivo, en un sistema de liquidación de valores, pasan a ser jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros de conformidad, cuando corresponda, con las normas de la legislación nacional. Los DCV deben tomar asimismo todas las medidas razonables para garantizar que las transferencias de valores y efectivo sean jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros a más tardar al final del día hábil de la fecha de liquidación efectiva”*.

*de valores mantenidas por el DCV*”, y, evidentemente, en los arts. 37 y 38 del Reglamento, que versan sobre la integridad de la emisión el primero, y sobre las cuentas que deben ofrecer los DCV el segundo, desarrollando lo expresado en los Considerandos expuestos, como muestra de la diversidad existente en los sistemas de registro de los países europeos, e incluso que la función de registro puede estar separada dentro de la liquidación en personas o entidades distintas del DCV.

Así pues, el ámbito del registro de valores está escasamente regulado en el Reglamento europeo, por no decir inexistente, quizá por ser consciente de la diversidad de sistemas de registro en los estados miembros y que dichos sistemas no se lograron armonizar, basta con contemplar el *Considerando 11 del Reglamento UE 909/2014* y los arts. 36 a 41 de dicho Reglamento<sup>144</sup>, en los que establece las cuentas que deben llevar los DCV y la obligación de ofrecer la segregación de cuentas, así como garantizar la integridad de la emisión, y poco más.

Dicho esto, queda claro que el concreto sistema, la organización y funcionamiento del sistema de registro, reside en la legislación nacional, en este caso en el TRLMV y legislación complementaria. Todo ello, sin perjuicio de las normas técnicas y reglamentos de ejecución que se reserva la Comisión Europea y la AEVM sobre aspectos determinados y el cumplimiento de las pautas que marca el Reglamento europeo citado.

**B)** Dado que el tema propuesto versa sobre la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por la llevanza del registro contable, ello significa que el estudio discurre esencialmente sobre este registro contable de los valores negociados en los mercados secundarios para los que es obligatorio su registro en un DCV, aunque se haga referencia también el sistema de registro de los no negociados en cuanto ayuda a comprender y

---

<sup>144</sup> Así parece indicarlo, por ejemplo, el art. 38.6 Reglamento UE 909/2014: 6. *Los DCV y sus participantes harán públicos los niveles de protección y los costes correspondientes a los distintos niveles de segregación que proporcionen, y ofrecerán estos servicios en condiciones comerciales razonables. La información pormenorizada sobre los distintos niveles de segregación incluirá una descripción de las principales implicaciones jurídicas de cada uno de los niveles de segregación ofrecidos, junto con información sobre la legislación en materia de insolvencia aplicable en las jurisdicciones pertinentes.*

completar el sistema adoptado por la LMV y porque también pueden llevarlos directamente los DCV.

Al respecto, cabe incidir previamente en un matiz del *Reglamento. UE 909/2014*, por lo que se trae a colación en primer lugar el *Considerando 11*, en el que textualmente dice:

*“Por motivos de seguridad, el presente Reglamento prevé el registro en forma de anotaciones en cuenta de todos los valores negociables admitidos a negociación o negociados en los centros de negociación regulados por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo y por el Reglamento (UE) no 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo. No procede que el presente Reglamento imponga el tipo de institución que ha de registrar los valores en forma de anotaciones en cuenta en el momento de la emisión, por lo que debe permitir desempeñar tal función a distintos agentes, incluidos los registradores de la emisión. No obstante, una vez que las operaciones con esos valores se ejecuten en los centros de negociación regulados por la Directiva 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n° 600/2014 o se ofrezcan como garantía real en las condiciones previstas en la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (9), esos valores deben estar registrados en el sistema de anotaciones en cuenta de un DCV a fin de garantizar, entre otras cosas, que todos ellos puedan liquidarse a través de un sistema de liquidación de valores. La inmovilización y la desmaterialización no deben suponer merma alguna de los derechos de los titulares de los valores, y deben realizarse de un modo que garantice que los titulares de los valores puedan verificar sus derechos”.*

Aunque el sistema de anotaciones está vigente en los mercados españoles<sup>145</sup>, cabe añadir que el art. 76 del Reglamento demora la entrada en vigor del apartado 1, art.

---

<sup>145</sup> Esa realidad que describe el Considerando citado no es tal en todos los mercados europeos, al menos de momento, puesto que la obligación del art. 3.1 del *Reglamento. UE 909/2014*, por el que *“todo emisor establecido en la Unión 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”* (con

3, estando plenamente vigente el apartado 2, por el que ya deben anotarse en el registro de un DCV mediante anotaciones en cuenta los valores existentes bajo esta forma, y, con mayor motivo, si la legislación nacional impone ya el sistema desmaterializado.

Como se ha visto, esta obligación afecta al modo de representación de valores, que deberán ser obligatoriamente anotaciones en cuenta en las fechas previstas en el art. 76 del Reglamento, pero no afecta al tema propuesto en la medida en que los artículos fundamentales, 36 a 41 del Reglamento están vigentes y son aplicables, por lo que es necesaria la existencia de un DCV como ya se ha dicho anteriormente<sup>146</sup>. En nuestros mercados de valores, donde ya existen las anotaciones en cuenta, con más razón son aplicables y, con independencia del sistema de registro de cada mercado, no pueden obviarse las exigencias de esos artículos que están marcando prácticamente el logro de unos resultados a conseguir, como los citados de segregación, costes, garantías jurídicas, etc.

En cualquier caso, las fechas de entrada en vigor van dirigidas a todos los emisores para que la constitución de valores, que se negocien o pretendan negociarse en mercados de la Unión Europea<sup>147</sup>, se realicen mediante anotaciones en cuenta, y

Cont. \_\_\_\_\_

lo cual es coherente y de necesaria aplicación también el art. 3.2 del *Reglamento. UE 909/2014*, por el que todos los valores “se registrarán mediante anotaciones en cuenta en un DCV...”), esta obligación del art. 3.1 está aplazada en virtud del art. 76 del *Reglamento UE 909/2014: Entrada en vigor y aplicación*<sup>145</sup>, hasta el 1 de enero de 2023 para los valores emitidos después de esa fecha, y a partir del 1 de enero de 2025 para todos los valores sobre los que se realicen operaciones en centros de negociación. La *Disposición transitoria cuarta* (del TRLMV): *Nuevo sistema de compensación, liquidación y registro de valores y aplicación del Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012*, ya tuvo en cuenta en su apartado 2, esta cuestión: “Las obligaciones que se derivan del Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012 serán exigibles de acuerdo con lo previsto en los artículos 69 y 76 del referido reglamento”.

<sup>146</sup> Además, ha de tomarse en consideración el art. 69.1 del *Reglamento. UE 909/2014*, por el que “Las autoridades competentes comunicarán a la AEVM qué entidades operan como DCV a más tardar el 16 de diciembre de 2014”. Es decir que ya era exigible la existencia de un DCV a partir de ese momento, que en nuestros mercados ya era la Sociedad de Sistemas.

<sup>147</sup> No todos los países disponen de mercados de valores consolidados y operativos desde hace tiempo, basta con ver las más recientes incorporaciones de países de la Europa oriental.

también a los centros de negociación a los que se refiere el Reglamento, porque sólo deberán admitir los de esa clase a partir de la fechas previstas, que sólo corrobora lo que ya se está haciendo en más de un país como el nuestro, donde los valores cotizados están anotados en cuenta desde la redacción primitiva de la Ley de Mercado de Valores en 1988<sup>148</sup>.

C) Aunque, por lo dicho en el párrafo precedente, parece que la elección sobre representación mediante títulos valores o mediante anotaciones en cuenta de los valores negociables, y hasta la plena vigencia de ese art. 3.1 del Reglamento, en España es una opción que corresponde a los emisores (art. 92 LSC), si bien tal facultad es indisponible<sup>149</sup> en la legislación nacional, porque el art. 6.2 TRLMV no deja lugar a dudas:

*“Los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación estarán necesariamente representados mediante anotaciones en cuenta”.*

Sólo contempla la excepción de representarse mediante títulos cuando se trate de valores extranjeros que se admitan a negociación en los mercados españoles, e incluso éstos deberán representarse mediante anotaciones en cuenta en las fechas señaladas por el art. 76 del Reglamento. UE 909/2014, si es que aún no lo están.

Y, aunque el art. 6.3 LMV, permite la reversibilidad<sup>150</sup>, tanto de los títulos como de las anotaciones conforme determine el desarrollo reglamentario, la reversión de

---

<sup>148</sup> Aunque en la práctica tuviesen que esperar al desarrollo reglamentario efectuado por el RD 112/1992 y la creación del SCLV como se ha visto.

<sup>149</sup> Sobre esta opción por el emisor véase GONZÁLEZ CASTILLA, F. *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*: obra citada, página 252 y siguientes, quien ya advertía, en referencia a la regulación del RD 116/1992, que la autonomía de la voluntad en este campo era limitada. También ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*. Ed. Cívitas. Madrid 1995. Pág. 240.

<sup>150</sup> La modificación de la reversibilidad se produjo por la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, en la Disposición final Primera que modificó el entonces art. 5 de la LMV, y que recogió la *Disposición transitoria cuarta* del Texto

anotaciones a títulos parece difícil de realizar en el caso de valores negociados en los mercados secundarios, porque el desarrollo reglamentario, cumplido en el *RD 878/2015*, en el art. 5, establece como requisitos la autorización previa de la CNMV y que se trate de valores de escasa difusión. Si a ello se añade que el art. 5 remite al art. 30, que reitera que *“Los valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores o en un sistema multilateral de negociación habrán de representarse necesariamente por medio de anotaciones en cuenta, teniendo en cuenta las especialidades previstas en el artículo 38 para los valores extranjeros”*, cabe concluir que los valores negociados en los mercados nacionales han de estar obligatoriamente representados mediante anotaciones en cuenta<sup>151</sup>.

Abunda en las razones expuestas lo dicho sobre el Reglamento comunitario, pues en las fechas citadas deberán ser imperativamente anotaciones en cuenta, y carecería de sentido autorizar una reversión de anotaciones a títulos que se percibe contraria a la realidad futura.

De conformidad con lo expuesto, la elección del modo de representación por los emisores sólo es cierto si se trata de valores que no se pretendan negociar en el mercado de valores. En cualquier caso, si se opta por el sistema de anotaciones en cuenta, la *Ley de Sociedades de Capital*, en el art. 118, determina que: *“Las acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta se registrarán por lo dispuesto en la normativa reguladora del mercado de valores”*. Elegido este modo de representación es evidente que están sujetos a todo el sistema de anotaciones y en consecuencia al sistema de registro contable por ser el contemplado en el TRLMV y que deviene imprescindible en el sistema de anotaciones.

Cont. \_\_\_\_\_

refundido de la actual LMV. Allí, en esa Transitoria, recogió también el aplazamiento de la entrada en vigor de determinados preceptos de la LMV hasta las fechas que se señalasen en la *Ley 11/2015, de 18 de junio*, o en las normas de desarrollo, lo cierto es que esa Transitoria no contempla un aplazamiento del art. 6 LMV (que entonces correspondía al art.5), por lo que es plenamente aplicable.

<sup>151</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, F., en *Representación de acciones...* (obra citada, pág. 256), señalaba en 1999, fecha del libro, que algunas sociedades que salieron del mercado mantuvieron los títulos anotados, incluso el doble escalón.

Cabe añadir que el art. 4 del *Reglamento. UE 909/2014*, exige el control de este modo de representación y registro de las anotaciones en cuenta<sup>152</sup>, por tanto no es sólo un mandato dirigido a los emisores y a los centros de negociación, sino también directamente a las autoridades supervisoras de los mercados, es decir, a la CNMV, y, en la medida que el TRLMV les atribuya competencias, al Banco de España y al Ministerio de Economía, sometidos a responsabilidad sobre el cumplimiento de las normas citadas, porque también expresamente el art. 8 y 9 a 15 del Reglamento les atribuye el control del cumplimiento normativo e incluso de las sanciones que se impongan.

## **2. Características del registro contable.**

### *2.1. Registro privado.*

Es un registro privado<sup>153</sup> llevado por entidades privadas<sup>154</sup>, tanto si se trata de la Sociedad de Sistemas, como si se trata de Empresas de Servicios de Inversión o

---

<sup>152</sup> *Reglamento. UE 909/2014. Artículo 4. Control del cumplimiento.*

1. Las autoridades del Estado miembro en que esté establecido el emisor que emita valores velarán por la aplicación del artículo 3, apartado 1.

2. Las autoridades competentes para la supervisión de los centros de negociación, incluidas las autoridades competentes designadas de conformidad con el artículo 21, apartado 1, de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (23), velarán por que se aplique lo dispuesto en el artículo 3, apartado 2, párrafo primero, del presente Reglamento cuando los valores a que se refiere el artículo 3, apartado 1, del presente Reglamento se negocien en centros de negociación.

3. Las autoridades de los Estados miembros responsables de la aplicación de la Directiva 2002/47/CE velarán por el cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 3, apartado 2, párrafo segundo, del presente Reglamento cuando los valores a que se refiere el artículo 3, apartado 1, del mismo se transfieran a raíz de un acuerdo de garantía financiera, según se define en el artículo 2, apartado 1, letra a), de la Directiva 2002/47/CE.

<sup>153</sup> GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*; (citado), pág.142; advierte que “no optaron por la creación de un nuevo sistema de publicidad registral bajo la tutela de la Administración pública” por una doble razón, una histórica, pues en la custodia de los títulos físicos estaba la administración de la industria financiera, y otra económica, pues esta última habría implicado “expropiar al sector financiero toda una rama de actividad”. En su momento hubo quien preconizó la adopción de esa solución, como puede advertirse en el “Documento de Trabajo sobre la comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo titulada Mecanismos de Compensación y Liquidación en el Unión Europea - Cuestiones principales y

Entidades participantes, que revisten todas la forma de sociedad anónima y no son administraciones públicas<sup>155</sup>, ni sociedades públicas con forma privada, teniendo la naturaleza puramente mercantil de las sociedades anónimas (art. 2 LSC), ni tan siquiera órganos administrativos<sup>156</sup>, no están a cargo de funcionarios públicos, ni asimilados, ni

Cont. \_\_\_\_\_

*desafíos futuros*”, de 7 de octubre de 2.002, ponente: ANDRIA, Generoso, advierte de la propuesta, sobre los “Depositorios Centrales de Valores” y “Contrapartes Centrales”, que deberían tener el estatuto jurídico de “estructuras de servicio público, dado que prestan servicios básicos de compensación y liquidación de interés general”. Las alternativas eran entre un registro público o privado, y dentro de ellos, optar por un registro de titulares o de bienes, etc. La doctrina, junto con el trasvase de las características propias de los títulos, y frente al paso a un sistema de registro, tuvo que guiarse también por muchos de los principios registrales, la mayoría tomados, de los sistemas y principios existentes en el derecho registral público sobre el que existe una mayor literatura jurídica.

<sup>154</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus funciones normativas*” (citado), pág. 46, señala que: “los registros de anotaciones no están a cargo de un funcionario público, sino de entidades privadas, que realizan una actividad de interés público (como se deduce de la autorización administrativa necesaria para el ejercicio de la actividad). ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico* (citado), pág. 845. FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis: *Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores*, en RCI, nº 593, julio-agosto 1989, pág. 1219, no es un registro administrativo, y habla del “dudoso carácter público de asientos y certificados extendidos”. DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico*. (citado), pág. 160, quien también mantiene esta característica de registro privado, por lo dicho anteriormente de las relaciones entre gestores del registro, y titulares de los valores.

<sup>155</sup> No se crean conforme al art. 103 de la C.E., que establece el “principio de legalidad orgánica”, por el cual los órganos de la administración son creados rigidos y coordinados de acuerdo con la Ley, pudiendo ver sobre el tema a PÉREZ TREMP, Pablo, en AA.VV.: *Dret Constitucional*, Vol II, Ed. Tirant lo blanch, Valencia 1995, pág. 186, y la calificación de estas Administraciones como “institucionales”, citando precisamente como ejemplo de éstas y del grado de amplia autonomía de la que gozan, a la CNMV, sometidas casi exclusivamente al control del legislador y a escasos instrumentos de tutela y control de las administraciones territoriales y que es el modelo seguido en el art. 14.1 de la LMV, por el que se crea la CNMV: “La Comisión Nacional del Mercado de Valores es un ente de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que se regirá por lo establecido en la presente Ley y en las disposiciones que la completan o desarrollan. Pero ni la Sociedad de Sistemas, ni las ESI, reúnen los requisitos señalados, ni los del Título Preliminar de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común y sus modificaciones posteriores, que, sin embargo, sí reúne la CNMV, al establecer el art. 14.2 LMV (redacción original), que “en el ejercicio de sus funciones públicas” deberá actuar de conformidad con la propia LMV, con arreglo a la Ley 30/1992 citada, y a la Ley 6/1997, de 14 de abril de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado. Actualmente las referencias han de hacerse a la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público. TÍTULO II. Organización y funcionamiento del sector público institucional. CAPÍTULO I. Del sector público institucional.

<sup>156</sup> Sobre los órganos administrativos puede verse ORTEGA, Luis: *Órganos de las Administraciones Públicas*, en “La Nueva Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común” (LEGUINA VILLA, Jesús y SÁNCHEZ MORÓN, Miguel, directores), Ed. Tecnos, Madrid 1993, pág. 71 y ss., quien considera que los requisitos necesarios de los órganos administrativos son, de un lado, la integración en una Administración pública y su dependencia jerárquica, de otro, la

sus actos o decisiones revisten las características para ser considerados reglamentos o actos administrativos. Son, existiendo amplio acuerdo entre los autores, sociedades anónimas especiales y especializadas, tal como se ha visto anteriormente.

## 2.2. Registro Contable<sup>157</sup>.

En el sentido de que las anotaciones están más próximas a los asientos contables, de saldos, que al sistema de registro de bienes (Registro de la Propiedad), o al de personas, esencialmente de las jurídicas, y sus cualidades (Registro Mercantil) y el contenido de los valores anotados, y derechos y obligaciones asociados, no viene determinado por lo que conste en el registro, sino en la escritura de constitución o emisión, de la que el DCV debe tener siempre una copia, aunque se trata también de un sistema de registro de titularidades<sup>158</sup>.

Cont. \_\_\_\_\_

delimitación de sus funciones y competencias, según el art. 12 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico y sus modificaciones. Faltando alguno de esos requisitos no puede hablarse de órgano administrativo.

<sup>157</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 286 y ss. sobre el registro contable, su configuración y características. ALONSO ESPINOSA, Francisco José: *Intereses del inversor y derecho del Mercado de Valores* (citado), pág. 455, señala que “*el modo traslativo se resume en una operación de abono y adeudo en las respectivas cuentas de valores de adquirente y transmitente (art. 31.4 RD 116/1992)*” y que es lo que el art. 11.1 LMV, denomina transferencia contable, aunque otros preceptos del RD 116/1992 hablaban de inscripciones. En contra, PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, Antonio: *Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los títulos valores*. En Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells / coord. por Antonio Polo Díez, Vol. 3, 1994; pág. 212, habla de que se le llama registro contable, pero, “*a la hora de la verdad, se habla de inscripciones de acuerdo con la más acrisolada tradición hipotecaria (véanse arts. 36, 37, 38, 39, etc., del Real Decreto)*. No puede ser de otro modo ¿Cómo, si no, se va a contabilizar un derecho real limitativo del dominio o un derecho prendario? Sigue diciendo que casi todos los principios hipotecarios aparecen en el tema: inscripción declarativa, principios de rogación y titulación auténtica, prioridad y tracto sucesivo, la publicidad material bajo la investidura de legitimación, y fe pública registral, por lo que sólo falta la calificación.

<sup>158</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 349, dice que “*en cuanto al carácter de la inscripción, la Ley no especifica si debe ser individual, una por derecho y titular, o múltiple por cada clase de valor. El Reglamento ha configurado un mecanismo de anotación múltiple: de saldo fungible de valores por cada titular*”.

Dicho lo anterior, el registro contable no es constitutivo de los valores, pero sí lo es de las anotaciones en cuenta, no existen las anotaciones en cuenta si no existe el registro contable<sup>159</sup>. La existencia de la anotación en cuenta está ligada al registro, aunque sólo sea por la imposibilidad de negociar bienes intangibles si no se atan a un sistema documental (títulos) o registral (anotaciones, inscripciones).

El registro contable abre cuenta y se lleva por emisiones de valores homogéneos, es decir agrupados según su emisión<sup>160</sup>, características y contenido iguales, en unidad de representación a la que alude el art. 2 RD 878/2015 y sin olvidar el art. 18, al advertir que los valores anotados *“correspondientes a una misma emisión que tengan unas mismas características tienen carácter fungible”*.

También ha de tenerse presente que las anotaciones realmente son de saldos de valores, sin entrar aquí en la polémica sobre derechos-valor o derechos mobiliarios<sup>161</sup>, pero ciertamente los valores negociables han perdido la característica documental que tenían los títulos-valor, o la los bienes muebles<sup>162</sup> aunque el art. 13 TRLMV equipare la anotación a la transmisión documental. Por ello, es más semejante a los libros de contabilidad, donde se anotan cantidades y saldos de los acreedores o deudores, pero no estrictamente bienes.

Si no quedaba excesivamente claro que se trata de un *registro contable* en los primeros pasos del sistema de registro, en la actualidad y por la dicción y exigencia del

---

<sup>159</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés, en *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación*. En La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 758.

<sup>160</sup> En la práctica, agrupados bajo un mismo código ISIN, véase el art. 32.1 RD 878/2015.

<sup>161</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés, en *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación*. En La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 751 a 796 y en RECALDE CASTELLS, Andrés: *Acotación del Derecho de los mercados de “Valores” e “instrumentos financieros” en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)*, en RDBB, núm. 118; Abril-Junio 2010.

<sup>162</sup> PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, Antonio: *Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los títulos valores* (citado), pág. 212: *“hemos descubierto el Registro de la Propiedad al mismo tiempo que prescindimos del carácter real de los derechos llamados a registrarse”*, acogiendo la tesis de FERNÁNDEZ DEL POZO. Y para ALONSO ESPINOSA, Francisco José: *Intereses del inversor y derecho del Mercado de Valores* (citado), pág. 431, pues parte de la idea previa de que los valores son derechos patrimoniales.

Reglamento UE 392/2017, art. 59. 1 in fine, no queda duda al hablar de *contabilidad por partida doble*, pues según el mismo:

*"Los DCV llevarán una contabilidad por partida doble, según la cual a cada abono en una cuenta de valores mantenida por el DCV, de forma centralizada o no centralizada, le corresponderá un adeudo en otra cuenta de valores mantenida por el mismo DCV".*

Aunque esta exigencia se halla contenida en un precepto dedicado a "*medidas generales de conciliación*", es decir, a la obligación de velar por la integridad de las emisiones, la norma es clara respecto al modo en que deben ser llevadas las cuentas por todos los participantes, tanto la Sociedad de Sistemas como las entidades participantes. Véase sobre ello el *Considerando 39* del citado Reglamento Delegado:

*"Los registros mantenidos por los DCV deben estar estructurados y permitir un fácil acceso a los datos conservados por las autoridades competentes que participan en la supervisión de los DCV. Los DCV deben velar por la exactitud y actualidad de sus registros de datos, incluida la contabilidad completa de los valores que mantengan, con el fin de que puedan servir de fuente de datos fidedigna a efectos de supervisión".*

En el caso de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta no puede obviarse que, según el art. 18 del RD 878/2015, los valores son fungibles, y, "*En consecuencia, quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada o saldo de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores*". Esta característica de la fungibilidad supone que el titular lo es de cantidades, saldos<sup>163</sup>, y es lo que se anota, tanto en el Registro Central como en los de detalle, no de

---

<sup>163</sup> En el actual art. 39 del RD 878/2015, ha desaparecido la mención que había en el art. 36 del art. 36 del RD 112/1992, en el cual exigía la escritura de constitución o de emisión, más la anotación en favor de los suscriptores o adquirentes.

valores individualizados que respondería a un sistema de registro de bienes<sup>164</sup>, donde constaría la descripción y características del bien de que se trate.

La anotación contable de los valores no es una simple declaración de conocimiento de un acto o negocio jurídico, con fines de información y rendición de cuentas<sup>165</sup>, aunque se utilicen técnicas que provienen de otras materias, en este caso contables y no propiamente jurídicas, pues los efectos de esta anotación son equiparables, por disposición expresa del art. 11 LMV, a la tradición de los títulos (art. 545, C. de Co.), y no a los efectos de la contabilidad. Como afirma GONZÁLEZ CASTILLA<sup>166</sup>, *“el sistema de representación nace unido a un determinado sistema de liquidación y compensación, y de ahí las referencias contables, que tienen más que ver con la cuenta corriente que con los registros de seguridad jurídica”*.

Se trata pues de un registro de *titularidades y saldos*, aunque el objeto del registro contable es la anotación de los valores<sup>167</sup>, han de matizarse varias cuestiones, pues,

---

<sup>164</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis: *Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores*, en RCI, N<sup>o</sup> 593, julio-agosto 1989, pág. 1219, y califica al registro contable como *“registro de seguridad jurídica”*, de bienes muebles registrables, de inscripción, completo o pleno, pues se inscriben todas las transmisiones de los valores emitidos y la constitución de toda clase de derechos reales limitados.

<sup>165</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*. (citado), pág.369: *“Según la LMV la inscripción del comprador se equipara a la tradición como modo de adquisición de la propiedad y demás derechos reales y determina la posición jurídica del titular. La anotación parece equipararse en sus efectos a las inscripciones registrales de titularidades. Sin embargo, el origen de la terminología parece tener raíces distintas. La representación de valores privados mediante anotaciones en cuenta, aunque de aplicación potencial a todo valor, surge como solución a la masificación de un determinado mercado, la Bolsa, en una fase determinada del intercambio de valores, el de la liquidación. En la fase de negociación, los valores eran tratados como fungibles ya antes del Decreto 1.128/1974. El problema se presentaba por los trámites identificativos y transmisivos que los títulos-valores conllevaban en el momento de la liquidación de la operación concertada. Es así, por tanto, que el sistema de representación, aun siendo una realidad autónoma, nace unido íntimamente a un determinado sistema de liquidación y compensación que funciona básicamente sobre cuentas. De aquí provienen las referencias contables que tienen más que ver con la cuenta corriente que con los registros de seguridad jurídica”*.

<sup>166</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*. (citado), pág.370. También SANTOS MARTÍNEZ, Vicente: *Acciones y obligaciones representadas*, en Derecho de sociedades anónimas: (en homenaje al profesor José Girón Tena), Tomo II, Vol. 1, Ed. Civitas, Madrid 1994, págs.428 a 430, mantiene que se trata de un registro de seguridad jurídica.

<sup>167</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico* (citado), pág. 841, en que se trata de un registro de valores. Para GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus funciones normativas* (citado), pág. 46, en el caso de los valores no cotizados, en los que no existe el doble escalón, *“el registro contable de la emisión no es sino un*

como se acaba de decir, se asemeja más al funcionamiento de las cuentas de clientes en contabilidad en las que se anotan las entradas y salidas, aunque no sea del todo exacto, pero sí interesa hacer constar que no es un registro personal, no se anotan sus circunstancias personales, aunque sea imprescindible la identificación del titular, sólo tienen cabida la titularidad y los saldos de valores, se identifica a los titulares (art. 32 y 33 RD 878/2015), con los desgloses dentro de la cuenta que resulten justificados<sup>168</sup>, para cada categoría de valores, bien por causa de un gravamen, bien para hacer constar otras circunstancias, como, por ejemplo que se encuentren los valores bloqueados porque se haya expedido un certificado, sobre todos o parte de los valores.

### 2.3. Objeto del registro contable<sup>169</sup>.

El *objeto del registro contable* son las anotaciones en cuenta de valores negociables<sup>170</sup>, de saldos de los mismos<sup>171</sup>, e instrumentos financieros. El art. 2 de la Cont. \_\_\_\_\_

*registro de titulares de derechos... La inscripción contable identifica el titular, no a los valores; éstos son intercambiables y sólo aparecen cuantificados en el saldo".* Idea que desarrolla a partir de la página 289, los bienes, al ser fungibles e intercambiables, lo que se anota son saldos, identificados por su titular, con independencia de que pueda realizarse un seguimiento de los valores concretos, a través de las claves de identificación de cada operación, las referencias de registro, pero lo que se anota no es la relación histórica de cada bien (el valor), sino la cantidad de bienes de cada titular, que en la Sociedad de Sistemas, se desglosan en las cuentas propias de cada ESI y las que lleva cada una de estas por cuenta de terceros, mientras en el registro de detalle se desglosa e individualiza por titulares, además de por cada clase de valor. MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: *Valores mobiliarios anotados en cuenta*, Ed. Aranzadi, Pamplona 1997, pág. 84, prefiere hablar de registro de inscripción, en contraposición al registro de documentos o a la copia íntegra de éstos.

<sup>168</sup> Véase el art. 19 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, sobre la estructura del registro contable, en el cual se detallan las cuentas que han de llevarse y la información que ha de constar en ellas.

<sup>169</sup> No se entra en la distinción entre títulos valores y valores anotados. Para ello puede verse las críticas a la asimilación entre ambos que realiza RECALDE CASTELLS, Andrés, en *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación*. En La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 751 a 796. El autor pone en cuestión, creemos acertadamente, la equiparación entre ambos modelos de representación, pues *"la modificación (rectius la transformación) del soporte al que se vincula el derecho no deja de condicionar el tipo de tutela y el mismo concepto de título valor. La reforma de la postcontratación refuerza esa idea.* El cambio en el tipo de tutela es evidente, se pasa de la tutela basada en la posesión del título a la tutela derivada del registro.

LMV, tal como ha quedado tras la aprobación del *Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*, sigue el criterio de enumeración<sup>172</sup>, aunque caben otros pues el apartado 1 de ese artículo faculta al Gobierno para modificar dicha relación de valores e instrumentos financieros, es decir, el valor en cuenta es instrumental<sup>173</sup>, es un modo de

Cont. \_\_\_\_\_

<sup>170</sup> Para GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 344 a 347, el objeto de anotación son los valores, en plural en la redacción de su obra, en el entendido que es aplicable a diferentes tipos de ellos y los saldos de valores. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta*; (citado) págs. 108 a 117. Recuérdese que según esta Directiva MIFID II, art. 4.1.44, son «valores negociables»: las categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, con excepción de los instrumentos de pago, como:

a) acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades, y certificados de depósito representativos de acciones;

b) bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los certificados de depósito representativos de tales valores;

c) los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

<sup>171</sup> Dado que la Sociedad de Sistemas anota diversidad de valores, si se trata de acciones el saldo que se anota es de una cantidad determinada de valores, mientras que, si se trata de deuda el objeto de anotación son cantidades de dinero, no de valores.

<sup>172</sup> El *Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*, aprobado por el *Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre*, ha modificado el art. 2, remitiendo al Anexo para observar los valores que se incluyen en el mismo:

“a) Valores negociables, entendiéndose como tales cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, incluyendo las siguientes categorías de valores, con excepción de los instrumentos de pago:

1.º Acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, y recibos de depositario.

2.º Bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los recibos de depositario representativos de tales valores.

A efectos de lo dispuesto en esta ley se entenderá por representativos de acciones los valores negociables en el mercado de capitales, que representan la propiedad de los valores de un emisor no residente, y pueden ser admitidos a negociación en un mercado regulado y negociados con independencia de los valores del emisor no residente.

3.º Los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

<sup>173</sup> Que, a efectos de la LMV, la anotación en cuenta es instrumental es innegable, es un modo de representación de valores e instrumentos financieros que resuelve un problema práctico de funcionamiento del mercado, evitando el trasiego de papel que supone la representación cartular, o la ficción de ese movimiento, pues, como se ha visto, en los Mercados de Valores, no se producía ningún movimiento físico de papel, al estar los títulos inmovilizados en depósitos, lo que llevó a afirmar a PAZ ARES: *La desincorporación de los Títulos-valor*. RDM, n.º 219, 1996 pág. 23, “¿Para qué emitir un título cuando su único destino es dormir el sueño de los justos en las cámaras de depósito bancarias?

representación que sustituye a los tradicionales títulos, y, en su caso, a los variados instrumentos financieros, porque lo que se pretende con ella es facilitar el funcionamiento ágil del mercado, y sirve para dejar constancia de las titularidades, saldos y demás circunstancias de cada valor o instrumento financiero que se negocie. La Ley quiso que fuesen equivalentes a los antiguos títulos valores negociados en las bolsas, aunque no todos ellos participen de las mismas características y dio origen a un amplio debate entre los tratadistas sobre la anotación contable, sobre si se trataba de valores negociables y valores mobiliarios, así como cuál era su naturaleza y características,<sup>174</sup>,

---

<sup>174</sup> PÉREZ DE LA CRUZ, Antonio: *La crisis documental de los títulos valores*, en *“Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a Evelio Verdura y Tuells)”*, tomo III (citado) reconoce la dificultad de elaborar un concepto, sin embargo, se anticipa a la extensión de los valores negociables que se realizaría en el RD 291/92, al modificarse el mismo, al decir que: *“el Mercado de Valores se refiere a los valores mobiliarios, efectos de comercio y activos financieros registrados, entendiendo por estos últimos cualquier derecho de contenido patrimonial constituido a favor de quien ha contribuido junto con otras personas a suministrar recursos al deudor y susceptible de transmisión sin conocimiento de éste pero con reflejo en un Registro adecuado cuyos asientos se reputan correctos en beneficio de terceros”*

<sup>174</sup> Dentro de los autores que han tratado el tema podemos citar, como punto de partida a EIZAGUIRRE, José María de: *Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos valores*, en RDM, nº 163, 1982, pág. 9 y ss. quien volvería sobre el tema en *La opción por el concepto amplio de título-valor* RDBB, enero-marzo, 1995. En GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*. (citado), págs. 201 a 248. También a SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: *A modo de prontuario sobre una reforma polémica: La Ley 24/1988 del Mercado de Valores*. RDM, nº 192, abril-junio 1989, pág. 269: *“Títulos y Anotaciones deberán reunir características homogéneas (es decir tratarse de cosas fungibles) que aseguren la objetivación del bien, posibilitando su intercambio masivo y haciendo indiferente las características personales de los sucesivos titulares, notas distintivas sobre las que cimienta la nueva Ley el concepto de negociabilidad”* También del mismo autor: *La reforma de los títulos en España”* (citado), pág. 2351, *“en el mercado de emisiones han ido generalizándose técnicas que permiten configurar bajo la forma de valores derechos que, nunca tuvieron ese carácter, o que, habiéndolo tenido, reciben ahora nuevos cometidos o un nueva función.* RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta*. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia 2006; págs. 63 a 80. También ALONSO ESPINOSA, Francisco José: *Intereses del inversor y derecho del Mercado de Valores*, RDM, nº 208, abril-junio 1993, pág. 415 y ss., quien distingue entre valores negociables, en sentido estricto, de los valores mobiliarios simples, partiendo de la idea previa de que los valores son derechos patrimoniales. SANTOS MARTÍNEZ, Vicente: *Acciones y obligaciones representadas por medio de anotaciones en cuenta* (citado), pág. 392, quien asimila valor a derecho y negociabilidad a algo más que la transmisibilidad, y que debe definirse en términos de un mercado. MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: *Valores Mobiliarios anotados en Cuenta* (citado), pág. 77, quien critica la indefinición de la LMV, dado que la ley lo es precisamente de “valores”, quien considera, a la luz también del RD 116/1992, que el valor negociable es *“un derecho de contenido patrimonial, que sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal, y que ese tráfico tenga lugar en un mercado de índole financiera”*. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico* (citado), pág. 827, que considera el valor negociable como *“derecho patrimonial caracterizado por su negociabilidad y su agrupación”*. PAZ ARES, Cándido: *La desincorporación de los Títulos-valor* (citado). CACHÓN BLANCO, José Enrique: *Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero”* RDM nº 221, julio-septiembre 1996, pág. 773 y ss. También *Las emisiones de valores negociables*. En *“Contratos sobre Acciones”*. Ed. Civitas y Consejo General de los

En este trabajo, sin desconocer las aportaciones doctrinales, sólo interesen los valores que se negocien en los mercados financieros<sup>175</sup> y no los demás instrumentos financieros<sup>176</sup> y, consecuentemente, su anotación en el registro contable.

Sirvan estas líneas para dejar constancia del debate suscitado en su momento y de un intento de poner orden en la cuestión que realiza RECALDE CASTELLS<sup>177</sup>:

*“...estableciendo que la distinción entre los valores negociables y los demás instrumentos financieros carece de consecuencias. Tras las dificultades para determinar el “objeto” al que la Ley se refiere, termina por apreciarse la irrelevancia de la distinción entre valores negociables y otros instrumentos*

Cont. \_\_\_\_\_

Colegios Oficiales de Corredores de Comercio. Madrid, 1.994. DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico*. Revista Derecho de Sociedades, nº 4, abril 1995, pág. 151.

Los manuales generales también tratan el tema, señalando las características de los valores, así puede verse en VICENT CHULIÁ, Francisco: *“Introducción al Derecho Mercantil”* citado, pág. 826, quien distingue entre valores negociables e instrumentos financieros, añadiendo que, este último, incluye todo lo que no cabe en el concepto de valor negociable, como los contratos de derivados financieros a plazo, y aunque su subyacente sea no financiero (mercancías, materias primas...).

<sup>175</sup> Las bolsas tradicionales del país negocian principalmente los títulos de renta variable (acciones, fondos cotizados y *warrants*), mientras el mercado BME Renta Fija lo hace sobre los valores, tanto públicos como privados, de renta fija (deuda, pagarés y letras públicos, o bonos, pagarés y otros productos privados), o también el MEFF sobre productos derivados. AIAF es el mercado español para la Deuda Corporativa o renta fija privada integrado en Bolsas y Mercados Españoles, que dirige el MARF, (Mercado Alternativo de Renta Fija) que es una vía para la emisión de títulos de Renta Fija más flexible que la de los mercados oficiales. También el MAB (Mercado Alternativo Bursátil). Estos dos últimos se configuran como sistemas multilaterales de negociación. El registro contable del MEFF (mercado secundario oficial), como el de los derivados financieros (futuros y opciones IBEX 35, futuros y opciones sobre acciones, futuros sobre el índice de dividendos, futuros sobre dividendos de acciones y futuros sobre el Bono Nocial 10 años) y para instrumentos derivados sobre electricidad (MEFF Power), corresponde a BME Clearing.

<sup>176</sup> El art. 217 LMV, establece una relación de instrumentos “no complejos”, además de distinguir, en sus arts. 203 a 205 LMV, a los clientes entre minoristas y profesionales. Sobre productos complejos y estructurados, puede verse como ejemplo, la STS 102/2016, de 25 de febrero de 2016, ECLI: ES:TS:2016:610. Aunque exceda con mucho el ámbito de este estudio, téngase presente que la propia Ley del Mercado de Valores obliga en los arts. 208 a 216 a estrictas medidas de información de riesgos, incluso de idoneidad y conveniencia de los productos que ofrece según el perfil de cada cliente, y que también, debido a la crisis, han sido numerosos los asuntos que han llegado hasta el Tribunal Supremo, quien ha tenido que pronunciarse sobre estos extremos, como puede verse en las recientes sentencias, como la STS 335/2017, de 25 de mayo de 2017, ECLI: ES:TS:2017:2051, sobre déficit de información en relación con los productos financieros derivados, con remisión a numerosos pronunciamientos anteriores.

<sup>177</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés: *Acotación del Derecho de los mercados de “Valores” e “instrumentos financieros” en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)*,(citado), pág. 30.

*financieros. Ahora, privando a aquella noción de cualquier efecto normativo, se hace superflua y prescindible, pues los efectos que se le anudaban se vinculan a los instrumentos financieros. La Ley misma señala que “a los instrumentos financieros distintos de los valores negociables, les serán de aplicación, con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables” (art. 2, párrafo segundo, LMV). La modificación del centro de referencia desde el valor negociable al instrumento financiero ha sido meramente léxica, pero carece de consecuencias normativas”.*

Este autor se manifiesta con rotundidad acerca de la innecesaria distinción: *“Lo que resulta imposible es que un concepto tan amplio y difuso como el de instrumento financiero que responde, finalmente, a criterios económicos, pueda definirse por notas o caracteres cerrados que delimiten una disciplina jurídica, como, tampoco sirve, en ningún caso, para acotar todos los sectores del Derecho del mercado de valores. Es necesario acudir, por tanto, a una delimitación funcional del instrumento financiero en cada sector del Derecho del mercado de valores (emisiones en el mercado primario, admisión a cotización, normas de conducta, insider dealing, OPAs, etc.)”.* Y habrá que darle la razón a la vista de los nuevos instrumentos financieros surgidos en los años posteriores a la LMV y la expansión de los mismos, que también son objeto de negociación en los mercados y representados mediante anotaciones en cuenta y que el acento, como señala, se haya puesto sobre los instrumentos financieros, tal como hace la *Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (Directiva MiFID)* siendo los valores negociables uno más de éstos, pero no los únicos.

#### 2.4. Sistema de tenencia de los valores anotados.

Se ha hablado del registro contable y del objeto del mismo, pero conviene hacer algunas consideraciones sobre su encaje en los sistemas al uso. En el Considerando 11 del *Reglamento UE 909/2014*, manifiesta que el Reglamento no impone un modo de registrar los valores<sup>178</sup>, también se entrevé en el Considerando 39 (sobre la responsabilidad compartida en caso de entidad registradora inicial diferente del DCV), y específicamente en el Considerando 42, desplegado en el art. 37.2 (sobre integridad de la emisión) del *Reglamento UE 909/2014*. Considerandos que explican algunas cuestiones a la vez que ponen de manifiesto la falta de mayor concreción<sup>179</sup> del Reglamento respecto del sistema de registro.

El art. 9 de la LMV, lleva por título: “*Sistema de registro y tenencia de valores*”, siendo significativo que impone el mismo a “*todo depositario central de valores que preste servicio en España*”, como una clara indicación de ser una cuestión nacional el modo de organizar y llevar el registro, obligando a los DCV que presten servicios en este país a seguir el régimen jurídico establecido en la LMV y su legislación de desarrollo, fundamentalmente el RD 878/2015.

En los mercados internacionales de valores esencialmente existen dos sistemas de tenencia y depósito-registro de valores, los de tenencia directa y los de tenencia indirecta. Entre los sistemas de registro hay diferencias sustanciales, pues en el seno de

---

<sup>178</sup> Existen sistemas en los que los DCV no son los depositarios iniciales de la emisión de valores, ni del posterior registro de los valores negociados en los mercados, aunque tengan atribuido siempre el control de la integridad de los valores como se observa en los arts. 36 y 37 del *Reglamento UE 909/2014*.

<sup>179</sup> Observando los Considerandos vemos que, en el 11, no impone un método de registro inicial, ni el tipo de institución que ha de registrarlos, aunque sí indica claramente que, “*esos valores deben estar registrados en el sistema de anotaciones en cuenta de un DCV*”.

En el Considerando 39, advierte sobre los sistemas de tenencia directa que “*no debe impedir que los Estados miembros que autoricen los sistemas de tenencia directa puedan disponer en sus respectivas legislaciones nacionales que otras partes, además de los DCV, desempeñarán o podrán desempeñar determinadas funciones que en otros tipos de sistemas de tenencia de valores son desempeñadas normalmente por DCV, y que puedan especificar de qué manera deberán desempeñarse tales funciones*. Y el Considerando 42 que se refiere a que “*El presente Reglamento no debe afectar a la legislación nacional que regula en cada Estado miembro las tenencias de valores y los dispositivos destinados a mantener la integridad de las emisiones de valores*”.

la Unión Europea y fuera de ella, coexisten sistemas de tenencia directa con los de indirecta. con diferentes niveles de segregación y protección de los valores y cuentas. Pero la cuestión no queda clara con lo dicho, pues algunos estudios afirman que el sistema de tenencia directa se corresponde con los sistemas de escalón único<sup>180</sup> con plena identificación de los titulares finales.

Sin embargo, el criterio diferenciador mayoritariamente usado, considera como de tenencia directa<sup>181</sup>, aquel en los que el cliente de las entidades encargadas del registro (en nuestro sistema en los dos escalones) es el titular de los valores y puede ejercer sus derechos frente al emisor y terceros. Los sistemas de tenencia indirecta se asocian con aquellos sistemas en los que los clientes simplemente ostentan un derecho de crédito por un saldo de valores frente a la entidad depositaria que es quien ostenta la

---

<sup>180</sup> En el Informe conjunto CNMV - Banco de España: *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*. (obra citada, pág. 18), distingue los modelos de tenencia directa o indirecta en función de si se trata de sistemas de *escalón único* o de *doble escalón*, considerando que en el modelo de doble escalón la tenencia es indirecta y la titularidad se refleja en las cuentas de detalle, pero no en el depositario central. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: *Principles for financial market infrastructures*. Banco Internacional de Pagos-IOSCO, abril 2012. Pág. 8: “*In a direct holding system, each beneficial or direct owner of the security is known to the CSD or the issuer. In some countries, the use of direct holding systems is required by law. Alternatively, an indirect holding system employs a multi-tiered arrangement for the custody and transfer of ownership of securities (or the transfer of similar interests therein) in which investors are identified only at the level of their custodian or intermediary*”.

<sup>181</sup> Pese a lo dicho, el Informe conjunto CNMV - Banco de España: *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*. (obra citada), no desconoce la distinción tradicional de la doctrina (en pág. 19), pues contempla la posibilidad del reconocimiento como titulares de los valores a los clientes, o que “*los valores de terceros forman parte del activo de los intermediarios financieros custodio y adoptan la forma de cuentas globales u ómnibus a su nombre, a modo de fiducia, en las que los terceros tienen un derecho como acreedores-beneficiarios últimos de los derechos de tales valores*”, pero no como verdaderos titulares con derecho de separación. ANDREEVA ANDREEVA, Vésela, en: *Tenencia y transfer de participaciones societarias en los mercados financieros internacionales. Problemas de Derecho Internacional Privado*. (obra citada, pág. 108), cita entre los países que siguen dicho sistema a: Alemania, África de Sur, Bélgica, Brasil, China, Colombia, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Islandia, Japón, Malta, Noruega, Republica Checa, Suecia, Suiza. Cita como de tenencia indirecta (pág. 114) a Australia, Canadá, Estados Unidos, Holanda, Luxemburgo. También el informe del CPSS-IOSCO: *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*. Abril de 2012, pág. 88. GARCÍA, José Vicente: *Recomendaciones internacionales en el tratamiento del riesgo de custodia*. En RIMV N° 27 de 2009, pág. 7: “*En ocasiones se establecen acuerdos de tenencia indirecta donde los valores están registrados a nombre del intermediario o del custodio y no a nombre del inversor final. En algunos mercados, el titular final se encuentra recogido en los registros oficiales del emisor, que pueden ser los del CSD, del propio emisor o de un agente de transferencia, lo que se denomina un sistema de tenencia directa*”.

titularidad<sup>182</sup>, bien ante el DCV, bien ante otros sub depositarios<sup>183</sup>, siendo la entidad depositaria quien ejerce los derechos ante la emisora. También hay sistemas mixtos como el CREST británico<sup>184</sup>, en el que los clientes pueden optar por uno u otro sistema.

---

<sup>182</sup> En el Informe conjunto CNMV - Banco de España: *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*. (obra citada pág. 19, advierte: “Igualmente, en algunas jurisdicciones los valores de terceros custodiados por intermediarios financieros participantes en un DCV tienen la consideración legal de depósitos fuera de balance a nombre de los titulares. Estos depósitos no forman parte del activo de esos intermediarios y, en caso de insolvencia de éstos, son susceptibles de separación y traslado a otra entidad como es el caso español”. BENITO NAVEIRA, Jesús y SOLLOA MENDOZA, Ignacio: *La reforma de la post-contratación de valores en España*; en Estabilidad Financiera, núm. 28, Banco de España, pág. 94. Estos autores mantienen que el sistema de anotaciones español sigue un sistema mixto, por cuanto los valores se anotan en la Sociedad de Sistemas en las cuentas de terceros abiertas a nombre de las entidades participantes intermediarias, que colocaría al sistema entre los de tenencia indirecta, pero también es cierto que se reconoce la titularidad última de los inversores frente a todos, característico de los sistemas de tenencia directa: “la anotación de los valores confiere al inversor la presunción de ser su propietario titular a todos los efectos. En caso de discrepancia en los saldos entre el primer escalón y el segundo, es el saldo anotado en el Registro Central del DCV el que prevalece”. Un ejemplo del funcionamiento y riesgos de tenencia indirecta puede verse en la información que proporciona Inverseguros SAU en su página web: <https://www.dunascapital.com/avisopdf/informacion-riesgos-cuentas-globales.pdf>: *Riesgos resultantes del depósito en cuentas globales. “En los sistemas de custodia a través de cuentas globales, los riesgos existentes en los eslabones últimos o superiores en la cadena de custodia influyen sobre los eslabones iniciales o inferiores en dicha cadena, en la medida de que no hay una anotación directa del titular final (el Cliente) en los registros del Emisor y/o en el correspondiente Depositario Central de los Valores encargado de la llevanza, la titularidad real depende siempre de que el intermediario correspondiente tenga o pueda disponer de un número de títulos suficientes para cubrir la cuenta, esto es que toda la cadena custodia esté correctamente cuadrada y conciliada por la totalidad de intermediarios que intervienen en la misma”*.

<sup>183</sup> Sobre tenencia indirecta, a través de intermediarios financieros, puede verse CABALLERO GERMAIN, Guillermo: *Notas para una comparación de la poscontratación en el mercado de valores chileno y español*. En *La reforma del sistema de poscontratación en España* (citado); pág. 962, quien mantiene que el sistema español es un sistema de tenencia directa imperfecta. BENJAMIN, Joanna: *Stewardship and Collateral*. LSE Working Papers, nº 7 de 2017, págs. 4 a 12. MARCOS, Francisco: *Las “Depositary Shares”. La negociación cruzada de valores en mercados extranjeros*. Thomson-Civitas, Pamplona 2017. En pág. 141 y ss. describe las diferentes clases de depositarios de valores en Norteamérica y el funcionamiento de los sistemas de tenencia indirecta en dicho país, que, según dicho autor, permite a los inversores, a través de intermediarios titulares de valores, negociar los valores en otros mercados distintos del de emisión, con otros derechos y monedas de negociación, que permite ejercitar los derechos de los valores sobre los mismos a través de los intermediarios, y con éste sólo tienen un derecho de crédito, pero, mediante contratos complejos facilita el ejercicio de los derechos, bien siguiendo los criterios del inversor que desconoce las leyes del país en el que debe ejercerlos, bien facilitando de la inversión (véase pág. 34) mediante las “*depositary receipts*”. Los titulares de los valores de estos depositarios no son titulares frente a la sociedad emisora, sino sólo ante la “*depositary receipt*”. Sobre cuál sea el derecho aplicable a la adquisición de los valores, y a los contratos con los *depositary shares*, y las diferentes situaciones que suelen pactarse, puede verse el tratamiento en las páginas 217 y ss. CNMV-BDE *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*; Madrid 2007. Pág. 35. En el estudio, y sobre el tema de tenencia de valores dice: “La quinta diferencia, ésta con respecto a los usos del mundo anglosajón, pero similar al resto de Europa, es la ausencia de reconocimiento de la titularidad fiduciaria y el control central de acreditación de titularidades que mantiene Iberclear, no

Es prudente el examen de los preceptos, y Considerandos del Reglamento europeo como guía de interpretación, pues se hacen observaciones que inciden en el propio sistema de registro contable, como en el citado Considerando 39, cuando realiza reflexiones sobre los “*Estados miembros que autoricen los sistemas de tenencia directa de valores...*”. Igual ocurre con la externalización de algunos servicios, entre ellos el registro de valores, aunque la responsabilidad siga siendo de los DCV, basta con ver los artículos y Considerandos expuestos anteriormente. A partir de ahí, la determinación del sistema de registro, las concretas normas por las que se rige el DCV y el modo de practicar las anotaciones, es cuestión nacional, tal y como observa el Considerando 42 del Reglamento europeo, siendo la Ley del Mercado de Valores y su legislación de desarrollo las normas a seguir.

El sistema que recoge la LMV encaja en un sistema de tenencia directa más que mixta, sobre todo si se tiene en cuenta lo dicho en el art. 8.3 TRLMV, pues establece la llevanza conjunta de del registro, existe unidad de registro, y, en todo caso, reconoce incluso en las cuentas de “terceros” que las entidades participantes, que conforman el segundo escalón, no son propietarias de los valores anotados. El sistema implantado en la Ley del Mercado de Valores se corresponde con un sistema de tenencia directa de valores, y así se desprende también de los arts. 10 a 15 LMV. En primer lugar, porque se refiere siempre a los clientes como titulares, incluso en el caso de cuentas generales llevadas por el DCV las menciona como cuentas de “terceros”, que podría considerarse como una advertencia a las entidades encargados del registro de no ser propietarias, ni

Cont. \_\_\_\_\_

*obstante la delegación de la llevanza de cuentas de terceros a favor de los intermediarios financieros que son sus miembros. Lo cierto es que algo más del 50% del volumen de compras y ventas en la bolsa española procede de inversión no residente, cuyas titularidades en la mayoría de los casos ostenta algún intermediario financiero que actúa, de una forma más o menos implícita, como “nominee” (titularidades fiduciarias) ...”.* SAINZ DE VICUÑA BARROSO, A.: *La unión de mercados de valores: una nueva frontera para Europa*; Revista de Derecho Comunitario Europeo, núm. 50, Madrid, enero/abril 2015. pág. 333, califica el sistema español como híbrido. Si bien, teniendo en cuenta el reconocimiento que se realiza de las titularidades en los dos escalones, está más próximo a los de tenencia directa de valores.

<sup>184</sup> Señala ANDREEVA ANDREEVA, Vésela en: *Tenencia y transfer de participaciones societarias en los mercados financieros internacionales. Problemas de Derecho Internacional Privado*. (obra citada, pág. 111), que en Gran Bretaña los inversores pueden elegir el sistema de tenencia directa o indirecta; también que dicho sistema varía en función de si se trata de valores emitidos por emisores británicos o extranjeros.

ostentar derechos sobre los valores registrados, distinguiéndolas de las cuentas propias de las entidades participantes, con la obligación para éstas de llevar el registro de detalle individualizando los clientes<sup>185</sup> que en el Registro Central constan como terceros<sup>186</sup>.

Para GÓMEZ-SANCHA<sup>187</sup>, hablando de nuestro sistema de doble escalón:

*“Un sistema puede considerarse como de «tenencia directa» en la medida en que el legislador reconozca que los titulares inscritos en las entidades encargadas de la llevanza del registro contable son titulares directos de los valores emitidos, gozando de una situación jurídica protegida por el hecho de constar inscrito de dicha forma, y por tanto pudiendo ejercitar directamente sus derechos frente al emisor, siendo a estos efectos la intervención de su depositario meramente adjetiva”.*

Conviene recordar que el art. 8.3 del TRLMV, establece:

---

<sup>185</sup> Sin embargo, nada obsta para que el titular de los valores en la cuenta de terceros sea a su vez una entidad sub depositaria, en cuyo caso, el ejercicio de los derechos inherentes a los valores dependerá de las facilidades que otorgue el subcustodio a los verdaderos titulares. En la práctica existen largas cadenas de subcustodios, y los derechos y seguridad que ofrece el registro contable dependerá de la actuación de los subcustodios.

<sup>186</sup> En apoyo de este criterio, y aunque el precepto tiene como destinatarios a las empresas de servicios de inversión, el art. 193.3.c) del TRLMV establece que *“Los clientes de la entidad mantendrán el derecho de propiedad sobre los fondos entregados a la entidad incluso cuando éstos se materialicen en activos a nombre de la entidad y por cuenta de clientes”*, en un claro ejemplo de hasta qué punto la entidad participante no es propietaria ni de los fondos, ni de los valores.

<sup>187</sup> GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2006), Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, nº 17, 2006, pág. 144. Previo al párrafo transcrito en el texto justifica su posición del siguiente modo: *“también pueden incluirse entre los «sistemas de tenencia directa» aquellos que —como el español— permiten que la función de llevanza del registro inicial de la titularidad sea compartida entre el CSD o gestor y las entidades participantes en el sistema. Se configura así un sistema de registro único dividido en dos escalones. En estos casos, el CSD sólo abre cuentas a los participantes, y a cada uno abre dos cuentas: la cuenta propia, para los valores de su propiedad; y la cuenta «de terceros», en la que constan anotados tantos valores como a su vez el banco reconoce o anota a sus clientes. .../...*

*.../... Lo característico de estos sistemas de «doble escalón» es que la legislación aplicable reconoce a las cuentas del segundo escalón la misma eficacia que a las del primero: es decir, el titular cuyo nombre conste anotado en el segundo escalón, está plenamente legitimado como titular frente al emisor y frente a terceros, a todos los efectos. Adicionalmente, esta legitimación se niega para el que no conste en el primer o segundo nivel. La función registral es, pues, compartida por el CSD —al que corresponde la llevanza del registro central— y sus entidades participantes o adheridas al sistema —que tienen encomendada la llevanza del «registro de detalle»—, y se niega dicha función para quien no lo sea”.*

*“Cuando se trate de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores será el depositario central de valores designado que ejercerá tal función junto con sus entidades participantes”.*

Ello significa que, pese a la existencia del doble escalón, el registro es único, establece la llevanza conjunta de del registro y hay unidad de registro, y por tanto no puede desligarse la llevanza de los registros de detalle de los del registro central del DCV, existiendo un vínculo ineludible para todas las entidades registradoras, Sociedad de Sistemas y participantes. Además, los arts. 20, 22, 24 y 26 del RD 878/2015, reconocen como titulares a los depositantes inscritos en los correspondientes registros de detalle<sup>188</sup>, que pueden ejercer sus derechos directamente ante la sociedad emisora de los valores y gozan de la legitimación registral de los arts. 11.3 y 4 y art. 13 de la LMV.

También casa mal con los sistemas de tenencia indirecta de valores, los de *titularidad fiduciaria*<sup>189</sup>, el reconocimiento que realiza el art. 497 de la LSA:

*Derecho a conocer la identidad de los accionistas.*

*1. La sociedad emisora tendrá derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidos las direcciones y medios de contacto de que dispongan.*

---

<sup>188</sup> Aunque sigue planteando problemas como advierte RECALDE CASTELLS, Andrés, en *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación*. En La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores (citado). En la pág. 771: *“Con respecto a los derechos políticos (asistencia a la junta o a la asamblea de obligacionistas, voto, información, etc.), su ejercicio corresponde, en principio, a quien consta inscrito en la fecha del registro (record date) a partir de los datos que el DCV comunica a las emisoras. Por tanto, en caso de cadenas de custodios la legitimación correspondería al intermediario financiero.*

<sup>189</sup> CNMV-BdE, 2007: Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones. Pág. 19 *“los valores de terceros forman parte del activo de los intermediarios financieros custodio y adoptan la forma de cuentas globales u ómnibus a su nombre, a modo de fiducia, en las que los terceros tienen un derecho como acreedores-beneficiarios últimos de los derechos de tales valores.*

En la tenencia indirecta, las sociedades cotizadas sólo podrían conocer la titularidad de los depositarios intermedios, pues los titulares de cuentas en los sistemas fiduciarios sólo ostentan un derecho de crédito frente al depositario, sin que pudiesen conocer la composición real del accionariado, contra lo que pretende la norma.

En la LMV no se atribuye la titularidad de los valores a las entidades participantes, aunque, como señala ROBLES MARTÍN-LABORDA<sup>190</sup>, para el ejercicio de los derechos sea necesario *“el concurso del intermediario para su ejercicio”*. Este autor

---

<sup>190</sup> ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio: *“Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario”*, RDBB, nº 117, enero-marzo 2010. También DOMÍNGUEZ-ALCAHUD, Jesualdo: *Algunos apuntes sobre la futura convivencia en España de los sistemas de tenencia directa con los de tenencia indirecta de valores a través de diversos intermediarios financieros reconocidos en distintos foros internacionales*: En Revista Iberoamericana del Mercado de Valores, nº 30, 2010; págs.1 a 11. También ANDREEVA ANDREEVA, Vésela en: *Tenencia y transfer de participaciones societarias en los mercados financieros internacionales. Problemas de Derecho Internacional Privado*. Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Barcelona, 2009; pág. 108, que *“El rasgo distintivo del sistema de tenencia directa es que se mantiene la relación directa entre el emisor y el inversor final”*. En *“el sistema de tenencia indirecta es que en el segundo el inversor no mantiene relación directa con el emisor, sino con su intermediario”* (pág. 114). Dentro de los sistemas de tenencia directa de valores esta autora distingue entre los sistemas transparentes de los no transparentes *“En algunos sistemas el nombre del adquirente final no consta en los registros del depositario central. Sin embargo, en otros el nombre del inversor obligatoriamente se anota en el registro del depositario central. Estos últimos sistemas han sido calificados por el UNIDROIT como sistemas transparentes. El rasgo distintivo es que el intermediario que gestiona la cuenta del emisor abre una cuenta individualizada para cada cliente. El sistema español, en cuanto a las acciones nominativas, es un sistema transparente, igual que el sistema chino para las acciones del tipo A, pero no para los del tipo B. RAMOS MUÑOZ, David y TIRADO MARTÍ, Ignacio: El procedimiento alternativo de liquidación a través de intermediario financiero. En En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado); pág. 696; Aluden a las cuentas ómnibus de las cuales advierten que no se permiten en nuestro sistema en las cuentas del DCV, sin embargo *“para evitarlo y partiendo de la voluntad del legislador de mantener el sistema de titularidad y doble escalón, se crea una cuenta especial de intermediario financiero que sirve para instrumentalizar la transacción. Pero esta cuenta especial no puede ser mantenida sine die sin devenir, de facto, en una cuenta ómnibus o una cuenta puramente fiduciaria, y, por tanto, se diseña su vaciado diario. También ALBA FERNÁNDEZ, Manuel: “La regulación de los títulos valores emitidos individualmente en soporte electrónico” Revista de derecho bancario y bursátil, nº 117, pág. 49, aunque refiriéndose a los títulos individuales, habla de “control”, explicando que: “La idea que el término escogido refleja, como puede verse, es sobre todo representativa del tipo de relación que se establece entre el documento o título y su titular (la relación posesoria en el mundo del papel). Por decirlo de una manera sencilla, el umbral mínimo exigido para la existencia de este control del documento debe ser tal que justifique su equiparación a la posesión, de manera que pueda fácilmente concluirse que permite el uso del documento electrónico en condiciones equiparables a aquéllas en las que podemos en sentido amplio disponer (de hecho) de un trozo de papel o de un bien mueble conforme a nuestra voluntad, sencillamente por disfrutar de su posesión”*. Añadiendo más adelante (pág. 52), y sobre el concepto de control, que se hace: *“para establecer el protocolo de transferencia y adquisición del documento electrónico a partir del cual deben establecerse los efectos de carácter sustantivo derivados de y amparados por las normas preexistentes que, eventualmente y en la forma que sea, regulen cada una de aquellas categorías o tipos concretos de documentos”*. Resaltando que esta nueva manera de circular equivale funcionalmente a la tradicional, otorgando los mismos derechos y obligaciones que el documento al que sustituye.*

compara los sistemas de tenencia indirecta<sup>191</sup>, propios de los sistemas anglosajones, y los de tenencia directa, más propia de los sistemas de tradición romanista, pues la LMV ha querido mantener la relación posesoria que existía entre el propietario y los títulos, y los sistemas romanistas:

*“Se basan en la consideración de que el depósito de valores en un intermediario no afecta al derecho jurídico-real que tiene el inversor respecto de los valores, ni a los derechos de carácter jurídico-obligacional que le corresponden directamente frente al emisor, a pesar de que pueda resultar necesario el concurso del intermediario para su ejercicio; cada uno de los intermediarios es considerado un mero depositario o mandatario, y no adquiere derecho alguno ni sobre el valor, ni frente al emisor. En estos sistemas se pretende, conservando los conceptos y los esquemas propios del derecho de cosas, extender la doctrina de los títulos-valores a los valores desmaterializados, de forma que el adquirente de éstos siga recibiendo una protección equivalente.../... El sistema de tenencia directa permite mantener los esquemas propios de las cosas muebles corporales, y aplicar así a los valores desmaterializados, convenientemente adaptados, los principios normativos de los títulos-valores. Para ello se considera que, a pesar de la desmaterialización, subsiste una relación de carácter jurídico-real entre el inversor y el valor –sobre el cual el intermediario, en cuanto que mero mandatario o depositario, no adquiere derecho alguno- así como una relación jurídico-obligacional, entre el emisor y el inversor”.*

Aunque el autor no analice expresamente los preceptos en los que se basa y aluda a ellos genéricamente, citando sólo que se trata de los (actuales) arts. 10 a 15 LMV, de la dicción de esos artículos de la LMV: *art. 10*, derecho a que se practiquen a favor de los suscriptores las correspondientes anotaciones; *art. 11*, transmisión de los valores anotados con los mismos efectos que la tradición de los títulos; *art. 12*, constitución de

---

<sup>191</sup> ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio: *“Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores... (obra citada, pág. 19). “Los sistemas de tenencia indirecta resultan característicos de los sistemas anglosajones y se basan en la consideración de que cada intermediario, al recibir en depósito determinados valores, adquiere ciertos derechos sobre ellos. La relación jurídico-obligacional con el emisor corresponde ahora de manera directa únicamente al intermediario que, situado en el nivel superior de la cadena, figura en el registro del depositario central”.*

derechos reales; arts. 12 y 13, legitimación para ejercer derechos y transmitir; y refuerza todo lo anterior, el art. 15, por el que los titulares de valores anotados en dichos registros gozarán del derecho de separación respecto a los valores inscritos a su favor, que se reitera en el art. 102 LMV, sobre la obligación de las Entidades de Servicios de Inversión (ESI) de mantener separadas las cuentas de valores propios y la de los clientes, y prohibición de utilizar los instrumentos financieros de los clientes salvo autorización expresa de los mismos, evidencian que la legislación española considera a los depositantes titulares de las anotaciones en cuenta, como verdaderos propietarios. Todo ello en contraposición a los sistemas de tenencia indirectos<sup>192</sup>, en los que las Entidades de Servicios de Inversión adquieren ciertos derechos sobre los valores de sus clientes y la relación jurídico-obligacional con el emisor corresponde únicamente al intermediario, sistema más propio de los países anglosajones según el autor citado.

Es imprescindible examinar los artículos 19 y 20 del RD 878/2015, pues al hablar de los certificados de legitimación dispone que: *“La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, o de los derechos reales limitados o gravámenes constituidos sobre ellos, podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados en los que constará la*

---

<sup>192</sup> El Reglamento UE 909/2014, es consciente de ello, por eso en el Considerando 39 dice: *El presente Reglamento no debe impedir que los Estados miembros que autoricen los sistemas de tenencia directa puedan disponer en sus respectivas legislaciones nacionales que otras partes, además de los DCV, desempeñarán o podrán desempeñar determinadas funciones que en otros tipos de sistemas de tenencia de valores son desempeñadas normalmente por DCV, y que puedan especificar de qué manera deberán desempeñarse tales funciones. En particular, en algunos Estados miembros, los operadores de cuentas o los participantes en los sistemas de liquidación de valores gestionados por DCV registran las anotaciones en las cuentas de valores mantenidas por el DCV, sin ser ellos necesariamente proveedores de cuentas. Ante la necesidad de seguridad jurídica sobre las anotaciones realizadas en las cuentas a nivel de los DCV, es preciso que el presente Reglamento reconozca la función específica que desempeñan esas otras partes. Por ello debe ser posible, en circunstancias específicas y cumpliendo normas estrictas establecidas en disposiciones legales, disponer que el DCV y la otra parte de que se trate compartan la responsabilidad, o bien disponer que la responsabilidad exclusiva respecto de ciertos aspectos relacionados con el mantenimiento de cuentas de valores en el nivel más alto recaiga en esa otra parte, siempre que esta esté sujeta a una regulación y supervisión adecuadas. No conviene establecer restricciones respecto de la medida en que se comparte la responsabilidad.*

*identidad del titular de los valores*<sup>193</sup> y, en su caso, de los derechos limitados o gravámenes, la identificación de la entidad emisora y de la emisión...” (Art. 19.1 LMV).

La trascendencia de la distinción entre sistemas de tenencia directa e indirecta proviene del reconocimiento de la LMV de considerar como titulares a quienes figuran en el registro contable, en uno de los dos escalones. La LMV sólo reconoce como legítimos titulares a quienes figuren como tales en alguno de ellos, atribuyendo a los mismos no sólo la titularidad sino también la legitimación para el ejercicio de los derechos, conforme a los arts. 11 a 15. De ahí que se considere en este aspecto que el sistema español se encuadra dentro del sistema de tenencia directa, si bien de modo imperfecto por el doble escalón, pero debe recordarse también que la LMV considera que el registro es único, por lo que reconoce la misma legitimación y eficacia a los titulares inscritos en el segundo escalón, aunque deban acreditar esos derechos las entidades participantes (arts. 13 y 14 TRLMV y 32 a 34 del RD 878/2015).

En los sistemas de tenencia indirecta, en el depositario central o de detalle, figura como titular de los valores el intermediario<sup>194</sup>, no el titular final, la exigencia de responsabilidad por parte de los verdaderos titulares sólo originaría un derecho de crédito frente al depositario intermedio, pues los derechos se funden con los de otros titulares, no se les reconoce como titulares finales. La práctica española no desconoce la

---

<sup>193</sup> Teniendo en cuenta que el registro de los valores negociados en los mercados secundarios es de doble escalón, parece lógico asumir que tanto el DCV, la Sociedad de Sistemas, como las entidades participantes, sólo puedan certificar sobre aquellas titularidades de las que tienen constancia, por ello el DCV únicamente podrá certificar los saldos y circunstancias de los valores que consten anotados en las cuentas que le corresponda llevar, tal como ordena el art. 20.2.a) del RD 878/2015 (cuentas propias de las entidades participantes, las cuentas segregadas y las de las entidades públicas a las que se refiere el art. 32.2 del RD). Correlativamente, corresponde a las entidades participantes certificar sobre las cuentas de los registros de detalle (art. 20.2.b del RD), por tratarse de cuentas individualizadas y sobre las que el DCV sólo tiene constancia a través de las cuentas generales de terceros.

<sup>194</sup> Véase el art. 33 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*. “A los efectos de ese procedimiento especial, se considerarán intermediarios financieros las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito acogidas a la legislación de un Estado miembro de la Unión Europea, así como las entidades de terceros Estados, que estén habilitadas para prestar servicios de inversión, y, al menos, para transmitir órdenes y participar en la liquidación de las operaciones que de ellas resulten”.

figura del “trusteed” o “nominee”<sup>195</sup>, pero no reconoce como titulares directos a quienes tengan depositado sus valores en ellos sino a la entidad participante<sup>196</sup>, ni tampoco pueden ejercitar sus derechos directamente frente a las entidades emisoras.

### 2.5. Libertad de designación del DCV encargado del registro contable.

Se podía haber optado por la llevanza interna del registro contable, es decir, que la propia sociedad, creadora o emisora de los valores anotados, pudiese llevar el registro, facultad que tiene en el caso de las acciones nominativas representadas por títulos<sup>197</sup> al llevar el libro registro de socios, o por crear un registro público de valores<sup>198</sup>, sin embargo, la Ley optó por la llevanza externa del mismo, tanto en caso de

---

<sup>195</sup> Informe conjunto CNMV - Banco de España: *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*; (citado), pág. 35. GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2006), pág. 146: habla de “valores mantenidos a través de un intermediario”, y añade que “por eso la relación entre el emisor de los valores y el inversor no es directa, sino indirecta a través de esa cadena” (se refiere a la cadena de subcustodios).

<sup>196</sup> La posibilidad de dichas cuentas se contempla en el art. 33 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, sobre *Procedimiento especial y opcional de intermediario financiero*. Más reciente en el tiempo, y para dar cabida a la designación de la Sociedad de Sistemas como depositario central de valores extranjeros, dictó la Circular nº 3/2019, de 10 de septiembre, sobre *Registro de valores extranjeros y funciones de las entidades implicadas*. En concreto, conviene ver la Norma 7: *Entidades intervinientes y obligaciones*. Conviene observar el apartado 2.e) por el cual la entidad que actúe como enlace podrá: “e) Actuar ante IBERCLEAR como entidad agente para la gestión de los eventos corporativos y posibilitar en todo momento el ejercicio de los derechos políticos y económicos de los titulares de los valores reconocidos a través del sistema a cargo de IBERCLEAR. En consecuencia, deberá atender, por cuenta del emisor o promotor, el pago de los derechos económicos que se deriven de los valores que en cada momento figuren incluidos en el sistema a cargo de IBERCLEAR y sus entidades participantes”.

<sup>197</sup> No se trata de supuestos idénticos, ni asimilables, pues en el caso del libro registro de socios para las acciones nominativas, la existencia del título hace que el registro no sea constitutivo (arts. 116 y 120 LSC), sino simplemente legitimador ante la sociedad.

<sup>198</sup> GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2006), pág. 141, habla de “Registro de la Propiedad de los Valores o a su inclusión en el más general Registro de Bienes Muebles”.

sociedades cotizadas, como en las que no, unificando el sistema, y, creemos, facilitando el acceso al mercado de valores<sup>199</sup>.

Consecuencia de este modo de representación, las sociedades emisoras tendrán que designar la entidad encargada de la llevanza del registro contable (art. 8 LMV). En el caso de los valores no cotizados es la libremente elegida por las emisoras entre las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas y les corresponderá la llevanza del registro contable de todos los valores de la emisión de que se trate. El art. 8.2 TRLMV también concede la posibilidad de llevar los registros de valores no negociados a los DCV: *Los depositarios centrales de valores también podrán asumir dicha función según los requisitos que, en su caso, se establezcan en la normativa aplicable y en sus reglamentos*<sup>200</sup>.

Si se trata de valores negociados, el art. 8.3 TRLMV ordena que: *“Cuando se trate de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores será el depositario central de valores designado*<sup>201</sup> *que ejercerá tal función junto con sus entidades participantes”*. En este caso, es ineludible que el registro recaiga en un DCV, aunque, como se verá, puedan colaborar otras entidades.

Fue la introducción de un nuevo párrafo en el antiguo art. 7 LMV, por la Ley 44/2002, la que otorgó la posibilidad de que la Sociedad de Sistemas<sup>202</sup> pudiese llevar

---

<sup>199</sup>Según GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), pág. 300, la razón de ello se basa en la trascendencia del sistema que aconseja otorgar el control a instancias ajenas al propio deudor y al hecho de haberse construido desde las necesidades del mercado.

<sup>200</sup> La norma reglamentaria que desarrolla el precepto es el art. 48 del RD 878/2015, que remite al modo de llevar el registro para los valores negociados y no al régimen propio de los no cotizados, régimen que desarrolla en los arts. 51 a 56 y cuya principal diferencia con el registro de los valores negociados reside en una mayor simplificación al no contemplar el sistema de doble escalón.

<sup>201</sup> Hasta la Ley 11/2015, de 18 de junio, se hacía mención expresa a la Sociedad de Sistemas. Es a partir de esa modificación cuando se habla de DCV en general para indicar la existencia de esa libertad de elección.

<sup>202</sup>Según la redacción del art. 7 LMV, tras la reforma llevada a cabo por la Ley 44/2002, en coherencia con la posibilidad que se estableció en el 44 bis y 11 LMV, de que otras ESI o entidades pudiesen llevar las funciones de registro central. En la anterior redacción la llevanza del registro central

también el registro contable de los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios<sup>203</sup>, además del propio que era el mercado de valores si así se decidía reglamentariamente, o lo designaban los órganos rectores de los mercados o sistemas organizados de negociación.

En la actualidad, de conformidad con el art. 8.1 y 3 de la LMV, la llevanza del registro contable de cada emisión debe atribuirse a una única entidad, que en el caso de los valores cotizados ha de ser necesariamente un DCV.

La LMV no habla expresamente de libertad de elección del Depositario Central por parte de los emisores, salvo en el art. 93 y hablando de la liquidación de las operaciones sobre valores, al decir que las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales *“suscribirán acuerdos con al menos un depositario central de valores y, en su caso, con una o varias entidades de contrapartida central, sin perjuicio del derecho de los emisores a disponer que sus valores sean registrados en cualquier depositario central de valores de conformidad con el artículo 49 del Reglamento (UE) n.º 909/2014...”*

Aunque también lo de a entender en el art. 9 LMV, al referirse a *“Todo depositario central de valores que preste servicios en España...”*. Esa libertad de elección se halla expresamente prevista el *Reglamento (UE) n.º 909/2014* (al que hace referencia el art. 93 citado anteriormente):

*Artículo 49*

*Libertad para emitir en un DCV autorizado en la Unión.*

*1. Los emisores tendrán derecho a disponer que sus valores, cuando estén admitidos a negociación en mercados regulados o SMN o se negocien en centros de negociación, sean registrados en cualquier DCV establecido en cualquier Estado*

Cont. \_\_\_\_\_

había de *“encomendarse necesariamente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en exclusiva”*, o si así se establecía, *“de modo conjunto con sus entidades adheridas”*, en cuyo caso tenía aquel *“carácter de registro central”*.

<sup>203</sup> En aquel momento estaba pensando en la incorporación al sistema de AIAF, MEFF.

*miembro, siempre que el DCV en cuestión cumpla las condiciones previstas en el artículo 23.*

*Sin perjuicio del derecho del emisor a que se refiere el párrafo primero, seguirá siendo de aplicación el Derecho de sociedades u otra legislación similar del Estado miembro en el que se hayan emitido los valores.*

*Los Estados miembros se asegurarán de que se elabore una lista de las disposiciones más relevantes de la legislación nacional a que se hace referencia en el párrafo segundo. Las autoridades competentes comunicarán esa lista a la AEVM a más tardar el 18 de diciembre de 2014. La AEVM publicará la lista a más tardar el 18 de enero de 2015.*

Y también el siguiente:

*Artículo 23. Libre prestación de servicios en otro Estado miembro<sup>204</sup>.*

*1. Los DCV autorizados podrán prestar los servicios a que se refiere el anexo en el territorio de la Unión, incluso mediante la apertura de una sucursal, siempre y cuando dichos servicios estén cubiertos por la autorización.*

Sólo puede designarse a un DCV autorizado, aunque la autorización para operar como DCV en un estado miembro (*estado de origen*), faculta por sí misma para actuar en otro estado diferente (*estado de acogida*), y han de cumplir con unos requisitos, esencialmente de comunicación entre autoridades nacionales, cuestiones previstas en el citado art. 23.2 y 3 del Reglamento europeo.

---

<sup>204</sup> Véase también el Considerando 56 del Reglamento UE 909/2014, del que se entresaca el siguiente párrafo: “Con objeto de eliminar este obstáculo al correcto funcionamiento del mercado de post-negociación de la Unión, y de permitir a los emisores optar por la manera más eficiente de gestionar sus valores, resulta oportuno que los emisores tengan derecho a recurrir a cualquier DCV establecido en la Unión para que registre sus valores y les preste cualquier servicio pertinente propio de un DCV”. Que guarda relación con lo que se anticipaba también el Considerando 4: “...los mercados de liquidación de la Unión siguen estando fragmentados por las fronteras nacionales, y la liquidación transfronteriza resulta más onerosa, debido a la disparidad entre las normas nacionales que regulan la liquidación y las actividades de los DCV y a la limitada competencia entre DCV. Dicha fragmentación obstaculiza la liquidación transfronteriza y hace pesar sobre ella riesgos y costes adicionales. Es necesario promover la competencia entre los DCV, dada la importancia sistémica que tienen, para que los participantes en el mercado puedan elegir a sus proveedores y para reducir la dependencia respecto de proveedores de infraestructura determinados”.

Como se ha dicho, el sistema concreto de registro y modo de llevar las cuentas es nacional, aunque sujeto a la normativa interna y europea, y ello significa que cualquier DCV autorizado en la Unión Europea conforme a los arts. 16 y ss. del Reglamento, que opere, o desee operar en España, puede hacerlo cumpliendo los requisitos que señala el art. 23.3 del *Reglamento UE 909/2014*, con la particularidad de ser el estado miembro de origen el que controla el “*programa de actividades en el que se indique, en particular, qué servicios se propone prestar*” en el de acogida (art. 23.3.b), y quien realiza “*una evaluación de las medidas que el DCV se propone tomar para posibilitar que sus usuarios cumplan las legislaciones nacionales a que se refiere el artículo 49, apartado 1*” (art. 23.3.e). También comprueba “*la adecuación de la estructura administrativa o la situación financiera del DCV que desea prestar servicios en el Estado miembro de acogida*” (art. 23.4 in fine)<sup>205</sup>. En resumen, no es el estado de acogida quien controla la idoneidad del DCV que pretende operar en su territorio, sino el de origen.

También es posible la actuación de los DCV de terceros países, ajenos a la Unión Europea<sup>206</sup>, conforme a las previsiones del art. 25 del *Reglamento UE 909/2014*, en cuyo

---

<sup>205</sup> El Reglamento no contempla la autorización del estado de acogida, basta con que lo esté en el de origen, pero si impone al estado miembro de *origen* manifestar la información que en art. 23 se reseña, a la autoridad competente del estado miembro de *acogida*, pero el estado de origen puede denegar la comunicación, “*si a la vista de los servicios que esté previsto prestar, tiene razones para dudar de la adecuación de la estructura administrativa o la situación financiera del DCV que desea prestar servicios en el Estado miembro de acogida*”, que equivale a que la autorización o denegación para operar en el estado de acogida quede en manos de la autoridad del estado de origen. La información, ha de compartirse y comunicarse en el plazo de tres meses con el DCV y con el estado de acogida. Si se comparte la comunicación por el estado de acogida, o no se acusa recibo de la misma en el plazo de tres meses, el DCV puede operar, aunque el estado de acogida puede someter a evaluación al DCV (art. 23.3.e) *de las medidas que el DCV se propone tomar para posibilitar que sus usuarios cumplan las legislaciones nacionales a que se refiere el artículo 49, apartado 1*. La dicción del art. 23 habla de comunicación entre las autoridades de los estados, no de autorización, lo que significa que la autorización inicial de un estado es válida y suficiente, facilitando así la libertad de movimiento, por ello se comparte la información relevante y conveniente que se detalla en ese precepto, y por ello puntualiza el siguiente artículo, el 24 del Reglamento, cómo deben cooperar los estados miembros, en particular en lo referente a inspecciones, información periódica que debe suministrar el DCV y añade que corresponde a la AEVM, en colaboración con el SEBC, la tarea de elaborar proyectos de norma técnicas para regular la información que el DCV debe proporcionar, y la que deben compartir los estados, también sobre la revisión evaluación y supervisión. Estas propuestas deberán ser aprobadas por la Comisión Europea con los modelos que también deberá aprobar sobre normas técnicas que contemplen los formularios, plantillas y procedimientos a través de los que se facilite la información.

<sup>206</sup> La decisión del reconocimiento de un DCV de un país tercero en los estados miembros corresponde a la AEVM, no a las autoridades nacionales como sucede con los DCV de los países miembros,

caso los controles y autorizaciones son más estrictos. El DCV de terceros países deberá dirigir su solicitud a la AEVM, pero *“las autoridades competentes de los Estados miembros en los que el DCV del tercer país se proponga prestar servicios de DCV evaluarán el cumplimiento por este de la legislación a que se refiere el apartado 4, letra d), e informarán a la AEVM, en una decisión plenamente razonada, del resultado positivo o negativo de su evaluación en un plazo de tres meses a contar desde la fecha en que hayan recibido de la AEVM toda la información necesaria”*. El DCV solicitante facilitará a la AEVM cuanta información resulte necesaria para el reconocimiento.

Y aún cabe otra posibilidad más, que es la externalización de las actividades, contemplada en el art. 30 del Reglamento, aunque conforme a ese precepto, *“los DCV que externalicen a terceros servicios o actividades seguirán siendo plenamente responsables del cumplimiento de todas las obligaciones que les incumben con arreglo al presente Reglamento”*, además de cumplir las condiciones que se detallan en la continuación de ese artículo. Pero sigue siendo responsable el propio DCV, quien debe conservar las facultades de supervisión, sin alterar las relaciones con sus participantes o emisores, que esté facultado también para obtener información suficiente y posibilidad de inspeccionar al tercero, cerciorándose que éste cumple con las normas, calidad y recursos necesarios para desarrollar la labor.

Merece la pena también hacer un inciso en lo dispuesto en el art. 31.1 del Reglamento, pues se refiere a la posibilidad de que una persona distinta del DCV: *“No obstante lo dispuesto en el artículo 30 y, cuando la legislación nacional así lo exija, una*

Cont. \_\_\_\_\_

y aquélla dispone de un plazo de seis meses para autorizar, o denegar, siempre razonadamente. Si se produce la aprobación por la AEVM, las autoridades competentes de los estados miembros, en colaboración con la anterior, pueden solicitar a las autoridades del tercer país de origen información de las actividades del DCV, identidad de los emisores y participantes en los sistemas de liquidación en los que participe el DCV y cualquier otra información pertinente relacionada con la actividad a desarrollar. Las autoridades competentes de los Estados miembros en los que el DCV del tercer país se proponga prestar servicios de DCV evaluarán el cumplimiento por éste de la legislación a que se refiere el apartado 4, letra d), e informarán a la AEVM, en una decisión plenamente razonada, del resultado positivo o negativo de su evaluación en un plazo de tres meses a contar desde la fecha en que hayan recibido de la AEVM toda la información necesaria (art. 25.6 segundo párrafo). La AEVM puede retirar la autorización si ya no se cumplen las condiciones por las que se otorgó, o concurren las circunstancias del art. 20, que son las mismas por las que puede retirarse la autorización a cualquier DCV de un país miembro.

*persona distinta del DCV podrá ser responsable del registro de anotaciones en las cuentas de valores mantenidas por el DCV*” (literal). Aunque en el art.30 habla de externalización, en este artículo transcrito se refiere expresamente a la función de registro, pero en los sucesivos apartados hace una referencia genérica a los servicios básicos del Anexo, Sección A, debiendo *“especificar en su legislación nacional los requisitos aplicables en tales casos”*, y que deberá cumplir tanto con esos requisitos locales como con el Reglamento europeo. Los Estados miembros que autoricen a terceros distintos del DCV a prestar servicios básicos mencionados en el anexo, sección A, deberán notificar a la AEVM toda la información pertinente relativa a la prestación de tales servicios, incluidas las disposiciones pertinentes de su legislación nacional. La AEVM incluirá esta información en el registro de DCV contemplado en el artículo 21, que se refiere al registro de todos los DCV, sucursales incluidas, y los servicios que prestan.

Como particularidad, señalar que, según el art. 62 LMV: *“El registro de los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones corresponderá a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores a la que se refiere la disposición adicional sexta, en adelante, la Sociedad de Sistemas, y a sus entidades participantes autorizadas para ello en virtud de su condición de entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública”*. Según el artículo, se hace directamente una atribución de llevar el registro a la Sociedad de Sistemas, o, dicho de otro modo, tratándose de deuda pública se hace directamente la elección de la Sociedad de Sistemas por la LMV, que es extensiva a cualquier administración nacional de las citadas en el art. 59 LMV, y, dado que este art. 59 cita también a organismos públicos europeos, cabe pensar que también deberán registrar sus valores en la Sociedad de Sistemas.

Conformada de este modo la libertad de establecimiento de los DCV que pueden operar en cualquier país de la Unión Europea, la libertad de elección queda dispuesta de un modo amplio, al poder actuar como DCV no sólo los autorizados de países miembros, sino también de terceros países, con la salvedad de la deuda pública establecida en la LMV a favor exclusivo de la Sociedad de Sistemas, por lo que cualquier emisor podrá elegir entre aquellos DCV que efectivamente actúen en cada país y mercado donde emita valores y se negocien.

### 3. Principios del registro contable.

El art. 11.1 del TRLMV, buscó ofrecer la misma *seguridad jurídica*<sup>207</sup> que la posesión del título, porque las anotaciones, realizadas conforme a la Ley, vinculan derechos tan importantes como la propiedad, la transmisión y la legitimación para el ejercicio de los derechos propios de los títulos valores. La experiencia anterior a la reforma de 2015 ha demostrado su eficacia, y sobre el sistema reposa y se afianza el funcionamiento del mercado, pese al cambio de sistema, ha sido capaz de sustituir con garantía y éxito a los títulos valores de los que las anotaciones en cuenta son tributarias.

El sistema de registro contable es un *sistema objetivo*, porque el sistema de registro de las anotaciones en cuenta anota posiciones jurídicas sobre valores<sup>208</sup>, titularidades y saldos, no es un registro de los negocios subyacentes, aunque la ley obligue a conservar la documentación que permita reconstruir las transacciones, la trazabilidad, y con ello la posibilidad de corregir posibles fallos en las anotaciones.

Por otro lado, la Ley de Mercado de Valores, sólo parece establecer los principios de legalidad, prioridad y tracto sucesivo (art. 13 LMV desarrollado en los arts. 16 y 17 del RD 878/2015), Sin embargo ha de dejarse constancia de otras características y principios que configuran el registro contable, como los de unidad registral, propio de los sistemas de tenencia directa frente a otros sistemas de titularidad indirecta<sup>209</sup>.

---

<sup>207</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis: *Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores*, en RCI, N1 593, julio-agosto 1989, pág. 1219, y califica al registro contable como "*registro de seguridad jurídica*", de bienes muebles registrables, de inscripción, completo o pleno, pues se inscriben todas las transmisiones de los valores emitidos y la constitución de toda clase de derechos reales limitados.

<sup>208</sup> SANTOS MARTÍNEZ, Vicente: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta*, (citado), pág. 416, "*el objeto del registro son los valores mobiliarios en los términos de la LMV*", apuntando la circunstancia de ser determinante para la constitución de los valores como anotados.

<sup>209</sup> Reglamento UE 909/2014. Considerando 39: El presente Reglamento no debe impedir que los Estados miembros que autoricen los sistemas de tenencia directa puedan disponer en sus respectivas legislaciones nacionales que otras partes, además de los DCV, desempeñarán o podrán desempeñar determinadas funciones que en otros tipos de sistemas de tenencia de valores son desempeñadas normalmente por DCV, y que puedan especificar de qué manera deberán desempeñarse tales funciones. En particular, en algunos Estados miembros, los operadores de cuentas o los participantes en los sistemas

### 3.1. Principio de unidad del registro.

El art. 8.1 de la LMV dice: “La llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión será atribuida a una única entidad que deberá velar por la integridad de la misma”.

No plantea problemas si se trata de anotaciones en cuenta de valores no negociados, porque el registro es único, hay unidad registral de cada emisión de valores homogéneos y fungibles, que es plena en el caso de los valores no cotizados, dado que ni tan siquiera existe el doble escalón<sup>210</sup>.

El art. 8 LMV habla de registro contable en singular y atribuido a una única entidad, pero sería más razonable hablar de sistema de registro, dado que, en el caso de los valores negociables cotizadas, es de doble escalón<sup>211</sup>, como recoge la *Exposición de*

Cont. \_\_\_\_\_

de liquidación de valores gestionados por DCV registran las anotaciones en las cuentas de valores mantenidas por el DCV, sin ser ellos necesariamente proveedores de cuentas. Ante la necesidad de seguridad jurídica sobre las anotaciones realizadas en las cuentas a nivel de los DCV, es preciso que el presente Reglamento reconozca la función específica que desempeñan esas otras partes. Por ello debe ser posible, en circunstancias específicas y cumpliendo normas estrictas establecidas en disposiciones legales, disponer que el DCV y la otra parte de que se trate compartan la responsabilidad, o bien disponer que la responsabilidad exclusiva respecto de ciertos aspectos relacionados con el mantenimiento de cuentas de valores en el nivel más alto recaiga en esa otra parte, siempre que esta esté sujeta a una regulación y supervisión adecuadas. No conviene establecer restricciones respecto de la medida en que se comparte la responsabilidad.

Considerando 57: *Ante el aumento de la tenencia y las transferencias transfronterizas de valores, que el presente Reglamento contribuirá a impulsar, es de máxima urgencia e importancia que se establezcan normas claras sobre la legislación aplicable a los aspectos relativos a los derechos de propiedad en relación con los valores registrados en cuentas mantenidas por DCV. No obstante, esta es una cuestión horizontal que trasciende del ámbito de aplicación del presente Reglamento y que podría regularse en una futura legislación de la Unión.*

<sup>210</sup>DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico*. Revista Derecho de Sociedades, n1 4, abril 1995, pág. 154, distingue entre *unidad registral plena*, en el caso de los valores no cotizados, cuyo registro ha de llevar una ESI libremente elegida por la sociedad emisora, y la *unidad registral de doble nivel*, para los valores cotizados “*en un marco de pluralidad de registros*”.

<sup>211</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus funciones normativas* (citado), pág. 45, se refiere a este “doble escalón”, el Registro central, a cargo exclusivamente del SCLV, “*que se compone de dos cuentas para cada Entidad adherida: una en la que consta el número de valores de que es titular la entidad (cuenta de propios) y otra, la cuenta de terceros, que expresa el global de los administrados para los terceros; y múltiples registros de detalle, “tantos como*

*Motivos del RD 878/2015, en su Considerando II, en su tercer párrafo<sup>212</sup>, y que consta de registro central a cargo de la Sociedad de Sistemas, y los registros de detalle a cargo de las entidades participantes elegidas por los suscriptores o adquirentes de los valores anotados. Se trata de una llevanza conjunta, apreciable en puridad en el momento de la primera inscripción, tal como refleja el RD 878/2015:*

*Artículo 39. Primera inscripción en los depositarios centrales de valores y entidades participantes de valores representados por medio de anotaciones en cuenta.*

*1. La inscripción a favor de los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta respecto de los que se solicite o exista la intención de solicitar la admisión a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación se practicará por el depositario central de valores en el registro central y por sus entidades participantes en las cuentas de los respectivos registros de detalle, en virtud de la información remitida por la entidad emisora o la entidad agente que dicha entidad emisora hubiera designado.*

Cont. \_\_\_\_\_

*Entidades Adheridas aparezcan en el registro central”, que llevan éstas desglosando los valores de cada titular. Aquellas líneas se referían al sistema descrito y desarrollado en el RD 116/1992, que en su Exposición de motivos resaltaba la unidad del registro: “De su contenido puede destacarse la opción por un sistema de doble escalón, que no se opone a la idea de unidad del registro contable aun cuando se articule a través de un registro central y de registros de detalle a cargo de las Entidades adheridas, así como el establecimiento como elemento de control, de las llamadas «referencias de registro». ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta* (obra citada, pág. 335), se refiere a “unidad en las cuentas”. ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio: “*Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario*”. En RDBB, núm. 117, enero-marzo 2010, pág. 22. DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas: títulos y obligacionistas*; en *Revista de Derecho de Sociedades* (monografía) 1994, págs. 31 y 32, quien habla de unidad registral a doble nivel en el marco de una pluralidad de registros. ROJO FERNÁNDEZ RÍO, Ángel: *El sistema español de anotaciones en cuenta*; en *Anotaciones en cuenta de deuda del Estado*; Ed. Consejo General de Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, Madrid 1994; págs. 99 y 100, parte de considerar la existencia de tres sistemas: registro único, doble escalón y mixto, considerando que el que mayor seguridad ofrece es el de registro único.*

<sup>212</sup> *El capítulo II del título I desarrolla las modificaciones de los artículos 7 y 7 bis (hoy arts. 8 y 9 TRLMV) de la Ley 24/1988, de 28 de julio que clarifican la estructura y funcionamiento del sistema español de registro de valores. Este se articula en dos niveles conformando el llamado sistema de doble escalón. El primer escalón se encuentra en un registro central gestionado por el depositario central de valores mientras que el segundo escalón está compuesto por los llamados registros de detalle que gestionan las entidades participantes en dicho depositario.*

Ayuda a entender la unidad de registro la dicción del art. 15 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas<sup>213</sup> cuando manifiesta que el registro de las anotaciones en el registro de la Sociedad de Sistemas comprende “todos” los valores de la emisión:

*Artículo 15. Unicidad del registro: El registro de anotaciones en cuenta de la Sociedad de Sistemas constituye el único soporte de representación de todos los valores pertenecientes a una misma emisión incluida en el sistema.*

Pero el hecho de considerar como único el registro de valores no significa que la anotación en las cuentas del registro central de la Sociedad de Sistemas y en las de detalle sean simultáneas, sino que siguen un curso lógico pues el control global del registro siempre está en manos del DCV, de la Sociedad de Sistemas, tal como se aprecia en el art. 20 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*<sup>214</sup>.

Los pasos para esa primera inscripción se detallan en el artículo 32.2 del RD 878/2015:

*2. La inscripción se realizará cuando se hayan cumplido los siguientes requisitos:*

*a) El depositario central de valores tenga a su disposición copia del documento de la emisión a que se refiere el artículo 7.*

*b) Las entidades participantes cuenten con el consentimiento o la correspondiente orden de los suscriptores.*

---

<sup>213</sup> El actual artículo del Reglamento de la Sociedad de Sistemas reproduce literalmente el art. 17 del anterior Reglamento.

<sup>214</sup> Art. 20 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: “Artículo 20. Primera inscripción de valores.

*1. La Sociedad de Sistemas realizará la primera inscripción de los valores en el Registro Central, una vez tenga a su disposición el documento de la emisión al que se refiere el artículo 7 de la Ley del Mercado de Valores, conforme a la información recibida por cuenta de la entidad emisora.*

*2. La Sociedad de Sistemas comunicará a las entidades con cuentas en el Registro Central el saldo que les ha sido anotado en sus cuentas como consecuencia de la primera inscripción y éstas, a su vez, realizarán la inscripción de los valores en sus Registros de Detalle, quedando los valores anotados a nombre de cada titular”.*

Por su parte el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, en el art. 20 establece un procedimiento similar, por el cual la Sociedad de Sistemas comunicará a cada entidad participante el saldo asignado de terceros, debiendo la entidad realizar el oportuno desglose y anotación en favor de cada cliente.

Hablar de unidad del registro contable, siendo dos los escalones en los valores anotados en cuenta, sólo es posible si existe un órgano o entidad que tenga un control sobre las diferentes cuentas y entidades que pueden anotar, por ello se atribuye ese control de la integridad y centralización de la totalidad de la emisión a un único DCV, tal como se observa en el art. 8.1 y 3, y art. 15 LMV, que da cumplimiento a lo instaurado en el art. 37 del *Regl. UE 909/2014*, cuyo desarrollo reglamentario se observa en el art. 36 del *RD 878/2015*, complementado con lo dispuesto en el art. 16 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*<sup>215</sup> en el que también se prohíbe el adeudo o abono en las cuentas que genere descubierto o se reconozcan saldos deudores.

### *3.1.1. Registro central y registros de detalle.*

Pese a la escasez de normas sobre la función de registro, en el Reglamento europeo hay instrucciones a tomar en consideración, como el deber de ofrecer la segregación de cuentas del art. 38 del *Reglamento UE 909/2014*, o la obligación expresa de determinar el proceso relativo a las anotaciones contenido en el art. 23 del *Reglamento Delegado UE 392/2017: Anotaciones en cuenta: En la solicitud de autorización se incluirá información sobre los procesos relativos a las anotaciones en*

---

<sup>215</sup> *Reglamento Sociedad de Sistemas Artículo 16. Integridad de la emisión y control de saldos: 1. La Sociedad de Sistemas dispondrá de sistemas de comprobación y medidas de conciliación para verificar que el número de valores que constituyan una emisión o formen parte de una emisión incluida en el registro contable sea igual a la suma de los valores registrados en las cuentas de valores en el Registro Central. Estas medidas se aplicarán, como mínimo, una vez al día y se ajustarán a lo que establezcan las normas técnicas de regulación previstas en el artículo 37 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores.*

cuenta que garanticen el cumplimiento, por parte del DCV solicitante, del artículo 3 del Reglamento (UE) nº 909/2014. Es decir, que exige que se detalle el proceso por el cual todos los valores negociados en los mercados de valores van a quedar registrados en un DCV, sin indicar nada sobre el sistema concreto.

El registro central en la Sociedad de Sistemas cumple además la función de controlar la integridad de la emisión<sup>216</sup>, suma de todas las cuentas que controla la Sociedad de Sistemas, que son todas las citadas anteriormente sin excepción, como DCV encargado de este registro.

Producidas las anotaciones iniciales, cabe pensar que, tratándose de valores negociados, se produzcan transmisiones, las cuales obligan a modificar los saldos de valores entre los distintos tipos de cuentas del registro central en el DCV y en las cuentas del transmitente y también del adquirente, según el tipo de cuenta de origen y de

---

<sup>216</sup> Responde a las exigencias de los arts. 36 y 37 del Reglamento UE 909/2014, que el Reglamento de la Sociedad de Sistemas desarrolla del siguiente modo:

Artículo 43. Régimen de seguimiento y control.

1. La Sociedad de Sistemas ejercerá sus funciones de seguimiento sobre la actividad de registro y liquidación de las entidades participantes en sus sistemas, comprobando la información disponible sobre la llevanza de los registros contables y evaluando la corrección y eficiencia de los procesos de liquidación.

2. La Sociedad de Sistemas deberá:

a) Comprobar la correcta llevanza del registro, en sus dos escalones, para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes.

b) Controlar y promover la eficiencia y corrección de los procesos de liquidación, comprobando la efectiva liquidación de todas las operaciones, especialmente de las que, como consecuencia de la compensación, son liquidadas mediante apuntes practicados en los Registros de Detalle que mantienen las entidades participantes.

c) Identificar, controlar, gestionar y mitigar los riesgos que las entidades participantes con mayores o más complejos niveles de actuación en los sistemas de liquidación de valores que gestiona la Sociedad de Sistemas, las entidades que presten servicios a las entidades participantes en la Sociedad de Sistemas, los Depositarios Centrales de Valores y los mercados secundarios oficiales, sistemas multilaterales de negociación y entidades de contrapartida central pueden suponer para su funcionamiento. La Sociedad de Sistemas facilitará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España información sobre todo riesgo de este tipo que se detecte, todo ello de acuerdo con lo estipulado en el artículo 45.6 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores.

d) Requerir a las entidades participantes cuanta información considere necesaria para el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control e inspeccionar directamente, en los locales de las propias entidades y con su consentimiento, las actividades de éstas.

e) Instar a las entidades participantes a corregir cualquier incidencia de funcionamiento, inexactitud e incumplimientos detectados en sus funciones de seguimiento y control, sin perjuicio del deber de las propias entidades participantes de corregir por iniciativa propia dichas incidencias, inexactitudes e incumplimientos.

destino en el que estuviesen anotados los valores objeto de la transmisión, de conformidad con lo dispuesto en el art. 11.1 LMV, art. 13.1 del RD 878/2015, y desarrollado por el art. 21 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas:

*Artículo 21. Transmisiones*

*1. La transmisión de valores en el registro contable tiene lugar por transferencia contable.*

*2. Como consecuencia de las órdenes de transferencia de valores que reciba, la Sociedad de Sistemas practicará los cargos y abonos sobre los saldos de las cuentas del Registro Central. Cuando proceda, las entidades participantes deberán practicar simultáneamente la anotación correlativa en sus Registros de Detalle conforme a los procedimientos que la Sociedad de Sistemas tenga establecidos.*

Consecuentemente con el artículo transcrito, la Sociedad de Sistemas practicará la correspondiente anotación en la cuenta que corresponda. Si se trata de valores previamente anotados en cuentas generales de una entidad participante, que como resultado de la transmisión (sobre el saldo total o parcial de valores) su destino sea el de un cliente de la misma entidad, puede ocurrir que no sufra variación el saldo global de la cuenta general de la entidad, aunque la entidad sí está obligada a dar de baja los valores en la cuenta de un cliente y de alta en la de otro cliente, en cuyo caso practicará *simultáneamente* las anotaciones en las cuentas de sus clientes, de conformidad con los procedimientos que haya designado la Sociedad de Sistemas.

*3.1.2. Tipos de cuentas.*

Acorde con lo expuesto hasta el momento sobre unidad de registro (y de representación también, pues ha de tratarse de valores homogéneos con el mismo modo de representación), *el RD 878/2015*, en el art. 32 referente al registro central y en el 33 sobre el registro de detalle, desarrolla el contenido del art. 9 LMV.

Para ello, en el art. 32 establece que cada categoría de valores está identificada por un mismo código ISIN («*International Securities Identification Number*»)<sup>217</sup>, y reitera el tipo de cuentas que debe llevar todo DCV, que responden al mandato del art. 38 del *Reglamento UE 909/2014*.

A cargo de la Sociedad de Sistemas en el Registro Central<sup>218</sup>:

- Una o varias cuentas propias de las entidades participantes, donde figurarán los saldos de valores propios de la entidad<sup>219</sup>.
- Una o varias cuentas generales de terceros, donde se anotan los saldos de valores de forma global cuyos titulares son clientes de la entidad participante, o de una tercera entidad, cuyo registro de detalle, e individualización corresponde a la entidad participante.
- Una o varias cuentas individuales<sup>220</sup>, segregadas, en las que se llevan los saldos de clientes de las entidades que hayan solicitado este tipo de cuenta a sus entidades para que figuren los saldos de forma individualizada en el DCV.

A cargo de las entidades participantes:

- Las cuentas de detalle de los clientes que les hayan encomendado llevar sus valores. La suma de los valores registrados en las cuentas de detalle de los

---

<sup>217</sup> Véase la *Norma técnica 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en sus funciones de codificación de valores negociables y otros instrumentos de naturaleza financiera, sobre estructura de los códigos* (BOE del 30 de septiembre de 2010).

<sup>218</sup> Se reitera lo dicho anteriormente sobre el uso extensivo de la expresión “registro central” para referirse al conjunto de cuentas por cada emisión en el Registro Central como institución. *Artículo 19. Estructura del Registro Contable 1. La llevanza del registro contable de los valores corresponde a la Sociedad de Sistemas, a cuyo cargo está el Registro Central, y a sus entidades participantes Registradoras, a quienes corresponde la llevanza de los Registros de Detalle.*

<sup>219</sup> El Reglamento de la Sociedad de Sistemas contempla un supuesto especial en el art. 19.7: *Con carácter excepcional, la Sociedad de Sistemas podrá realizar la llevanza directa en el Registro Central de las cuentas de valores de todos los titulares de un determinado valor admitido en el sistema, atendiendo a sus especiales circunstancias. La Sociedad de Sistemas mantendrá estas cuentas mientras su intervención resulte imprescindible para garantizar la protección de los intereses de los inversores afectados.*

<sup>220</sup> En el anterior RD116/1992, en el artículo 31 que detallaba los tipos de cuentas no preveía estas cuentas particulares segregadas.

clientes ha de coincidir con el saldo que tenga asignado en la, o las cuentas generales abiertas en la Sociedad de Sistemas.

Si el origen de la transmisión de valores es una cuenta segregada, individualizada en la Sociedad de Sistemas, corresponderá a la misma dar de baja en la cuenta individualizada los valores correspondientes y la dará de alta en la cuenta general de la entidad participante que corresponda, que a su vez la desglosará y practicará la anotación en la cuenta de detalle. Y si su destino es otra cuenta individualizada en el DCV, será la propia Sociedad de Sistemas quien deberá practicar el alta y la baja en las correspondientes cuentas segregadas.

Dependerá, en todo caso, del tipo de cuenta inicial y final de los valores que se transmiten, según sea general para la Sociedad de Sistemas, o segregada, dando de baja y de alta simultánea el mismo número de valores. Los diferentes tipos de cuentas inciden en quién sea el responsable de realizar las anotaciones de detalle, si la entidad participante o la Sociedad de Sistemas, pero siendo siempre responsable de las cuentas generales la Sociedad de Sistemas, que variará los saldos que correspondan a cada transmisión de una cuenta a otra de entre las participantes (que pueden ser cuentas propias o generales de terceros). Pero las entidades participantes, si se trata de valores anotados en las cuentas generales de la Sociedad de Sistemas abiertas a su favor, están obligadas a comprobar que los saldos de esas cuentas generales coinciden con la suma de las de detalle que tenga atribuidas.

### *3.3. Principio de integridad de la emisión.*

Con la desmaterialización de los títulos y el paso a anotaciones en cuenta, más la fungibilidad de los valores, resulta imprescindible mantener la integridad de las emisiones de modo que lo anotado coincida exactamente con los valores que conforman la emisión y no sean irreales los valores bien por defecto o bien por la proliferación indebida de éstos. La obligación de mantener intacto el número de valores de una

emisión cobra mayor dimensión con la desaparición del soporte documental y con la existencia de diversos registradores.

La integridad de la emisión es una exigencia reiterada tanto en el *Reglamento UE 909/2014* como en la Ley del Mercado de Valores y sus respectivas normas de desarrollo<sup>221</sup>. El *Reglamento UE 909/2014* le dedica un amplio espacio y lo configura como una obligación esencial de los DCV, quienes deben “*controlar la integridad de una emisión, es decir, para impedir la creación o reducción indebidas de valores emitidos, contribuyendo así considerablemente a mantener la confianza de los inversores*” (Considerando 2)<sup>222</sup>. Se refieren también a la integridad de la emisión los Considerandos 11, 26, 42 y 71, y dedica en particular los arts. 36 y 37.

Es significativa ésta en el art. 37 del *Reglamento UE 909/2014*, sobre *Integridad de la Emisión*:

*1. Los DCV tomarán las oportunas medidas de conciliación con vistas a comprobar que el número de valores que constituyan una emisión o formen parte de una emisión de valores registrada en el DCV sea igual a la suma de los valores registrados en las cuentas de valores de los participantes en el sistema de liquidación de valores gestionado por el DCV y, cuando proceda, en las cuentas de titulares mantenidas en el DCV. Estas medidas de conciliación se aplicarán como mínimo una vez al día.*

---

<sup>221</sup> Así lo expresa también el artículo 25 del Reglamento Delegado UE 392/2017, cuando, hablando de la integridad de la emisión, dice lo siguiente: “*En la solicitud de autorización se incluirá la información relativa a las normas y procedimientos del DCV solicitante para garantizar la integridad de las emisiones de valores a que se refieren el artículo 37 del Reglamento (UE) n.o 909/2014 y el capítulo IX del presente Reglamento*”.

<sup>222</sup> Ya era una preocupación en los trabajos preparatorios, como se observa en el Informe de 14 de febrero de 2013, sobre la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (DCV) y por el que se modifica la Directiva 98/26/CE (COM(2012)0073 – C7-0071/2012 – 2012/0029(COD)): “*Los sistemas de liquidación de valores y los sistemas de cuentas explotados por los DCV constituyen también un instrumento esencial para controlar la integridad de una emisión, es decir, **obstaculizar la creación o reducción indebida de valores emitidos**, contribuyendo así considerablemente a mantener la confianza de los inversores*” (en negrita en el original).

2. *En su caso, y en el supuesto de que otras entidades estén implicadas en el proceso de conciliación de una determinada emisión de valores, como el emisor, registradores, agentes de emisión, agentes de transferencia, depositarios comunes, otros DCV u otras entidades, el DCV y cualesquiera de las entidades mencionadas organizarán entre sí medidas de cooperación e intercambio de información adecuadas, de tal modo que se preserve la integridad de la emisión.*

3. *En los sistemas de liquidación de valores gestionados por DCV no se autorizarán los descubiertos de valores, los saldos deudores ni la creación de valores.*

En el *Reglamento Delegado UE 392/2017*, literalmente el art. 25 dice: *“Integridad de la emisión. En la solicitud de autorización se incluirá la información relativa a las normas y procedimientos del DCV solicitante para garantizar la integridad de las emisiones de valores a que se refieren el artículo 37 del Reglamento (UE) nº 909/2014 y el capítulo IX del presente Reglamento”*. Este artículo se complementa con el siguiente dedicado a las medidas que para ello debe contemplar el DCV en la solicitud de autorización<sup>223</sup>.

En la LMV puede observarse dicho principio en los arts. 8 y 15. En este último reitera la obligación de garantizar la integridad de la emisión: *“Los depositarios centrales de valores y demás entidades encargadas de la llevanza del registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta garantizarán la integridad de las emisiones de valores”*.

El art. 117 establece una obligación de *seguimiento y control* de la función de registro por la CNMV, sociedades rectoras de los mercados, ECC y DCV.

---

<sup>223</sup> Art. 26 *Reglamento Delegado UE 392/2017: Protección de los valores de los participantes y sus clientes. En la solicitud de autorización se incluirá la siguiente información sobre las medidas adoptadas para proteger los valores de los participantes en el DCV solicitante y los de los clientes de estos, de conformidad con el artículo 38 del Reglamento (UE) nº 909/2014: a) las normas y procedimientos para reducir y gestionar los riesgos asociados a la custodia de valores; b) una descripción detallada de los diferentes niveles de segregación ofrecidos por el DCV solicitante, una descripción de los costes asociados a cada nivel, las condiciones comerciales en las que se ofrezcan, sus principales implicaciones jurídicas y la normativa aplicable en materia de insolvencia; c) las normas y procedimientos para la obtención del consentimiento a que se refiere el artículo 38, apartado 7, del Reglamento (UE) nº 909/2014.*

El desarrollo reglamentario se encuentra en el art. 36 del RD 878/2015, sobre control de saldos del sistema. También en el art. 16 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas. Todo lo anterior es objeto de análisis al examinar la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por la llevanza del registro contable.

#### *3.4. Principio de legitimación registral.*

Frente a la tradicional presunción de legitimación posesoria, del poseedor de buena fe del título (cuya manifestación puede verse en el art. 19 LCCH), se articula la legitimación registral, por la cual se presume titular legítimo, de conformidad con el art. 13 LMV, a quien tenga inscritos a su favor los valores. La legitimación se desplaza desde la posesión a la anotación en el registro<sup>224</sup>, porque ha cambiado la ley de circulación, ya no hay transmisión documental, sino inscripción mediante los correspondientes abonos y adeudos.

#### *Artículo 13. Legitimación registral y tracto sucesivo.*

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

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

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

---

<sup>224</sup> GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J. y SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, Sara: *Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 798.

El artículo 16 del RD 878/2015, reproduce íntegramente el artículo anterior de la LMV. Por tanto, la legitimación frente a terceros ya no deriva de la transmisión del documento, en el que podía aparecer el negocio causal subyacente<sup>225</sup> o tratarse de un documento abstracto, sino de la inscripción de los valores, abonos y adeudos, en la cuenta de los titulares.

La inexistencia de título-valor, y la adopción del sistema registral, provoca que la legitimación se obtenga a través del registro, debiendo delimitar el alcance de esta legitimación en función de la naturaleza del mismo. La comparación con otros registros, fundamentalmente públicos, se hace necesaria, en cuanto pueda ayudarnos a delimitar esta cuestión, porque de la legitimación depende el espacio y extensión del ejercicio de los derechos.

Quien aparezca como titular en el registro es el legitimado para el ejercicio de los derechos que se hallen anotados a su favor, con los efectos, ya vistos, de irreivindicabilidad e inoponibilidad<sup>226</sup> de excepciones. Pero la legitimación que concede el registro contable es diferente a la que se recibe del libro registro de acciones nominativas títulos<sup>227</sup>, pues la eficacia legitimadora, en el caso de los títulos nominativos

---

<sup>225</sup> Podía rastrearse el negocio causal a través de las “referencias de registro”. La importancia y función de las mismas, se contemplaba en el art. 21 del Reglamento de Organización y Funcionamiento (y en la Circular 1/1992, de 28 de abril, del SCLV), datos que identificaban cada operación y que servía de control de los valores en circulación para evitar distorsiones en el sistema, y cuya previsión se hallaba recogida en los arts. 31.6 y 73.1 del RD 116/1992. En la Norma 12 *Justificación de ventas de las Normas de adhesión y funcionamiento del sistema del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores gestionado por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A.*, se detallaba el modo de realizarlas.

<sup>226</sup> Pueden verse reflexiones en torno a la inoponibilidad en FARIAS BATLLE, Mercedes: *Realidad del tráfico y Registro Mercantil (algunas reflexiones sobre el principio de inoponibilidad)*. RCDI, nº 645, mayo-junio 1998, págs. 903 y ss.

<sup>227</sup> DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico*, (citado), pág. 161, cuando dice que “la inscripción en los registros contables produce un efecto real principal y la inscripción en el libro registro de acciones nominativas una eficacia suplementaria y dependiente de la anterior en orden a la legitimación frente a la sociedad para el ejercicio de los derechos corporativos de socio”, admite esta superioridad, en cuanto eficacia real principal, sobre la eficacia limitada al seno de la sociedad en el caso del libro registro de acciones nominativas.

está limitada a la sociedad<sup>228</sup>, no tiene eficacia frente a terceros, y la legitimación para la transmisión de las acciones nominativas títulos ha de realizarse mediante endoso de los propios títulos, caso de existir éstos, no sobre la certificación de la sociedad emisora.

La existencia de la anotación en el registro contable va ligada al ejercicio de los derechos, que no se circunscribe al ámbito interno de la sociedad emisora<sup>229</sup> sino también legítima frente a terceros. También legitima las transmisiones, en el sentido de ser necesaria la previa inscripción, de no ser así el régimen sería el de la cesión de créditos, con el agravante de que no bastaría ser titular inscrito, sino que debería probarse su legitimación. Por tanto puede afirmarse que la extensión de la legitimación

---

<sup>228</sup>Analiza con profundidad el tema RECALDE CASTELLS, Andrés: *En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad*. RDBB, abril-junio, 1993, nº 50, pág. 384.

<sup>229</sup> También en RECALDE CASTELLS, Andrés, en *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación*. En La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores (citado), págs. 769 a 773, se refiere en concreto a los supuestos de legitimación activa y pasiva, también a los problemas derivados de la diferente legitimación para el ejercicio de los derechos económicos según se trate de acciones o valores de renta fija, y al no menos importante problema de legitimación para el ejercicio de los derechos políticos, pues el ejercicio de dichos derechos *corresponde, en principio, a quien consta inscrito en la fecha de registro (record date) a partir de los datos que el DCV comunica a las emisoras*. Por tanto, en caso de cadenas de custodios la legitimación correspondería al intermediario financiero. Prosigue aludiendo a la Directiva de Derechos del socio de abril de 2017, que prevé que los Estados miembros puedan obligar a los intermediarios a identificar a los titulares reales, pero la finalidad de esta Directiva es diferente de la derivada del régimen de anotaciones, debiendo prevalecer la literalidad del TRLMV, frente a las cuestiones de que plantea la Directiva, fundamentalmente de transparencia, por lo que la entidad emisora cumple ajustándose a lo que resulte de la anotación registral, pues la obligación de suministrar las identidades le incumbe a las depositarias y legitima a quien está inscrito, aunque no sea el titular real. FONT I RIBAS, Antoni: *Régimen de legitimación de las acciones en sus distintas modalidades de representación*. Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont, Vol. 1, 1995, mantiene que no es suficiente la comunicación de las entidades encargadas de llevar el registro contable (Disposición final primera 61 LSA) para el ejercicio de los derechos, siendo necesaria la exhibición o depósito de los certificados del registro, porque sólo existe obligación de identificar a los accionistas, *“pero no establece obligación alguna de información respecto de los derechos del socio”*. Se considera más correcta la posición de CACHÓN BLANCO, José Enrique: *Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero”* RDM nº 221, julio-septiembre 1996, pág. 821, donde analiza los requisitos del concepto de homogeneidad, recordando la habilitación que concede el art. 4 del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, en el que se establecen los criterios de “homogeneidad”. También es acertada la posición de GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), pág. 505, aunque, como sugiere en nota a pie de página, podía plantear problemas en los momentos previos a la adopción del RD 116/1992, tal y como apuntaba en su momento MASSAGUER, José: *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima. Un estudio de los arts. 216 y 217 LSA*, Ed. Civitas, Madrid 1990, págs. 171 y 172.

registrar es “*erga omnes*”<sup>230</sup>, con eficacia frente a la sociedad emisora, al mercado de valores y los terceros.

Sin embargo, un sector de la doctrina mantiene que la presunción de titularidad de la anotación registral es similar a la del art. 38 LH<sup>231</sup>, aunque GONZÁLEZ CASTILLA<sup>232</sup> sostiene que “*la presunción del Registro de la Propiedad alcanza a la existencia del derecho, su titularidad, la propia extensión del derecho y la posesión del bien. Por el contrario, en el caso de las acciones anotadas sólo encontramos la presunción de que el*

---

<sup>230</sup>En este sentido GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*. (citado), pág. 245, quien escuetamente señala: “*Para el ejercicio de los derechos es esencial la incorporación al registro, de forma que el emisor no puede dejar de reconocer a quien aparezca en el asiento, aunque no figure en la documentación social*”. En coincidencia con la anterior posición, la legitimación existe siempre, incluso en los supuestos de nominatividad obligatoria a los que hace referencia el artículo 60 de la LSA, pues siendo la LMV legislación supletoria de primer grado por remisión expresa del art. 60.1 LSA: a) el art. 11 de la LMV, no hace distinción entre dichos supuestos; y b) la legitimación que otorga el Registro contable es eficaz frente a la entidad emisora (art. 11 LMV) y frente a terceros (art. 9 y 12 LMV). Así se mantenía en un trabajo anterior propio. Con razón VICENT CHULIÀ, Francisco: *Introducción al Derecho Mercantil* (citado), pág. 303, dice (respecto de las acciones) que la legitimación para el ejercicio de los derechos “*si están representadas mediante anotaciones en cuenta, mediante la exhibición del certificado de anotación en cuenta, que en las acciones nominativas sustituye a la legitimación dada por el Libro registro de acciones nominativas (arts 12 LMV y 22 del R.D. 116/92), pero ninguna norma ha dispuesto la supresión de éste*” (el subrayado es nuestro). Parece sostener una posición contraria DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico*. (citado), pág. 161, al mantener la eficacia suplementaria del libro registro de socios “*La inscripción en los registros contables produce un efecto real principal y la inscripción en el libro registro de acciones nominativas una eficacia suplementaria y dependiente de la anterior en orden a la legitimación frente a la sociedad para el ejercicio de los derechos corporativos de socio*”. Con independencia de la polémica que sostiene este autor sobre si el art. LMV se refiere sólo a los casos de nominatividad obligatoria, o si es posible la nominatividad voluntaria, en las acciones representadas por anotaciones contables, nominativas o no, creemos que, siempre y en cualquier caso, la sociedad emisora no puede desconocer a quien aparezca como legitimado según el registro contable, porque la LMV no establece otro mecanismo de legitimación que la registral, pues también los certificados lo son de lo que consta en el registro contable. Ciertamente hacen falta más precisiones, pero se tratarán en su lugar, dada la íntima conexión con la responsabilidad derivada del art. 8.4 LMV, y que la única posibilidad de rectificar lo inscrito, fuera de los supuestos de errores materiales o aritméticos del art. 24 RD 878/2015, necesita de resolución judicial según este último precepto citado.

<sup>231</sup>SANTOS MARTÍNEZ, Vicente: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta* (citado), pág. VICENT CHULIÀ, Francisco: *Introducción al Derecho Mercantil* (citado), pág.

<sup>232</sup>GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), pág. 428. No puede olvidarse que el tracto sucesivo, tal como se ha entendido tradicionalmente, no es aplicable pues, en las operaciones de mercado, el vendedor y comprador no tienen relación directa alguna.

*titular inscrito es el titular*". En parecidos términos se pronuncia SÁNCHEZ CALERO<sup>233</sup> quien minimiza tal principio y que queda reducido a la relación entre el titular del valor y la entidad emisora y sólo desde la fecha que figure en el registro contable.

En las anotaciones contables, sólo puede predicarse la titularidad, no de un bien específico y determinado por su diferenciación con otros, sino un saldo de bienes fungibles y sustituibles<sup>234</sup> los valores, ni tan siquiera, los derechos y obligaciones de esos valores anotados figuran en la propia inscripción, sino en la escritura de constitución o emisión de la que el DCV sólo tiene copia, si bien, del art. 13 del TRLMV, se desprende que el titular inscrito lo es también para el ejercicio de los derechos, aunque los derechos no consten en el propio asiento contable.

Del mismo modo, la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes debe inscribirse en el registro contable<sup>235</sup>, si se quiere que la Ley despliegue sus efectos, equiparándose, desde entonces, al desplazamiento del título en la prenda y oponibilidad frente a terceros<sup>236</sup> (art. 12 LMV). Establecido un derecho real, carga o

---

<sup>233</sup> SÁNCHEZ CALERO, Fernando: *Régimen jurídico de los valores representados por anotaciones en cuenta* (obra citada). Pág. 100.

<sup>234</sup> Por ello se advertía con anterioridad, citando también a GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, pág. 291 y ss, que el registro contable no hace un seguimiento histórico de los valores anotados, ni el titular tiene por qué mantener agrupados los valores en un único registro contable (en el caso de los cotizados), y ello implica un posible fraccionamiento del saldo, que se convierten a su vez en otros tantos saldos, según el número de entidades encargadas del registro contable que utilice, posibilidad que no existe en el Registro de la Propiedad, pero, y además, no existe ni tan siquiera un número que identifique a cada valor, aunque sea cierto que podía seguirse el rastro concreto de cada valor a través de las referencias técnicas de las operaciones, hoy desaparecidas, con la fungibilidad plena tras la reforma de la LMV en 2.011 esta posibilidad ya no existe.

<sup>235</sup> Los requisitos de constitución de prenda sobre valores, se definieron en la Disposición Adicional 60 de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores. MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta* (citado), págs. 267 a 294, aunque no recoge las modificaciones de la Ley citada, trata de modo extenso el problema de la naturaleza y caracteres de los derechos reales y gravámenes sobre las anotaciones en cuenta, para quien la constitución de gravámenes es de naturaleza extra registral. Sin embargo, GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*. (citado), pág. 172, da a entender que la inscripción de los derechos reales en el registro contable es constitutiva, aunque ha de reconocerse que trata de modo accesorio las características de los derechos reales sobre valores anotados.

<sup>236</sup> En caso de constituirse prenda (u otro gravamen o derecho real) sobre títulos, mediante escritura pública (que es necesaria si afecta a valores cotizados, y pretende ejercerse la enajenación prevista en el art. 322 del C.de Co.), la fecha desde la cual será oponible a terceros será la que conste en la escritura, de conformidad con el art. 1865 C.C., sin embargo, en el caso de anotaciones en cuenta, según el

gravamen sobre valores anotados, ha de procederse al desglose de los mismos, pues se trata de una situación individualizada<sup>237</sup> que casa mal con el sistema de fungibilidad establecido en el art. 8 LMV, previsión ésta que desarrolla el art. 18.3 del RD 878/2015.

Se trata de legitimación y de protección registral en favor del titular inscrito. Se presume titular legítimo (art. 13 TRLMV) a quien tenga inscritos a su favor los valores, que es oponible a terceros desde el momento de la inscripción<sup>238</sup>, y también frente al emisor y los terceros que adquieran de quien, según los asientos del registro contable, aparezca legitimado para transmitirlos, no estarán sujetos a reivindicación, salvo que haya obrado de mala fe o con culpa grave (art. 11.3 TRLMV). Igual protección se otorga en el caso de existir gravámenes sobre los valores inscritos. Así, la legitimación, aunque tenga su origen en el negocio causal (título), no deriva de aquél, que obligaría a seguir el régimen de la cesión de créditos, sino de la anotación registral (modo), equivaliendo desde ese momento a la tradición de los títulos-valores.

La legitimación registral se extiende al ejercicio de los derechos por el titular registral y libera a la sociedad que cumpla con el legitimado inscrito: *“La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones*

Cont. \_\_\_\_\_

art. 12.2 de la LMV la fecha desde la que será oponible a terceros la prenda, será la de anotación en el registro contable. Véase también MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: *Valores Mobiliarios Anotados en Cuenta* (citado), pág. 285.

<sup>237</sup> Para ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico* (citado), pág. 865, dejan de ser fungibles los valores trabados, sin embargo sostiene que *“los valores sujetos a derechos reales limitados u otros gravámenes se pueden transmitir, incluso en los casos en que exista expedido un certificado de legitimación en favor del acreedor”* circunstancias que deben ser notificadas a aquél en cuyo favor se constituye la carga o gravamen, sin perjuicio de que puedan solicitar y obtener un nuevo certificado restituyendo el anterior (arts. 21 y 22 del RD 878/2015).

<sup>238</sup> Según el art. 18 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: *“Legitimación registral. 1. Para la plena eficacia de la presunción de titularidad legítima de la anotación en el registro contable, la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes deberán hacer constar para cada cuenta que mantengan en el registro contable la identificación del titular, de los valores y de la operación correspondiente, así como de los derechos reales, gravámenes y demás circunstancias inscribibles que afecten a la situación de los mismos”*. Para SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: *La reforma de los Mercados de Títulos en España* Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a Evelio Verdura y Tuells, tomo III. 1994, pág. 2350, las características de los títulos valores, como la literalidad y autonomía, que se manifiestan a través de la incorporación del derecho al documento, o publicidad posesoria, se desplazan al sistema de registro, equiparando la Ley los efectos: inscripción a tradición, o la irrevindicabilidad e inoponibilidad.

a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta” (art. 13.1 LMV). La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en favor del legitimado, se liberará aunque éste no sea el titular del valor (art. 13.2 LMV). Debiendo añadir que: *“La entidad emisora sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con el documento de la emisión previsto en el artículo 7 y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos”* (art. 11.4 LMV).

### 3.6. Principio de prioridad y tracto sucesivo.

La protección registral opera a través de los principios propios del registro, por mandato expreso de la LMV, según el artículo 13, que tiene su desarrollo reglamentario en los arts. 16, sobre legitimación y 17 del RD 878/2015, sobre prioridad y tracto sucesivo, que organiza las inscripciones basándose en el principio de prioridad<sup>239</sup> por el que *“una vez producida cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que sea incompatible con la anterior. Asimismo, la entidad encargada de la llevanza del registro contable practicará las inscripciones correspondientes conforme al orden de presentación”* (art. 17.2)<sup>240</sup>; y el de tracto

---

<sup>239</sup>FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis: *Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores*, (obra citada, pág. 1225), sostiene que existen notables diferencias con el sistema del Derecho hipotecario en este aspecto, y lo considera más cercano al libro registro de socios, aunque, en el caso de los valores anotados, el registro no es interno y se encomienda a un tercero especializado. También GÓMEZ GÁLLIGO, Fco. Javier: *Principios hipotecarios de los Registros Mobiliarios*. En RCDI, nº 651, marzo-abril 1999, págs. 651 a 688.

<sup>240</sup> El RD 878/2015, art. 25. establece la existencia de un *Libro diario de inscripciones*. Pero no establece, a diferencia de los Registros Mercantil y de la Propiedad, un orden cronológico de presentación, sino de la práctica de las inscripciones, mientras que el art. 17.2 sí establece la inscripción de acuerdo al orden de presentación, por lo que la lógica impone que han de coincidir con el momento de la presentación al deber inscribirse por este orden.

*Art. 25.1. La entidad encargada del registro contable llevará un libro o fichero informático de*

sucesivo, por el que “Conforme al principio de tracto sucesivo, para la inscripción de la transmisión de valores será precisa la previa inscripción de los mismos en el registro contable a favor del transmitente. Igualmente, la inscripción de la constitución, modificación o extinción de derechos reales sobre valores inscritos requerirá su previa inscripción a favor del disponente” (art. 17.3)<sup>241</sup>.

La aplicación estricta de los principios registrales es difícil en las transacciones del mercado, pues se casan múltiples operaciones de distinto valor y número de ellos. Autores como RECALDE CASTELLS<sup>242</sup>, sostienen que no son trasladables los principios registrales de prioridad y tracto sucesivo a los valores negociados que siguen el sistema de doble escalón, “ya que en este caso no existe un registro único que permita trazar las transacciones de los valores”. Cabe recordar que los mercados secundarios, las bolsas de valores, son mercados ciegos, ni el vendedor sabe a quién vende, ni el comprador de quién compra, máxime con la interposición de una entidad de contrapartida central (ECC), que actúa como comprador respecto del vendedor y como vendedor respecto del comprador, casando múltiples operaciones, y, en este modo de operar, ni comprador ni

Cont. \_\_\_\_\_

*inscripciones, en el que anotará diariamente, por orden cronológico, referencia suficiente de todas y cada una de las practicadas en cualquiera de los registros a su cargo, asignándoles un número correlativo. El primer número de cada día será el siguiente al asignado a la última inscripción del día anterior.*

*2. En el caso de que la entidad encargada del registro contable sea un depositario central de valores, el libro al que se refiere el apartado anterior será llevado por:*

*a) El depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas referidas en los artículos 32.1.a), 32.1.c) y 32.2.*

*b) Las entidades participantes del depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas del registro de detalle referidas en el artículo 33.*

<sup>241</sup> ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio: “Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario”, RDBB, nº 117, enero-marzo 2010, pág. 23, considera que el sistema de referencias de registro permitía “la llevanza de un registro histórico de operaciones y movimientos sobre cuentas, posibilita la trazabilidad de operaciones realizadas, e impide la práctica de cualquier abono sin realizar su correspondiente adeudo”. El mismo autor (pág. 32), considera que “en los supuestos de operaciones bursátiles no se produce una verdadera transmisión de un vendedor a un comprador. La liquidación de los negocios bursátiles se produce por compensación multilateral de los saldos acreedores y deudores de valores y efectivo que, como consecuencia de aquéllos, correspondan a cada una de las entidades adheridas al Depositario central de Valores”.

<sup>242</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 759.

vendedor, conocen el origen y destino de los valores<sup>243</sup>. Desaparecidas las referencias de registro plantea dificultades si se trata de valores negociados en los mercados, por el volumen de transacciones que se realizan, por la normal falta de coincidencia entre el número de valores que oferta un cliente y los que adquiere otro, y por tratarse de valores fungibles donde sólo se identifican saldos. Realmente sólo cabe apreciar el tracto sucesivo en el caso de operaciones bilaterales fuera de mercado.

En los valores representados por títulos y no negociados, el art. 11.5 LMV impone la intervención de tercero, que puede ser un fedatario público, las entidades que cita el artículo: *“La suscripción o transmisión de valores sólo requerirá para su validez la intervención de fedatario público cuando, no estando admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, estén representados mediante títulos al portador y dicha suscripción o transmisión no se efectúe con la participación o mediación de una sociedad o agencia de valores, o de una entidad de crédito”*. La intervención de tercero, fedatario o no, impone un control de legalidad, a riesgo de incurrir en responsabilidad en caso contrario, por lo que el principio de tracto sucesivo es uno de los elementos del negocio de transmisión que debe contralar el fedatario o la entidad que intervenga de entre las citadas en el artículo.

El art. 11 LMV no hace distinción entre los negociados y no negociados, pero las transmisiones de los no negociados están sometidas a las reglas generales de transmisión propias del negocio jurídico de que se trate, incluidas la intervención de fedatario público en los casos en que resulte necesario, correspondiendo a la entidad encargada del registro contable aceptar o rechazar la inscripción si previamente no constan los valores anotados en favor del titular.

---

<sup>243</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta* (citado), pág.59, habla de desconexión entre comprador y vendedor. RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 791: *“Casi nunca existe un negocio entre dos partes que entren en contacto. Aunque el adquirente no sepa de quién adquiere, ello no es obstáculo a la firmeza de las órdenes siendo irrelevante quién sea el propietario de los valores”*.

### 3.6. Principio de publicidad registral.

El hecho de no ser un registro accesible a terceros ha llevado a que algunos autores<sup>244</sup> se planteen la inexistencia del mismo, y que efectivamente como tal principio de publicidad registral, si entendemos el mismo en su aspecto de accesibilidad de terceros al contenido de lo inscrito, materialmente no existe<sup>245</sup>, sirviendo para esta afirmación la comparación con el tratamiento que se efectúa de la “*publicidad formal*” en el art 221 de la Ley Hipotecaria o en el art. 12 del RRM.

Y, si lo entendemos en su vertiente de tratarse de un registro sujeto al derecho público, tampoco existe por lo dicho anteriormente sobre la naturaleza privada del registro. Dado que la manifestación de lo anotado sí es posible, aunque sólo en favor de quien resulte titular de algún derecho inscrito, sería preferible hablar de publicidad restringida o mínima y privada, porque sólo se realiza a instancia del titular de los valores o derechos sobre los mismos. Pero tiene menos alcance que si se tratase del libro registro de acciones nominativas representadas por títulos, pues en éste último los

---

<sup>244</sup>DOMINGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico* (citado), pág. 160, pues según el mismo, sólo pueden expedirse certificaciones únicamente en favor de los titulares plenos o limitados inscritos, “*quedando vedado el acceso a cualquier tercero, incluso y especialmente, la entidad emisora, con una absoluta exclusión del principio de publicidad formal*”, salvo en el caso de las acciones nominativas, atribuyendo un deber de confidencialidad de las entidades encargadas. FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis: *Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores*. RCDI, julio-agosto 1989, nº 593, pág. 1224: “*En su aspecto formal, la publicidad que procura este Registro ha sido muy descuidada. Existen certificados, pero su función es muy distinta a la de las certificaciones –artículos 223 y concordantes de la Ley Hipotecaria- y sólo se expiden al titular registral. No parece preocupar al legislador ni el interés legítimo de quienes puedan desear conocer el contenido del Registro, ni los instrumentos o medios de publicidad, ni la forma o plazos para hacerla efectiva*”.

<sup>245</sup> En la Ley Hipotecaria, artículo 221, se prevé que “*los Registros serán públicos para quienes tengan interés conocido en averiguar el estado de los bienes inmuebles o derechos reales inscritos*”. Esta publicidad en favor de terceros es inexistente en el registro contable. También puede verse el contenido del art. 12 del Reglamento del Registro Mercantil sobre publicidad formal, donde es posible la solicitud de publicidad en masa.

socios tienen derecho a consultar el “*libro registro de acciones nominativas*” (art. 116.3 LSC), cosa que no está prevista en el registro contable de anotaciones en cuenta.

La única forma prevista de publicidad del contenido de los registros contables que contempla la LMV es la expedición de las certificaciones, a solicitud del titular de los valores o beneficiario de los derechos (art. 20.1 RD 878/2015). La *fe pública*, es inexistente como tal, pues las certificaciones, son emitidas por particulares, únicamente en favor de los titulares (plenos o limitados), aunque tengan efectos legitimadores, y tiene más que ver con la seguridad del tráfico que con aquello que se entiende por fe pública registral de los registros públicos<sup>246</sup>, como se observa comparando la dicción de los arts. 7 y 8 del RRM con el art. 21 del RD 878/2015<sup>247</sup>, salvo que se entienda por fe pública la eficacia legitimadora, a efectos de dejar constancia “*erga omnes*” de lo inscrito y certificado, que no es el caso, pues sólo se concede para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, y siempre prevalecerá lo anotado sobre lo certificado<sup>248</sup>, por lo prescrito en el art. 14.1 TRLMV<sup>249</sup>, al derivar la legitimación de lo inscrito, no de la certificación que es meramente auxiliar.

---

<sup>246</sup> DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico* (citado), pág. 160, considera que “*se asimila a la fe pública registral a efectos de la literalidad remisiva en ámbito material limitado de los arts. 6 a 9 RDCL relativo a la publicidad de las emisiones y de las eventuales modificaciones de las características de valores ya emitidos, en contraste con los artículos 221 y ss. LH*”. FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis: *Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores*. (obra citada, pág. 1223.

<sup>247</sup> Idéntico al anterior art. 20 del RD 116/1992.

<sup>248</sup> Pero no sólo puede haber discrepancias entre lo anotado y lo certificado, también entre las cuentas generales de terceros y las de detalle. Así lo pone de relieve RECALDE CASTELLS, Andrés, en *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación*. En La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores (citado). En la pág. 768 al indicar que “*caben desajustes en los datos de esas cuentas*”.

<sup>249</sup>En este sentido se pronuncia DOMINGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico* (citado), pág. 162.

#### **4. Relación entre la Sociedad de Sistemas, los emisores, las entidades participantes y los terceros.**

Por su relación directa, y por estar tratando en este apartado el sistema de registro contable, interesa examinar la relación entre los DCV y los emisores y entre los DCV, las entidades adheridas y los titulares de valores inscritos en cuentas de detalle en el DCV y en las cuentas generales, es decir con el sistema de doble escalón.

Enumerando las relaciones existentes en el seno del mercado de valores se observa:

- Relaciones entre el mercado regulado y los DCV.
- Entre los DCV y los emisores.
- Entre los DCV y las entidades participantes por la llevanza de cuentas propias.
- Entre los DCV y los terceros titulares de valores anotados en cuentas generales de las entidades participantes.
- Entre las autoridades supervisoras de los mercados, los DCV y los terceros.

Sobre esta última relación jurídica, cabe anticipar que, planeando sobre todas estas relaciones, se halla la CNMV como encargada de la aprobación, supervisión, control y sanción, con el carácter de *“autoridad competente”* a la que se refiere el art. 10 del *Reglamento UE 909/2014*, designada, de conformidad con el art. 11 del Reglamento europeo, en la LMV en sus arts. 16 y 17, y específicamente sobre los DCV el art. 97.3 de la LMV<sup>250</sup>.

---

<sup>250</sup> Art. 97.3 TRLMV: *“La Comisión Nacional del Mercado de Valores será la autoridad competente responsable de la autorización, supervisión y sanción de los depositarios centrales de valores de conformidad con el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014”*. Evidentemente, siendo la Sociedad de Sistemas una filial de Bolsas y Mercados Españoles, S.A, la obligación de adoptar acuerdos con al menos con un DCV se cumple con creces, no sólo eso, sino que está designada como DCV tanto en la LMV como en RD 878/2015.

La Sociedad de Sistemas es el Depositario Central de Valores de todos los mercados gestionados y pertenecientes a “Bolsas y Mercados Españoles, SA”<sup>251</sup>. Lo dicho no obsta para que el artículo 93.2 LMV, sobre *Régimen de compensación, liquidación y registro de valores*, establezca que las “*sociedades rectoras suscribirán acuerdos con al menos un depositario central de valores y, en su caso, con una o varias entidades de contrapartida central, sin perjuicio del derecho de los emisores a disponer que sus valores sean registrados en cualquier depositario central de valores...*”. O que el derogado art. 111 LMV<sup>252</sup> y el actual art. 24 del Real Decreto-Ley 21/2017 consideren la posibilidad de los mercados secundarios oficiales de “*suscribir acuerdos con una entidad de contrapartida central o un sistema de compensación y liquidación de otro Estado miembro para realizar la compensación o liquidación de alguna o de todas las operaciones concluidas por los miembros del mercado con arreglo a sus sistemas*”, a los que puede oponerse la CNMV “*cuando considere que puedan menoscabar el funcionamiento ordenado del mercado*”.

#### 4.1 *Relación entre la Sociedad de Sistemas como DCV y los emisores.*

De conformidad con lo dicho en §5.2.2, sobre la libertad de elección del DCV, corresponde al emisor escoger el DCV que lleve el registro de sus valores. Si se trata de valores no negociados tiene libertad para llegar a acuerdos con cualquier entidad, aunque deberá ser alguna de las citadas en el art 8 de la LMV, es decir, “*entre las*

---

<sup>251</sup> En el caso de la Sociedad de Sistemas, hay que decir que se trata de una sociedad perteneciente al grupo “Bolsas y Mercados Españoles, SA”, que es la sociedad holding que engloba como filial, participada al 100%, a la Sociedad de Sistemas como sociedad unipersonal.

<sup>252</sup> Derogado por la Disposición derogatoria única del Real Decreto-Ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. El reconocimiento de la libertad de designación proviene del Reglamento UE 909/2014, por lo que sigue vigente esa libertad de designación. El equivalente actual a los arts. 111 y 112 del TRLMV se encuentra en los arts. 24 y 25 del Real Decreto-Ley 21/2017, sobre *Elección del sistema de compensación y liquidación o de entidad de contrapartida central, y Derecho de los miembros a designar un sistema de liquidación*. En lo esencial mantienen la dicción de los preceptos derogados.

*empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas para realizar la actividad prevista en el artículo 141.a)*”.

Tratándose de valores negociados en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación, o que se pretenda negociar, deberá llegar a un acuerdo con *el depositario central de valores designado que ejercerá tal función junto con sus entidades participantes* (art.8.3 LMV).

El TRLMV, cuando habla del Mercado Primario de Valores (arts. 33 a 42 TRLMV), no habla de la naturaleza de la relación entre los emisores y los DCV, sólo en el art. 36.1.a) TRLMV, dentro de los requisitos de información que deben proporcionar a la CNMV, se refiere indirectamente a la sujeción a todos los requisitos necesarios para la negociación de los valores, al decir que deben aportar *“los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable”*, por lo que se entiende comprendido en el régimen jurídico aplicable la designación del DCV, en concordancia con el art. 33.2, TRLMV, que se refiere a que *“los valores deberán respetar el régimen jurídico al que estén sometidos y, en los casos en los que el emisor esté obligado a elaborar un folleto, la colocación deberá ajustarse a las condiciones recogidas en él”*, por lo que debe estar designado el DCV, y, en consecuencia, acordada la llevanza entre el emisor y el DCV, que deberá serlo de entre los autorizados a operar en los mercados secundarios del país.

Es en el art. 7.2.a) del RD 878/2015, donde se especifica que en el documento de emisión deberá constar la *“designación de la entidad encargada del registro contable”*, ante quien deberá depositar una copia del documento de emisión (art. 8.1 RD 878/2015), al igual que ante la CNMV<sup>253</sup> y ante el organismo rector del mercado si se trata de valores a negociar.

---

<sup>253</sup> La CNMV informa en su página web oficial: [https://www.cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP\\_FAQ10](https://www.cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ10) que *“Para proceder al alta en anotaciones en cuenta, el emisor realizará los siguientes trámites:*

1. *Debe solicitar el Código ISIN en la Agencia Nacional de Codificación. Para ello basta con aportar certificación de los acuerdos de emisión de los valores.*

El TRLMV y el *RD 878/2015*, eluden mencionar específicamente la clase de relación jurídica existente entre el emisor y el DCV. En cambio, sí establece, en el art. 68.1 y 2 del *RD 878/2015*, el tipo de relación entre los DCV y las entidades participantes calificándolo como contrato<sup>254</sup>.

El actual *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*<sup>255</sup>, en su art. 45 alude a la necesidad de convenio (apartado 1), y de contrato (apartado 2), para la prestación de los servicios mencionados en el art. 3.2 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, que son los de carácter auxiliar a la llevanza del registro contable, pues expresamente se refiere a la llevanza del registro contable (art. 3.1.a) y a la liquidación (art. 3.1.b), como “los

Cont. \_\_\_\_\_

2. *Presentación en la CNMV de la documentación necesaria para efectuar el alta en el Registro del artículo 92 d) de la LMV. Es decir, según los casos, escritura pública, folleto o documento privado, como se ha indicado anteriormente.*
3. *Registro por la CNMV de la documentación en el registro público previsto en el artículo 92 d) de la LMV.*
4. *Presentación en IBERCLEAR por el emisor de una fotocopia de la documentación registrada en la CNMV junto con un certificado que asevere que lo presentado en IBERCLEAR coincide con la documentación registrada ante la CNMV. Se deberá presentar aquella otra documentación que IBERCLEAR considere necesaria para la realización de sus funciones.*

<sup>254</sup> *RD 878/2015. Artículo 68. Acceso a la condición de entidad participante.*

1. *Los depositarios centrales de valores suscribirán un contrato con cada entidad participante que detallará las relaciones jurídicas entre las partes.*

2. *Los reglamentos internos de los depositarios centrales de valores a que se refiere el artículo 44 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, determinarán los derechos y obligaciones de cada una de las partes que se recogerán en el contrato.*

<sup>255</sup> *Reglamento de la Sociedad de Sistemas (modificado el 28 de julio 2016). Artículo 44. Destinatarios de los servicios técnicos y operativos.*

*Los servicios a los que se refiere el artículo 3.2 del presente Reglamento podrán prestarse a las entidades, residentes y no residentes, que desempeñen funciones análogas a la Sociedad de Sistemas, entidades de contrapartida central, entidades participantes en la Sociedad de Sistemas, entidades emisoras de valores y otros destinatarios.*

*Artículo 45. Regulación y convenios aplicables.*

1. *La Sociedad de Sistemas dictará cuantas disposiciones estime necesarias y celebrará convenios con las entidades referidas en el artículo anterior para la adecuada reglamentación de los aspectos relacionados con el alcance y prestación de los servicios referidos en este Título.*

2. *En la celebración de los contratos relativos a la prestación de tales servicios, la Sociedad de Sistemas valorará la potencial contribución a la seguridad, eficiencia y transparencia de los mercados de valores y atenderá, en su caso, a criterios de reciprocidad por parte de la otra entidad.*

3 *Estos contratos para la prestación de servicios por parte de la Sociedad de Sistemas quedarán sometidos a la legislación española, salvo que, excepcionalmente, se considere más adecuada la sujeción a otro ordenamiento jurídico. (Página web: <http://www.iberclear.es/>).*

*servicios básicos recogidos en los epígrafes 1 y 2 de Sección A del Anexo del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores” (se refiere al Reglamento UE 909/2014).*

Y respecto de estos servicios básicos del art. 3.1 del Reglamento, en la *Circular nº 06/2017, de 4 de septiembre. Entidades Emisoras de Valores*, aclara que las entidades emisoras deben solicitar la llevanza del registro contable en los términos que se especifican en la misma, rellenando el formulario adjunto. Expresamente la Circular se refiere a los servicios mencionados en el art. 3 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas<sup>256</sup>, sin excluir ninguno de los allí citados, aunque cabe tomar en consideración uno de los párrafos del enunciado previo a lo que es propiamente la Circular: *“De conformidad con lo previsto en el artículo 25 del Reglamento de IBERCLEAR, deberán establecerse mediante Circular las obligaciones que resulten exigibles a las entidades emisoras de valores que designen a IBERCLEAR como entidad encargada del registro contable”*. Cuyo significado, junto con lo previsto en la propia Circular y en el art. 25 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas<sup>257</sup> que cita, da a entender que se trata de contratos de adhesión indisponibles, a diferencia de lo que parece deducirse del el art. 45 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas sobre los servicios no básicos. En la información de la Sociedad de Sistemas sobre cómo darse de alta como emisor en

---

<sup>256</sup> *Circular nº 04/2016, de 29 de enero. El artículo 3 del Reglamento de IBERCLEAR recoge el catálogo de servicios, básicos y auxiliares, que puede prestar IBERCLEAR, entre los que se incluyen los servicios que puede prestar a las entidades emisoras de valores. La prestación de dichos servicios deberá ajustarse a lo previsto en el Reglamento de IBERCLEAR. (<http://www.iberclear.es/esp/asp/Entidades/Regulacion.aspx?id=esp>).*

<sup>257</sup> *Reglamento de la Sociedad de Sistemas. Artículo 25. Entidades emisoras.*

*1. Las Entidades emisoras de valores que designen a la Sociedad de Sistemas como entidad encargada de la llevanza del Registro Contable deberán solicitar por escrito la inscripción de los mismos. En dicha solicitud deberán manifestar su compromiso de cumplir las obligaciones previstas en las normas aplicables a los valores representados mediante anotaciones en cuenta.*

*2. La Sociedad de Sistemas establecerá mediante Circular las obligaciones exigibles a tales entidades emisoras de valores, que incluirán la de proporcionar las especificaciones necesarias para hacer posible la tramitación y ejecución de las operaciones financieras y societarias conforme a lo previsto en el artículo 23 de este Reglamento.*

*3. En caso de incumplimiento de las mencionadas obligaciones, la Sociedad de Sistemas pondrá en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores los hechos y actuaciones que considere que pueden entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento.*

IBERCLEAR<sup>258</sup>, literalmente dice: *“Una vez que IBERCLEAR apruebe la solicitud, se devolverá firmado el contrato de adhesión para la nueva incorporación. Por su parte la entidad agente enviará a IBERCLEAR los datos de alta”*.

Así pues, se trata de un *contrato de adhesión* por el que la entidad emisora se obliga a cumplir, además de las normas legales, con las Circulares de la propia Sociedad de Sistemas<sup>259</sup>, que pasan a integrarse como parte indisponible del contrato entre la Sociedad de Sistemas y la emisora, y la Sociedad de Sistemas se obliga a llevar el registro contable y también a suministrar la información que, por los cauces previstos en la Norma 6ª de la Circular 06/2017, le soliciten las emisoras.

Por otro lado, la Sociedad de Sistemas no puede discriminar a los emisores, aunque puede rechazarlos por motivos tasados, conforme al art. 49.3 del Reglamento UE 909/2014:

*“Todo DCV podrá denegar la prestación de servicios a un emisor. Esta denegación deberá sustentarse necesariamente en los resultados de un análisis de riesgos exhaustivo, o en el hecho de que el DCV no preste los servicios contemplados en el anexo, sección A, punto 1, en relación con valores emitidos al amparo del Derecho de sociedades u otra legislación similar del Estado miembro de que se trate<sup>260”</sup>.*

Sólo contempla dos causas, que el análisis de riesgos exhaustivo desaconseje la prestación de servicios, o que no preste el servicio de registro inicial de registro de valores, que es a lo que se refiere el *Anexo, sección A, punto 1* del Reglamento europeo. La

---

<sup>258</sup> Cómo darse de alta como emisor en IBERCLEAR en 4 sencillos pasos: [http://www.iberclear.es/docs/docsSubidos/Diptico\\_Emisores\\_17X22\\_ESP\\_DIC19.pdf](http://www.iberclear.es/docs/docsSubidos/Diptico_Emisores_17X22_ESP_DIC19.pdf).

<sup>259</sup> En caso de incumplimiento por la entidad emisora, la Sociedad de Sistemas debe poner *“en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores los hechos y actuaciones que considere que pueden entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento”* (art. 25.3 del TR Reglamento de la Sociedad de Sistemas), que es congruente con lo establecido en el art. 101.3 de la LMV.

<sup>260</sup> En idéntico sentido: Norma 2ª.2 de la Circular 6/2017 de la Sociedad de Sistemas: *“IBERCLEAR podrá no aceptar la designación basándose en un análisis exhaustivo de riesgos o bien en los casos en los que IBERCLEAR no preste el servicio de registro inicial de los valores de la entidad emisora emitidos al amparo de la legislación aplicable en el Estado miembro de dicha entidad”*.

negativa a prestar el servicio como DCV<sup>261</sup> del art. 49.3 del *Reglamento UE 909/2014*, tenía su reflejo en el derogado art. 112.2 LMV, indicando ambos que el DCV, la Sociedad de Sistemas, puede negarse a prestar el servicio, aunque las causas de denegación del TRLMV<sup>262</sup> sean más ambiguas, debiendo acudir al art. 49.3 del *Reglamento europeo*, al que por otra parte, debe seguir en todo.

La segunda causa de denegación no debería presentar especiales problemas, porque se trata de procurar el servicio de registro inicial de los valores, y conforme a la legislación nacional, la LMV y normas de desarrollo, los valores que se negocien en los *mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación* (art. 8.3 LMV) están obligados a registrarse en un DCV, y éstos a su vez, si prestan “*servicios en España*”, están obligados a llevar las cuentas conforme al *Sistema de registro y tenencia de valores* previsto en el art. 9 LMV. Es difícil, por no decir imposible, que pueda denegarse la llevanza del registro contable si se halla sujeto a la legislación española y al sistema diseñado en la Ley del Mercado de Valores, salvo que se trate de valores extranjeros sometidos a otra legislación y así lo determine ésta. Mientras la Ley del Mercado de Valores y el RD 878/2015 guardan silencio sobre dicha posibilidad, la Circular 6/2017 de la Sociedad de Sistemas sí la contempla, reproduciendo la causa de denegación y añadiendo que podrá denegar la llevanza del registro: “*en los casos en los que IBERCLEAR no preste el servicio de registro inicial de los valores de la entidad emisora emitidos al amparo de la legislación aplicable en el Estado miembro de dicha entidad*”.

Pero lo dicho sirve sólo para el registro inicial de los valores, no para el registro posterior de las transacciones de dichos valores, tal y como se desprende del

---

<sup>261</sup> Véase §5.2.5, sobre la libertad del emisor para designar el Depositario Central y que, si se trata de valores negociados o que vayan a negociarse, obligatoriamente ha de tratarse de un DCV.

<sup>262</sup> El art. 112 LMV no se refería estrictamente a la función de registro de valores sino a la liquidación, aunque el apartado 1.b de dicho artículo hacía referencia a los “*diversos sistemas de los registros de operaciones e instrumentos financieros*”, pero debe tomarse en consideración porque el art. 112.2 añadía que: “*Lo dispuesto en este artículo no impide el derecho del operador del sistema de contrapartida central, compensación o liquidación de instrumentos financieros a negarse a facilitar los servicios solicitados por motivos comerciales legítimos*”. De la dicción de los arts. 24 y 25 del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, se desprende que, por un lado, está la designación que libremente realiza la emisora y por otro el DCV con el que opera el mercado, por lo que establece que, caso de no coincidir en el mismo, ha de establecerse un acuerdo entre ambos sistemas y DCV.

Considerando 11 del *Reglamento UE 909/2014* y del art. 49.3 del mismo, porque cabe la posibilidad de llevar el registro de valores extranjeros, aunque no sea el registrador inicial, cuestión que corresponde tratar al hablar de las transacciones de valores y registro de las mismas.

Admitida la llevanza del registro contable como DCV, la Sociedad de Sistemas debe informar de los requisitos necesarios para que ello sea posible, a cuyo efecto la entidad emisora se obliga a cumplir no sólo con la legislación europea y nacional correspondiente, sino también con el Reglamento interno de la Sociedad de Sistemas y las Circulares e Instrucciones<sup>263</sup> de la misma.

La negativa para prestar servicios debe ser notificada por escrito al emisor, fundada en las razones que apoyen la decisión. El emisor solicitante tendrá derecho a reclamar ante la autoridad competente del DCV que haya denegado la prestación de servicios, en este caso corresponderá a la CNMV, quien *“examinará debidamente la reclamación, analizando las razones de la negativa esgrimidas por el DCV, y dará al emisor una respuesta razonada”* (art. 49.4 del Reglamento 909/2014), si el emisor es español. Pero si el emisor fuese de otro país miembro deberá realizarse consulta a la *“autoridad competente del lugar de establecimiento del emisor solicitante acerca de su análisis de la reclamación”* y si la autoridad del lugar de establecimiento no está de acuerdo con ese análisis, cualquiera de las dos autoridades tiene potestad para elevar la cuestión a la AEVM<sup>264</sup>, que resolverá. *“Cuando la negativa de un DCV a prestar servicios a un emisor se considere injustificada, la autoridad competente responsable dictará una resolución*

---

<sup>263</sup> En el Anexo A de la Circular 6/2017, las entidades suscriben la siguiente redacción: *“Que se compromete a cumplir, de conformidad con la redacción que esté vigente en cada momento, con el Reglamento de IBERCLEAR, la Circular de Emisores, el Manual de Procedimientos aprobado por IBERCLEAR, en lo que atañe a entidades emisoras”*.

<sup>264</sup> Ese mismo artículo 49 del Reglamento UE 909/2014, establece que la AEVM en colaboración con el SEBC, elaborará proyectos de normas técnicas de regulación que especifiquen los riesgos a tener en cuenta por los DCV y las autoridades competentes para hacer la evaluación exhaustiva y el procedimiento y formularios, más proyectos de normas técnicas de ejecución cuyo plazo venció en 18 de junio de 2015. La adopción de dichas normas técnicas corresponde a la Comisión Europea. Puede verse el documento de la ESMA en <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/10/2015-esma-1415en.pdf>.

requiriendo al DCV a prestar servicios a dicho emisor” según el art. 49.4 del Reglamento europeo.

El reflejo de dicha posibilidad de rechazar la solicitud del emisor se observa en los arts. 34.1 b) y art. 112.2 de la LMV. Y si escueto es el texto de la LMV, también lo es la regulación interna de la Sociedad de Sistemas<sup>265</sup>, pues, aunque se trate del escalón normativo más bajo de todos, y por tanto parecería que le corresponde ser el más detallista, la realidad es que se trata de la única referencia a la posibilidad de rechazar la designación como DCV, quizá porque esperaba a la mayor concreción de las normas técnicas que debía elaborar la AEVM<sup>266</sup> y aprobar la Comisión Europea<sup>267</sup>.

Podía resultar problemática la denegación por el “análisis de riesgos exhaustivo”, en cualquier caso, el art. 49.2 del Reglamento europeo, dispuso que la solicitud de registro había de ser realizada “de manera no discriminatoria”, extremo que quedó para los “proyectos de normas técnicas” (art. 49.5 del Reglamento UE 909/2014), a cuyo efecto se dictaron los oportunos Reglamentos<sup>268</sup>, criterios que fueron detallados en el Reglamento Delegado UE 392/2017.

---

<sup>265</sup> Y la repercusión en la Sociedad de Sistemas se observa en la Circular nº 06/2017, de 4 de septiembre, que escuetamente dice: Norma 2ª.- Designación de IBERCLEAR.

1. Las entidades emisoras que hubieran designado en el documento de la emisión a IBERCLEAR como entidad encargada del registro contable deberán solicitar expresamente la aceptación de dicha designación, mediante la presentación del Anexo A y Anexo B de la presente Circular.

2. Una vez recibida la solicitud, IBERCLEAR la tramitará dando una respuesta a la entidad emisora solicitante a la mayor brevedad posible y, en todo caso, en un plazo máximo de tres meses. IBERCLEAR podrá no aceptar la designación basándose en un análisis exhaustivo de riesgos o bien en los casos en los que IBERCLEAR no preste el servicio de registro inicial de los valores de la entidad emisora emitidos al amparo de la legislación aplicable en el Estado miembro de dicha entidad.

<sup>266</sup> <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-technical-standards-settlement-discipline-under-csdr>, Contiene el enlace al informe final sobre: *Draft regulatory technical standards on settlement discipline under the Regulation No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012 (CSDR)*.

<sup>267</sup> Efectivamente, los Reglamentos de desarrollo del Reglamento europeo de depositarios son posteriores al Reglamento de la Sociedad de Sistemas y a las Circulares, y, aunque todos llevan fecha de 11 de noviembre de 2016, su publicación en el DOUE se demoró hasta el 10 de marzo de 2017.

<sup>268</sup> Razonablemente, los Reglamentos europeos dictados al efecto, imponen los mismos criterios para realizar el análisis de riesgos, tanto si se trata de las autorizaciones que deben conceder las autoridades al amparo del art. 17 del Reglamento UE 909/2014, autorización para operar a los propios DCV, como las autorizaciones del art. 49, que corresponden a los DCV sobre la aceptación o denegación de

El *Reglamento Delegado UE 392/2017, de la Comisión de 11 de noviembre de 2016, por el que se completa el Reglamento UE 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos operativos, de autorización y supervisión aplicables a los depositarios centrales de valores* (DOUE de 10 de marzo de 2017), establece la información que, en su caso, deben aportar los emisores<sup>269</sup> sobre la estructura de sus controles internos, e independencia de sus órganos rectores, honorabilidad, experiencia y competencia de sus personas dirigentes, los recursos financieros necesarios y mecanismos adecuados de continuidad de negocio, sistemas tecnológicos pertinentes, incluso en caso de externalización, comisiones que recibe por sus servicios básicos, reglas de acceso equitativo y no discriminatorio a sus servicios de notaría (registro de valores)<sup>270</sup>.

Pero el análisis propio de riesgos, centrándose en la concreción de lo expresado anteriormente, según el art. 89<sup>271</sup> de este *Reglamento Delegado 392/2017*, establece que

Cont. \_\_\_\_\_

servicios a los emisores, es decir, unifica los criterios de autorización de los DCV y de admisión, o denegación por éstos de los requisitos exigibles a los emisores para la llevanza de sus registros, unificando criterios que, al final, han de aplicar las autoridades supervisoras contra la denegación a prestar los servicios a los emisores por parte de la Sociedad de Sistemas, facilita evitar una mayor complejidad sobre la ya existente.

<sup>269</sup> Y también los propios DCV para alcanzar su autorización, pues, como se ha dicho, están unificados los criterios.

<sup>270</sup> Además exige a los DCV “demostrar que cuenta con políticas y procedimientos adecuados para garantizar la fiabilidad de los sistemas de llevanza de registros, así como mecanismos efectivos para los servicios de DCV, en particular medidas para prevenir y subsanar fallos en la liquidación y normas relativas a la integridad de la emisión, a la protección de los valores de los participantes y los de sus clientes, a la firmeza de la liquidación, al impago de un participante y a la transferencia de los activos de clientes y participantes en caso de revocación de la autorización” (Considerando 16 del Reglamento Delegado 392/2017).

<sup>271</sup> Criterios que justifican la denegación de acceso [Artículo 33, apartado 3, artículo 49, apartado 3, artículo 52, apartado 2, y artículo 53, apartado 3, del Reglamento (UE) 909/2014] *Artículo 89 Riesgos que deben tener en cuenta los DCV y las autoridades competentes*

1. Cuando, de conformidad con el artículo 33, apartado 3, el artículo 49, apartado 3, el artículo 52, apartado 2, o el artículo 53, apartado 3, del Reglamento (UE) 909/2014, los DCV lleven a cabo una evaluación exhaustiva de riesgos a raíz de una solicitud de acceso de un participante solicitante, **un emisor**, un DCV, una ECC o un centro de negociación, así como cuando una autoridad competente evalúe las razones de la negativa de un DCV a prestar servicios, deberán tener en cuenta los siguientes riesgos derivados del acceso a los servicios del DCV: a) los riesgos jurídicos; b) los riesgos financieros; c) los riesgos operativos.

2. Al evaluar los riesgos jurídicos a raíz de una solicitud de acceso de un participante solicitante, el DCV y la autoridad competente deberán tener en cuenta los siguientes criterios: a) si el participante solicitante no puede cumplir los requisitos legales aplicables a la participación en el sistema de liquidación de valores gestionado por el DCV, o no proporciona al DCV la información necesaria para que este pueda

Cont. \_\_\_\_\_

*evaluar el cumplimiento, incluidos los posibles dictámenes jurídicos o instrumentos jurídicos requeridos; b) si el participante solicitante no puede garantizar, con arreglo a las normas aplicables en el Estado miembro de origen del DCV, la confidencialidad de la información proporcionada a través del sistema de liquidación de valores, o no proporciona al DCV la información necesaria para que este pueda evaluar su capacidad de cumplir dichas normas de confidencialidad, incluidos los posibles dictámenes jurídicos o instrumentos jurídicos requeridos; c) cuando un participante solicitante esté establecido en un tercer país, uno de los criterios siguientes: i) si el participante solicitante no está sujeto a un marco reglamentario y de supervisión comparable al que le sería aplicable si estuviera establecido en la Unión; ii) si las normas del DCV relativas a la firmeza de la liquidación a que se refiere el artículo 39 del Reglamento (UE) 909/2014 no son de obligado cumplimiento en la jurisdicción del participante solicitante.*

*3. Al evaluar los riesgos jurídicos a raíz de una solicitud de un emisor para registrar sus valores en un DCV de conformidad con el artículo 49, apartado 1, del Reglamento (UE) 909/2014, el DCV y su autoridad competente tendrán en cuenta los siguientes criterios: a) si el emisor no puede cumplir los requisitos legales para la prestación de servicios por el DCV; b) si el emisor no puede garantizar que los valores se hayan emitido de tal modo que el DCV pueda asegurar la integridad de la emisión, de conformidad con el artículo 37 del Reglamento (UE) 909/2014.*

*4. Al evaluar los riesgos jurídicos a raíz de una solicitud de acceso de un DCV solicitante, el DCV receptor y su autoridad competente tendrán en cuenta los criterios previstos en el apartado 2, letras a), b) y c).*

*5. Al evaluar los riesgos jurídicos a raíz de una solicitud de acceso de una ECC, el DCV y su autoridad competente tendrán en cuenta los criterios previstos en el apartado 2, letras a), b) y c).*

*6. Al evaluar los riesgos jurídicos a raíz de una solicitud de acceso de un centro de negociación, el DCV y su autoridad competente tendrán en cuenta los siguientes criterios: a) los criterios previstos en el apartado 2, letra b); b) cuando el centro de negociación esté establecido en un tercer país, si el centro de negociación solicitante no está sujeto a un marco reglamentario y de supervisión comparable al aplicable a un centro de negociación de la Unión.*

*7. Al evaluar los riesgos financieros a raíz de una solicitud de acceso de un participante solicitante, el DCV y su autoridad competente tendrán en cuenta si el participante solicitante posee recursos financieros suficientes para cumplir sus obligaciones contractuales con el DCV.*

*8. Al evaluar los riesgos financieros a raíz de una solicitud de un emisor para registrar sus valores en el DCV de conformidad con el artículo 49, apartado 1, del Reglamento (UE) 909/2014, el DCV y su autoridad competente tendrán en cuenta el criterio previsto en el apartado 7.*

*9. Al evaluar los riesgos financieros a raíz de una solicitud de acceso de un DCV solicitante, el DCV receptor y su autoridad competente tendrán en cuenta el criterio previsto en el apartado 7.*

*10. Al evaluar los riesgos financieros a raíz de una solicitud de acceso de una ECC o un centro de negociación, el DCV y su autoridad competente tendrán en cuenta el criterio previsto en el apartado 7.*

*11. Al evaluar los riesgos operativos a raíz de una solicitud de acceso de un participante solicitante, el DCV y su autoridad competente tendrán en cuenta los siguientes criterios: a) si el participante solicitante no dispone de capacidad operativa suficiente para participar en el DCV; b) si el participante solicitante no cumple las normas de gestión de riesgos del DCV receptor, o carece de las competencias necesarias para ello; c) si el participante solicitante no ha implantado políticas de continuidad de negocio o planes de recuperación en caso de catástrofe; d) si la concesión de acceso obliga al DCV receptor a realizar cambios importantes en sus operaciones que afecten a sus procedimientos de gestión de riesgos y pongan en peligro el correcto funcionamiento del sistema de liquidación de valores que gestiona, incluida la aplicación del procesamiento manual continuo por parte del DCV.*

*12. Al evaluar los riesgos operativos a raíz de la solicitud de un emisor para que sus valores sean registrados en un DCV de conformidad con el artículo 49, apartado 1, del Reglamento (UE) 909/2014, el DCV y su autoridad competente tendrán en cuenta los siguientes criterios: a) el criterio previsto en el apartado 11, letra d); b) si el sistema de liquidación de valores gestionado por el DCV no puede procesar las monedas solicitadas por el emisor.*

*13. Al evaluar los riesgos operativos a raíz de una solicitud de acceso de un DCV solicitante o una ECC, el DCV receptor y su autoridad competente tendrán en cuenta los criterios previstos en el apartado 11.*

merecen especial consideración los riesgos jurídicos, también deben observarse los riesgos de negocio generales, y, por último, los riesgos operativos<sup>272</sup>.

Y el *Reglamento de ejecución UE 392/2017, de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización, revisión y evaluación de los depositarios centrales de valores, la cooperación entre las autoridades del Estado miembro de origen y el del Estado miembro de acogida, la consulta de las autoridades que intervienen en la autorización para prestar servicios auxiliares de tipo bancario y el acceso de los depositarios centrales de valores, así como con respecto al formato de los registros que deben conservar los depositarios centrales de valores, así como con respecto al formato de los registros que deben conservar los depositarios centrales de valores de conformidad con el Reglamento UE 909/2014 del Parlamento europeo y del consejo (DOUE del 10 de marzo de 2017)*, concreta, en varios anexos, los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización, en concreto, para la denegación de acceso de un emisor a un DCV, al amparo del art. 49 del *Reglamento 808/2014*, debe utilizar el modelo del Cuadro 3 del Anexo 5 del Reglamento de ejecución que se comenta.

Ante tan prolija regulación la regulación interna es más bien escasa, El Reglamento de la Sociedad de Sistemas, pero también el TRLMV y el RD 878/2015 guardan silencio sobre la aceptación o denegación de servicio a los emisores, la única referencia se encuentra en la *Circular 6/2017, de la Sociedad de Sistemas*, que reproduce literalmente los motivos del art. 49 del *Reglamento UE 909/2014*, lógicamente cabe

Cont. \_\_\_\_\_

*14. Al evaluar los riesgos operativos a raíz de una solicitud de acceso de un centro de negociación, el DCV receptor y su autoridad competente tendrán en cuenta como mínimo los criterios previstos en el apartado 11, letra d).*

<sup>272</sup> Téngase presente que, sobre este análisis de riesgos, se superponen los requisitos de capital, que debe configurarse teniendo en cuenta cuál será el adecuado para hacer frente a todos esos riesgos, pues el Reglamento Delegado UE 390/2017, de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, por el que se completa el Reglamento UE 909/2014, sobre los depositarios centrales de Valores, en el Título I, arts. 1 a 7, establece unos requisitos mínimos de capital, que debe concretarse tomando en consideración los riesgos que puede asumir. En la práctica está sugiriendo que no es suficiente con cumplir los requisitos de capital mínimo que establece la Ley de Sociedades de capital de 2010, sino que debe disponer del capital adecuado a su objeto y riesgos.

suponer que se refiere a los mismos criterios y deberán tener relación con los riesgos, el tipo de valores o instrumentos financieros que forman parte del negocio al que sirven los registros de los DCV y que, bien por su complejidad o modo de negociación y liquidación puedan suponer un riesgo para la Sociedad de Sistemas., tal y como se desprende del formulario que debe entregar al emisor, conforme al *Reglamento de Ejecución UE 394/2017*<sup>273</sup>.

En cualquier caso, esta denegación inicial de la Sociedad de Sistemas ha de ser motivada<sup>274</sup>, porque, el art. 49.4 del *Reglamento UE 909/2014* es muy claro al respecto:

*“...el DCV que deniegue la prestación de servicios a un emisor deberá proporcionar por escrito al emisor solicitante todas las razones de dicha decisión”.*

Que cobra todo su sentido si se tiene en cuenta que, en la continuación de dicho párrafo, el Reglamento alude al derecho de reclamación del emisor ante la autoridad competente, que en el caso español es la CNMV, quien debe resolver analizando la pertinencia o no de las razones de la negativa

*“En caso de negativa, el emisor solicitante tendrá derecho a reclamar ante la autoridad competente del DCV que haya denegado la prestación de servicios. Esa autoridad competente examinará debidamente la reclamación, analizando las*

---

<sup>273</sup> En el análisis de los motivos de denegación, la *Plantilla para la denegación de acceso a los DCV* (Anexo 5, Cuadro 3 del Reglamento de ejecución), contempla los “riesgos de la solicitud de acceso” que comprende los riesgos jurídicos resultantes de la prestación de servicios, los financieros y los operativos.

<sup>274</sup> Además del análisis de riesgos que motiven la denegación, debe informar de ante quién debe formular la reclamación, plazos, legislación pertinente, etc. Estas obligaciones las recoge también el RD 878/2015, que, en su art. 72 impone:

*“1. Los depositarios centrales de valores examinarán y darán adecuada contestación a cuantas reclamaciones reciban en relación con el desarrollo de sus actividades registrales o de liquidación, así como con la actuación de sus entidades participantes.*

*2. Sin perjuicio de la adopción de las medidas precisas para corregir las irregularidades que la reclamación pudiera poner de manifiesto, en la contestación los depositarios centrales de valores se pronunciarán sobre su contenido, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y los cauces legales existentes para su ejercicio.*

*3. El procedimiento relativo al tratamiento de las reclamaciones deberá cumplir con lo establecido en el artículo 32.2 del Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014.*

*razones de la negativa esgrimidas por el DCV, y dará al emisor una respuesta razonada”.*

Para el caso de que el emisor y el DCV sean de países diferentes, y surjan discrepancias entre las autoridades competentes de cada uno de ellos, este mismo artículo del Reglamento UE 909/2014, prevé que cualquiera de las autoridades pueda remitir el asunto a la AEVM que podrá actuar conforme al art. 19 del *Reglamento UE 1095/2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados)*, es decir instando a llegar a un acuerdo entre las autoridades nacionales, o imponiendo su decisión en caso contrario.

La Sociedad de Sistemas debe motivar la decisión que adopte, *“La contestación deberá pronunciarse sobre el contenido de la consulta o reclamación, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y cauces legales existentes para su ejercicio”* (art. 72.2 del RD 878/2015 y Norma 4ª, apartado 5 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas,), lo que significa que viene obligada<sup>275</sup> a facilitar cuanta información y documentación tenga a la emisora reclamante y que hayan servido de base para la adopción del acuerdo.

En cualquiera de los supuestos anteriores, *“cuando la negativa de un DCV a prestar servicios a un emisor se considere injustificada, la autoridad competente responsable dictará una resolución requiriendo al DCV a prestar servicios a dicho emisor”.*

Pero, el hecho de requerir a la Sociedad de Sistemas a prestar el servicio por considerar la negativa injustificada, revocando la decisión inicial de la Sociedad, no significa que la misma careciese de fundamento o que se trate de una negativa absurda o caprichosa y deba responder, cabe considerar que sólo incurrirá en la responsabilidad

---

<sup>275</sup> El art. 32.2 del Reglamento UE 909/2014 sólo establece que *“los DCV dispondrán de normas transparentes para el tratamiento de las reclamaciones”*, y el art. 72 del RD 878/2015, es el que impone a los DCV la obligación de *examinar y dar adecuada contestación a cuantas reclamaciones reciban en relación con el desarrollo de sus actividades registrales...”. Y sobre la cuestión de transparencia, añade el art. 72, en su apartado 2 que: “Sin perjuicio de la adopción de las medidas precisas para corregir las irregularidades que la reclamación pudiera poner de manifiesto, en la contestación los depositarios centrales de valores se pronunciarán sobre su contenido, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y los cauces legales existentes para su ejercicio”.*

del art. 8.4 LMV, “por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”, en el caso de haber adoptado una resolución arbitraria, sin fundamento, o prescindiendo del propio procedimiento y criterios que marca la Sociedad de Sistemas en su Reglamento interno<sup>276</sup> que debe ajustarse a lo dispuesto en el *Reglamento de ejecución UE 392/2017*, el cual establece un protocolo concreto de actuación y precisa los criterios y riesgos que debe tomar en consideración, máxime cuando es consciente de su propia responsabilidad por esos riesgos<sup>277</sup> que asume y del deber de facilitar la reclamación.

Esta aceptación de la designación de la Sociedad de Sistemas como Depositario Central de Valores está sujeta al plazo de tres meses, según dispone el art. 49.2 del

---

<sup>276</sup> En cuanto ayuda a entender el modo en el que debe actuar la Sociedad de Sistemas, es conveniente tener a la vista los criterios con los que debe actuar la misma en la adopción de sus decisiones y resolución de controversias, contenidos fundamentalmente en el artículo que se reproduce parcialmente.

Reglamento de la Sociedad de Sistemas. Artículo 4: .../... 2 *En el marco del objetivo de respaldo a la estabilidad y seguridad del sistema financiero y para el desempeño de las funciones propias de un depositario central de valores, la Sociedad de Sistemas actuará de acuerdo con criterios transparentes, objetivos, no discriminatorios, y de acceso abierto y equitativo adoptando las cautelas necesarias para evitar una exposición indebida a riesgos que pudieran afectar al adecuado desempeño de las funciones que le están legalmente atribuidas. .../...*

*.../...4 La Sociedad de Sistemas contará con una política interna de actuación frente al riesgo, que defina las responsabilidades y líneas de rendición de cuentas para las decisiones de riesgos y que aborde la toma de decisiones en situaciones de crisis y emergencia. Además, dispondrá de sistemas internos para la gestión y control de los riesgos que pudieran derivarse de la prestación de sus servicios básicos y otros servicios accesorios. Estos sistemas consistirán en un conjunto de normas internas, procedimientos, controles y otras herramientas para la prevención, detección y seguimiento de los posibles eventos en los que se pudieran materializar los riesgos.*

*5.La Sociedad de Sistemas dispondrá, conforme establece el artículo 72 del Real Decreto 878/2015 y el artículo 32.2 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores, de un procedimiento para la tramitación de consultas y reclamaciones que pudieran formular las entidades participantes y los restantes usuarios de los servicios que preste. Dicho procedimiento definirá los canales para la recepción de las consultas y reclamaciones, establecerá las áreas internas encargadas del análisis de la cuestión planteada y de la identificación de sus posibles causas y alcance, y finalizará con la remisión de una contestación motivada.*

*La contestación deberá pronunciarse sobre el contenido de la consulta o reclamación, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y cauces legales existentes para su ejercicio.*

*6.La Sociedad de Sistemas actualizará periódicamente sus objetivos y principios de actuación de conformidad con las directrices y obligaciones de revisión recogidas en las disposiciones que le son de aplicación.*

<sup>277</sup> Téngase presente que el propio *Reglamento UE 909/2014*, en el art.32.1, alude a esos riesgos derivados de su actividad: “Los DCV tendrán metas y objetivos claramente definidos y asequibles, por ejemplo, en lo relativo a niveles de servicio mínimos, expectativas de gestión de riesgos y prioridades empresariales”.

Reglamento UE 909/2014, que reitera la Circular 4/2016 de la Sociedad de Sistemas, en su Norma 2ª, apartado 2.

Volviendo al tema a examinar, es decir la relación jurídica entre la entidad emisora y la Sociedad de Sistemas, cabe decir también que existe una *relación de mandato*<sup>278</sup>, y habrá que examinar si estamos ante un contrato de comisión o de depósito<sup>279</sup>, o mixto, o de gestión empresarial atípico, por lo que es conveniente reflexionar sobre las características que concurren en la relación jurídica entre la Sociedad de Sistemas y los emisores, que son quienes crean los valores anotados y realizan la primera designación, bien de un DCV si son valores que se negocian o van a

---

<sup>278</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico* (citado), pág. 845, considera que “es un mandato que reúne las notas exigidas en el art. 244 C.de co. para ser calificado de comisión mercantil”, que tiene por objeto una operación de comercio y es comerciante, al menos, una de las partes, aunque el contenido entre el emisor y la ESI esté predispuesto, por ello afirma que “el registro de valores anotados en cuenta es un encargo cuyo contenido es una gestión contable. La entidad encargada no custodia los valores, lleva el registro contable. No hay una relación de depósito. Es una comisión que consiste en una tarea contable”. Y TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: *Los contratos de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores*. Instituciones del mercado financiero / coord. por Julián Martínez-Simancas Sánchez, Alberto Alonso Ureba, Vol. 3, 1999, del que merece la pena recordar un párrafo concreto ilustrativo de su posición: “En cuanto a la identificación del contrato, si bien es cierto que la mera prestación del servicio de registro por la entidad de crédito en favor de la entidad emisora permitiría identificar dicho contrato como un arrendamiento de servicios al amparo de lo establecido en los arts. 1.542 y ss del C.c. También ALONSO ESPINOSA, Francisco José: *Intereses del inversor y derecho del Mercado de Valores* (citado), pág. 430, aunque ha de matizarse que este autor analiza el SCLV centrándose más en las funciones de la liquidación y compensación. DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico* (citado), pág. 155, “Las relaciones jurídicas que median entre la entidad gestora del registro y la sociedad emisora parecen ser legalmente concebidas como de gestión o representación directa en el ámbito de las funciones atribuidas a aquélla en el contexto del sistema. Que también mantiene respecto de las relaciones entre las entidades gestoras y el conjunto de titulares de los valores, aunque en los anotados en el registro central, sólo a efectos de liquidación por compensación, “como consecuencia del principio de unidad del registro”.

<sup>279</sup> En la redacción primitiva de la LMV, del art. 70. k), las ESI podían “actuar, por cuenta de sus titulares, como depositarios de valores representados en forma de títulos, o como administradores de valores representados en anotaciones en cuenta”, estableciendo la distinción en función del bien de que se trate: depósito para los títulos, administración para las anotaciones en cuenta. Ya no se trataba propiamente de depósito, y ni el SCLV, ni ahora la Sociedad de Sistemas, podían o pueden tener la calificación de depositarios de anotaciones contables, porque realmente no existe depósito, aunque en las instituciones internacionales conserven el tratamiento genérico de depositarios. En este caso no se trata de nostalgia o inercia de tiempos pasados, simplemente en el seno de los países de la Unión Europea coexisten mercados de títulos con otros de anotaciones, por ello se habla de Depositarios Centrales y depositarios, en sentido genérico, puede verse, por ejemplo, en el *Libro Azul*, del BANCO CENTRAL EUROPEO, pág. 34, que habla de las funciones de compensación, liquidación y “custodia” de los valores negociados en el mercado.

negociarse, o bien de cualquier entidad autorizada o DCV si no se negocian, pero que, en cualquier caso, van a llevar el registro central de los valores anotados.

Los autores que han tratado el tema en profundidad como GONZÁLEZ CASTILLA<sup>280</sup>, califican la relación como “*contrato de llevanza del registro contable, contrato de gestión empresarial, de naturaleza normativa*”, celebrado con cualquier DCV, o con una de las *empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas*, o DCV, si no van a ser negociados los valores en los mercados de valores. Siendo “*la prestación objeto del contrato la ordenación registral de los valores emitidos y de sus titulares*”. El contrato tiene un carácter normativo que exige del DCV, o de la entidad encargada del registro contable, una “*completa actividad de gestión de la que depende el funcionamiento orgánico de la sociedad comitente*”, invocando para ello que “*el conocimiento de sus accionistas con ocasión de la celebración de una Junta, la distribución de dividendos o la amortización parcial de obligaciones van a depender de la intervención de esas entidades*”. Hoy las referencias para tales afirmaciones se basan en los arts. 12, 23, 26 y 27 del RD 878/2015. Por la importancia de la actividad de gestión, el autor citado aproxima este contrato a la comisión mercantil, aunque acoge que la obligación de la encargada es de resultado. GONZÁLEZ CASTILLA también califica el contrato como forzoso<sup>281</sup> puesto que es necesario, para que los valores puedan representarse por medio de anotaciones en cuenta, registrarlos en un DCV o en una entidad de las señaladas en el art. 8 de la LMV, tanto si se negocian como si no, porque el sistema no admite la existencia de valores anotados fuera de los casos previstos en la LMV, hasta el punto de contener una reserva de denominación sobre lo que se entiende por «*valores*

---

<sup>280</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de...* (obra citada, pág. 331). El contrato debía celebrarse por la emisora con el SCLV, único existente hasta la reforma de la de la *Ley 11/2015*, hoy con cualquier DCV autorizado, entre los que se halla la Sociedad de Sistemas.

<sup>281</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, F.: *Representación de acciones por medio de...* (obra citada, pág. 336 y ss.).

*representados por medio de anotaciones en cuenta», o «anotaciones en cuenta», en el art. 7 del RD 878/2015<sup>282</sup>.*

Para ESPINA<sup>283</sup> el contrato tiene carácter forzoso para el emisor, porque no pueden representarse los valores anotados en cuenta de otro modo, y tiene el carácter de arrendamiento de obra<sup>284</sup>, porque *“la obligación de la encargada es de resultado”.../... la obra a ejecutar será la formalización y ordenación contable de las declaraciones negociales asentadas registralmente, de modo que puedan contenerse en un soporte informático determinado, fin concreto expresamente perseguido por las partes y al alcance de la obligada (art. 1544 C.c.), también lo es que, dado que dicha llevanza del registro contable por cuenta de la entidad emisora comporta prestaciones jurídicamente relevantes para terceros, como son los titulares de los valores anotados (v.g. los accionistas de la Sociedad Anónima emisora), nos parece que dicho contrato se identifica mejor con un contrato de comisión mercantil, puesto que, sustancialmente, se tratará de un mandato con rasgos subjetivos y objetivos mercantiles puesto que la entidad de crédito encargada del registro tendrá en todo caso carácter empresarial y los valores anotados son objetos prototípicamente mercantiles.”* Pero también reconoce que están presentes los caracteres del manato pues *“realiza y conserva unos asientos contables de los que depende la vida jurídica de derechos ostentados frente al emisor”*. Por lo que también participa de características propias de la comisión, por lo que definitivamente califica la relación entre emisor y encargado de llevar el registro contable como *“contrato de gestión empresarial atípico”*.

Para completar la relación entre la Sociedad de Sistemas y los emisores se hace imprescindible citar el art. 49 del RD 878/2015, donde está regulada la posibilidad de

---

<sup>282</sup> RD 878/2015. Artículo 6. Reserva de denominación. *Las expresiones «valores representados por medio de anotaciones en cuenta», «anotaciones en cuenta» u otras que puedan inducir a confusión con ellas sólo podrán utilizarse con referencia a valores negociables que sean objeto de representación por medio de anotaciones en cuenta con arreglo a lo establecido en este real decreto o en relación con los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 47.*

<sup>283</sup> ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta*. (obra citada, pág. 345).

<sup>284</sup> ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta*. (obra citada, pág. 349).

*sustitución y renuncia de la entidad encargada del registro contable*, también en el art. 50 la sustitución forzosa de la entidad encargada del registro contable, cuando concurren las circunstancias allí descritas. Estos artículos están previstos para el registro contable de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales ni en sistemas multilaterales de negociación llevados por las entidades participantes, pero no está prevista la renuncia de un DCV sobre valores negociados en los mercados oficiales.

Cierto que hasta la reforma de la Ley 11/2015, sólo se contemplaba la existencia de un único DCV, inicialmente el SCLV que se transformaría en la Sociedad de Sistemas, y era inimaginable la quiebra o renuncia de la Sociedad de Sistemas porque ello significaría el colapso de los mercados nacionales. Pero tras la reforma aludida habrá que pensar en esa posibilidad porque el emisor tiene libertad para elegir cualquier DCV tal como contempla el art. 49 del *Reglamento UE 909/2014*. Sin embargo tampoco alude expresamente a ello el Reglamento, aunque en el art. 15 hable de *“situaciones de emergencia en relación con un DCV”*, y cabe la revocación de la autorización, conforme al art. 20 del Reglamento, por lo que no puede descartarse totalmente la opción de un cambio de DCV, bien por situación de emergencia, bien por voluntad del emisor, pero no está considerada en la LMV, de hecho el artículo 102: *Reglas aplicables en caso de concurso de una entidad participante en un depositario central de valores*, sólo contempla a las entidades participantes (pero el art. 15.1 LMV no hace ninguna distinción), aunque sí está previsto en el caso de valores no negociados cuando la llevanza del registro corresponde, de nuevo a una entidad participante, arts. 49 y 50 del RD 878/2015). Cabe, eso sí, la revocación de la autorización para operar como DCV por la autoridad competente del estado miembro de origen del DCV (art. 97.4 LMV).

Indirectamente alude al problema, el Considerando 27 del Reglamento Europeo cuando dice que: *“Los DCV deben disponer de planes de recuperación que garanticen la continuidad de sus operaciones esenciales. Sin perjuicio de lo previsto en la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo (11), las autoridades competentes deben velar por que se establezcan y mantengan para cada DCV planes de resolución adecuados de conformidad con la legislación nacional pertinente de cada Estado miembro”*. Y en el Considerando 29 advierte que los DCV *“no deben ejercer más actividades que la prestación de los servicios cubiertos por su autorización o notificados en*

*virtud del presente Reglamento y no deben poseer ninguna participación, tal como se define en el presente Reglamento por referencia a la Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo (12), ni tener, directa o indirectamente, el 20 % o más de los derechos de voto o del capital de ninguna entidad que no preste servicios similares, a menos que tal participación sea autorizada por las autoridades competentes respecto de los DCV por no incrementar significativamente el perfil de riesgo de los mismos".* Previsiones para evitar riesgos que pueden verse también en los Considerandos 47 a 50.

Todo ello se traduce en el Reglamento europeo en las normas de los arts. 15, sobre situaciones de emergencia; art. 22 sobre revisión y evaluación de riesgos, en cuyo apartado 3 insta que:

*"La autoridad competente se asegurará de que se establezca y mantenga para cada DCV un plan de resolución adecuado que garantice, como mínimo, la continuidad de sus funciones básicas, en función de la magnitud y la importancia sistémica del DCV correspondiente, de la índole, escala y complejidad de sus actividades, y de los planes de resolución pertinentes que se hayan establecido con arreglo a la Directiva 2014/59/UE".*

Que se complementa con los arts. 26.1 y 8; y 42 a 46 sobre política de riesgos, y, aunque no hable propiamente de renuncia de un DCV (no se contempla como tal), la posibilidad de desaparición de un DCV es real, pues cabe la revocación de la autorización como tal DCV por las circunstancias contempladas en el art. 20.1 del *Reglamento UE 909/2014*, aunque está prevista la solución consistente en que *"la liquidación y la transferencia de los activos de clientes y participantes a otros DCV se realicen de forma oportuna y ordenada"* (art. 20.5).

Como se ha comentado anteriormente, el art. 15 LMV advierte, con carácter general, sobre la posibilidad de *"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"*, sin embargo el art. 102 LMV sólo contempla la posibilidad de *"concurso de una entidad participante en un depositario central de valores"*, ni siquiera piensa en el posible concurso de un DCV, igual que tampoco lo hace sobre la posibilidad de renuncia del mismo, situación no contemplada en sí misma, pero

que puede darse si, como está previsto en el *Reglamento UE 909/2014* y en la LMV, puede revocarse la autorización de algún DCV o de alguno de los servicios o actividad que preste (art. 20.4 del *Reglamento UE 909/2014*) cuyos efectos serían similares.

Nada obsta para que un DCV de otro país, o la propia Sociedad de Sistemas, que operen en los mercados españoles, por las circunstancias que tenga, tanto en su país de origen como en el de acogida, renuncie a la actividad en alguno de los mercados en los que participa, o entre en concurso, pese a las exigentes reglas de capital y recursos propios que recaen sobre los DCV y la constante y exhaustiva verificación de sus cuentas y actividades.

En dicho caso, a falta de previsión legal o reglamentaria expresa, nada impide que la solución a tomar sea la contemplada para los casos de renuncia o concurso contemplados, según sea la situación, por aplicación analógica de los preceptos citados anteriormente. Para el caso de renuncia parece claro que corresponderá al emisor designar y acordar con un nuevo DCV o entidad que lleve el registro central.

Y no sólo la renuncia o el concurso pueden obligar a cambiar de DCV, o de entidad encargada de llevar el Registro Central de los valores anotados, también cabe la negativa a llevar el registro, que es una posibilidad no contemplada en la LMV, pero prevista en el *Reglamento UE 909/2014*, art. 49.3 a 6<sup>285</sup>, por lo que el procedimiento a seguir es el ahí

---

<sup>285</sup> *Reglamento UE 909/2014*. Artículo 49. Libertad para emitir en un DCV autorizado en la Unión:  
3. *Todo DCV podrá denegar la prestación de servicios a un emisor. Esta denegación deberá sustentarse necesariamente en los resultados de un análisis de riesgos exhaustivo, o en el hecho de que el DCV no preste los servicios contemplados en el anexo, sección A, punto 1, en relación con valores emitidos al amparo del Derecho de sociedades u otra legislación similar del Estado miembro de que se trate. .../...*

4. *Sin perjuicio de la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (25) y de la Directiva 2006/70/CE de la Comisión (26), el DCV que deniegue la prestación de servicios a un emisor deberá proporcionar por escrito al emisor solicitante todas las razones de dicha decisión.*

*En caso de negativa, el emisor solicitante tendrá derecho a reclamar ante la autoridad competente del DCV que haya denegado la prestación de servicios.*

*Esa autoridad competente examinará debidamente la reclamación, analizando las razones de la negativa esgrimidas por el DCV, y dará al emisor una respuesta razonada.*

*La autoridad competente del DCV consultará a la autoridad competente del lugar de establecimiento del emisor solicitante acerca de su análisis de la reclamación. Cuando la autoridad competente del lugar de establecimiento del emisor solicitante no esté de acuerdo con ese análisis, cualquiera de las dos autoridades competentes podrá remitir el asunto a la AEVM, que podrá actuar de conformidad con las facultades que le confiere el artículo 19 del Reglamento (UE) no 1095/2010.*

descrito. Ante la negativa a llevar el registro central el DCV elegido, el emisor puede optar por designar otro o por el recurso ante la negativa, y será de aplicación el mecanismo previsto en el art. 49.4 del Reglamento europeo. Dado que la Sociedad de Sistemas es un DCV, creado precisamente para la llevanza del registro contable, realmente la Sociedad sólo puede negarse a llevar el registro contable si el análisis de riesgos lo desaconseja.

#### *4.2. Relaciones entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes.*

Las relaciones entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes están reguladas en diversos preceptos, tanto del *Reglamento UE 909/2014*<sup>286</sup> como de la LMV.

Cont. \_\_\_\_\_

*Cuando la negativa de un DCV a prestar servicios a un emisor se considere injustificada, la autoridad competente responsable dictará una resolución requiriendo al DCV a prestar servicios a dicho emisor.*

*5. La AEVM, en estrecha cooperación con los miembros del SEBC, elaborará proyectos de normas técnicas de regulación que especifiquen los riesgos que deberán tener en cuenta el DCV al efectuar una evaluación exhaustiva de riesgos, y las autoridades competentes al evaluar los motivos de denegación de conformidad con los apartados 3 y 4, así como los elementos del procedimiento a que se refiere el apartado 4.*

*La AEVM presentará esos proyectos de normas técnicas de regulación a la Comisión a más tardar el 18 de junio de 2015.*

*Se delegan en la Comisión los poderes para adoptar las normas técnicas de regulación a que se refiere el párrafo primero de conformidad con los artículos 10 a 14 del Reglamento (UE) no 1095/2010.*

*6. La AEVM, en estrecha cooperación con los miembros del SEBC, elaborará proyectos de normas técnicas de ejecución que establezcan modelos de formularios y plantillas para el procedimiento a que se refiere el apartado 4.*

*La AEVM presentará esos proyectos de normas técnicas de regulación a la Comisión a más tardar el 18 de junio de 2015.*

*Se otorgan a la Comisión competencias para adoptar las normas técnicas de ejecución a que se refiere el párrafo primero de conformidad con el artículo 15 del Reglamento (UE) no 1095/2010.*

<sup>286</sup> El Reglamento UE 909/2014, remite a la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de mayo de 1998 sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, en su artículo 2.f) sobre a quién considera: «participante»: una entidad, contraparte central, cámara de compensación o agente de liquidación.

*Según las normas del sistema, un mismo participante podrá actuar de contraparte central, de cámara de compensación o de agente de liquidación o desempeñar todas estas tareas o parte de las mismas.*

*Un Estado miembro podrá decidir que, a efectos de la presente Directiva, un participante indirecto pueda considerarse como participante si está justificado por motivos de riesgo sistémico y siempre que el sistema tenga conocimiento del participante indirecto;*

Basta con ver los arts. 33 del Reglamento europeo, por el cual *“los DCV dispondrán de criterios de participación que permitan un acceso abierto y equitativo a todas las personas jurídicas que se propongan convertirse en participantes y que se harán públicos. Estos criterios serán transparentes, objetivos y no discriminatorios<sup>287</sup>, a fin de garantizar un acceso abierto y equitativo al DCV”*; o el art. 37.1 del Reglamento sobre las medidas de conciliación para comprobar la integridad de la emisión; y, por descontado, el art. 38 del Reglamento, en el que se establecen los principios por los que debe regirse el sistema de registro contable.

Pero conviene tomar en consideración el art. 43<sup>288</sup> del *Reglamento UE 909/2014*, en cuanto establece unos criterios referentes a las normas, procedimientos y contratos (se entiende que estarán comprendidos en ellos los que asuman con las entidades participantes), sobre *“los sistemas de liquidación de valores que operen y todos los demás servicios que presten”*. Dicho de otro modo, está pidiendo claridad y precisión de las normas y contratos en sus relaciones con sus clientes y participantes.

En art. 8 LMV se habla de la llevanza del registro contable por los DCV y las *entidades participantes<sup>289</sup>* si se trata de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, y de empresas de

---

<sup>287</sup> Fundamento Jurídico 81 de la Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 7 de junio 2005 *“La prohibición de discriminación, que forma parte de los principios fundamentales del Derecho comunitario, exige que las situaciones comparables no reciban un trato diferente, a no ser que tal diferenciación esté objetivamente justificada”*.

<sup>288</sup> Reglamento UE 909/2014. Artículo 43. Riesgos jurídicos.

1. *A efectos de su autorización y supervisión, así como con vistas a la información de sus clientes, los DCV contarán con normas, procedimientos y contratos que sean claros y comprensibles en relación con todos los sistemas de liquidación de valores que operen y todos los demás servicios que presten.*

2. *Los DCV elaborarán sus normas, procedimientos y contratos de tal modo que sean legalmente aplicables en todas las jurisdicciones pertinentes, incluso en caso de impago de un participante.*

3. *Los DCV que realicen actividades en varias jurisdicciones tomarán todas las medidas razonables para identificar y mitigar los riesgos derivados de los potenciales conflictos de leyes entre jurisdicciones.*

<sup>289</sup> En el Preámbulo del actual Reglamento de la Sociedad de Sistemas, tercer párrafo dice: *“Para llevar a cabo sus funciones, la Sociedad de Sistemas cuenta con un conjunto de entidades participantes que, de manera directa, forman parte del sistema registral y asumen derechos y obligaciones en la liquidación de las operaciones sobre los mismos. Estas entidades participantes, que son siempre instituciones financieras - empresas de servicios de inversión y entidades de crédito -, son las que mantienen la relación jurídica y comercial directa con los inversores que no son entidades participantes”*.

servicios de inversión y entidades de crédito si se trata de valores no negociados en dichos mercados y sistemas, aunque puntualiza que los DCV también podrán llevar los registros contables de valores no negociados de conformidad con la normativa aplicable y reglamentos.

Y en el art. 98 LMV, al hablar de las funciones de seguimiento y control que deben ejercer los DCV sobre sus entidades participantes, remarca que reglamentariamente se determinarán *“los tipos de entidades que podrán acceder a la condición de entidad participante, los requisitos de organización contable, medios técnicos, obligaciones específicas de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y cuantos otros aspectos se consideren necesarios para su adecuado funcionamiento, atendiendo, entre otros, a criterios de proporcionalidad en función de su nivel de actividad”*.

Estos artículos de la LMV tienen su desarrollo en los arts. 31.1 del *RD 878/2015*, que reitera la atribución de llevar el registro contable de los valores negociados en los mercados a favor de los DCV y entidades adheridas; art. 33 sobre la atribución del registro de detalle a las entidades participantes; o 48 y siguientes sobre las obligaciones y modo de llevar el registro contable por las entidades participantes cuando se trate de valores no admitidos a negociación.

Pero es el art. 67<sup>290</sup> del *RD 878/2015* el que aclara quién tiene la condición de entidad participante, conforme al mandato del art. 98 LMV. Aunque previamente

---

<sup>290</sup> RD 878/2015 Artículo 67. Entidades participantes.

*1. Podrán adquirir la condición de entidad participante en los depositarios centrales de valores las entidades que, cumpliendo los requisitos establecidos en la normativa aplicable, pertenezcan a alguna de las categorías relacionadas a continuación:*

- a) Entidades de crédito.*
- b) Empresas de servicios de inversión que estén autorizadas a prestar el servicio custodia y administración por cuenta propia o de clientes de instrumentos financieros.*
- c) El Banco de España.*
- d) La Administración General del Estado y la Tesorería General de la Seguridad Social.*
- e) Aquellas instituciones de Derecho público y personas jurídico-privadas cuando una disposición de carácter general expresamente les habilite para ser entidad participante en un depositario central de valores.*
- f) Otros depositarios centrales de valores autorizados conforme a lo establecido en el Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014.*
- g) Entidades de contrapartida central autorizadas o reconocidas conforme a lo establecido en el Reglamento (UE) n.º 648/2012, de 4 de julio de 2012.*

conviene examinar el artículo 68 del RD 878/2015, en cuanto establece el *acceso a la condición de entidad participante*:

1. *Los depositarios centrales de valores suscribirán un contrato con cada entidad participante que detallará las relaciones jurídicas entre las partes.*

2. *Los reglamentos internos de los depositarios centrales de valores a que se refiere el artículo 44 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, determinarán los derechos y obligaciones de cada una de las partes que se recogerán en el contrato.*

(La correspondencia actual del art. 44 bis.3 es al art. 101.3 LMV).

Dicho artículo señala que las relaciones entre los DCV y las entidades participantes se realizarán mediante contrato y, por indicación expresa del apartado 2 del artículo, que los derechos y obligaciones recogidos en los reglamentos internos de los DCV se incorporarán al contrato suscrito entre ellos. Al hablar de las relaciones jurídicas entre los DCV y los emisores, se manifestaba que se trataba de **contratos de adhesión**, y respecto de las entidades participantes así se contemplaba en el *Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores*<sup>291</sup> en su art. 13 que llevaba la rúbrica de “*Régimen de adhesión*”, en el que la entidad solicitante, además de cumplir con los requisitos formales que allí se detallaban, debía expresar: “*El compromiso de cumplir estrictamente de este Reglamento y normas*

Cont. \_\_\_\_\_

Por su parte, GARCÍA PITA Y LASTRES, José Luis: *Configuración jurídica de la Bolsa de Valores y de la Cotización Oficial*, (citado), pág. 1473, lacónicamente define a las ESI como “*empresarios especializados, cuya actividad consiste en canalizar la creación y el tráfico de esos activos y pasivos financieros*”. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: *Los contratos de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores*, en *Instituciones del Mercado Financiero*, (Alonso Ureba y Martínez Simancas, directores), Madrid, 1999, “*En la redacción original de la LMV, las entidades de crédito aparecían en el Mercado de Valores, frente a las Sociedades y Agencias de Valores, como unos intermediarios secundarios por su exclusión permanente de la actividad de negociación bursátil (art. 70 y Tít. IV de la LMV)*”. En la revisión efectuada por la *Ley 37/1998, de reforma de la Ley del Mercado de Valores*, necesaria por exigencia de la *Directiva 93/22 CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables*, se ampliaría la nómina de las empresas que podían acceder como empresas de inversión<sup>290</sup>, en igualdad de condiciones.

<sup>291</sup> Reglamento aprobado por la ORDEN ECO/689/2003, de 27 marzo, modificada por la Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo y por la Orden ECC/680/2013, de 8 de abril. En vigor hasta el el 27 de abril de 2016.

que publique el Servicio”, que hoy se amplían y especifican en el art. 8 del actual Reglamento de la Sociedad de Sistemas<sup>292</sup>.

---

<sup>292</sup> Reglamento de la Sociedad de Sistemas. Artículo 8. Derechos y obligaciones de las entidades participantes.

1. Las entidades participantes deberán cumplir las obligaciones establecidas en la normativa española aplicable al registro contable de valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como lo previsto en el presente Reglamento y las Circulares e Instrucciones de desarrollo del mismo. Para ello, deberán disponer y conservar, así como suministrar a la Sociedad de Sistemas, la información necesaria para cumplir con las especificaciones que se establezcan para cada una de las cuentas a las que se refiere el artículo 19 y, muy en particular, para las cuentas que mantengan en sus Registros de Detalle. Asimismo, deberán establecer las medidas necesarias para mantener la exacta y permanente concordancia de sus Registros de Detalle con los saldos reconocidos en el Registro Central.

2. La adquisición de la condición de entidad participante confiere, entre otros, los siguientes derechos:

a) Disfrutar de un acceso abierto y no discriminatorio a los servicios prestados por la Sociedad de Sistemas, que le permita recibir dichos servicios en los términos y condiciones establecidos en el presente Reglamento y Circulares de desarrollo.

b) Solicitar a la Sociedad de Sistemas la apertura y mantenimiento en el Registro Central de las cuentas que prevea necesarias para el adecuado desenvolvimiento de su actividad de registro y liquidación de valores, conforme a la tipología de cuentas establecida en el artículo 19 del presente Reglamento.

c) Recibir, con antelación suficiente, información sobre las modificaciones de los términos y condiciones de su participación en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas.

3. Las entidades participantes en los sistemas de liquidación gestionados por la Sociedad de Sistemas asumirán, al menos, las siguientes obligaciones:

a) Cumplir las obligaciones establecidas en la normativa española en cuanto a su condición de participantes en un sistema de liquidación de valores.

b) Atender puntualmente las órdenes de transferencia de valores y pago de efectivo resultantes de la liquidación de las operaciones.

c) Cumplir las obligaciones que se deriven de los mecanismos que la Sociedad de Sistemas establezca para prevenir y responder a los fallidos en la liquidación.

d) Aceptar las obligaciones que se deriven de los procesos de recompra de valores que pudieran resultar de dichos fallidos.

e) Informar a la Sociedad de Sistemas de cualquier modificación o circunstancia sobrevenida que pudiera afectar a su condición de entidad participante o al debido cumplimiento de sus obligaciones.

f) Hacer un uso adecuado de los procedimientos establecidos por la Sociedad de Sistemas conforme a la finalidad para la que han sido establecidos.

g) Atender los requerimientos de información que la Sociedad de Sistemas les remita en ejercicio de la función de seguimiento de la actuación de las entidades participantes.

h) Abonar la retribución por los servicios recibidos de la Sociedad de Sistemas, según resulten de las tarifas que resulten de aplicación conforme a lo establecido en el artículo 5 del presente Reglamento.

i) Cumplir con las obligaciones de suministro de información al sistema de información a que se refiere el Título VI de este Reglamento, así como atender a las exigencias de confidencialidad de los datos a los que acceda a través de dicho sistema.

j) Llevar correctamente los Registros de Detalle, asegurando su correspondencia con las cuentas generales de terceros del Registro Central y adoptando las medidas necesarias ante cualquier incidencia al respecto.

k) Permitir el acceso a sus oficinas de las personas designadas por la Sociedad de Sistemas para el adecuado cumplimiento de sus funciones de seguimiento y control.

4. La entidad participante que liquide operaciones contratadas o compensadas por miembros negociadores o compensadores distintos de la entidad participante, deberá firmar un contrato con dichos

La Ley del Mercado de Valores nos da las pautas para considerar que la relación entre los DCV y las entidades participantes está fuertemente regulada y por tanto la relación contractual entre ambos tiene carácter **normativo**<sup>293</sup>, característica que ya se había señalado respecto de las relaciones entre los DCV y los emisores, siendo válidos el resto de motivos expuestos sobre la naturaleza del contrato y las citas que allí se contienen, a lo que se debe añadir lo dispuesto en el art. 101 LMV cuando dice que el Reglamento interno de los DCV regulará “...los procedimientos de fijación y comunicación de tarifas, las condiciones y principios bajo los cuales prestarán los referidos servicios, los registros relativos a los servicios prestados y el régimen jurídico de sus entidades participantes”. Que se complementa con lo que reitera el art. 117 LMV, al referirse al deber de velar “...por el correcto funcionamiento y eficiencia de los procesos de negociación, compensación y liquidación de transacciones y de registro de valores”.

Y cabe tener presente que, según el art. 113 LMV, Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito de otros Estados miembros de la Unión Europea, tienen derecho a acceder a “los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación existentes en territorio español”, con mismos criterios objetivos, transparentes y no discriminatorios que se aplican a los miembros locales.

En el contrato entre los DCV y las entidades participantes se autoriza a las entidades a ser miembros de los DCV, pudiendo tener cuentas de valores propios<sup>294</sup> (art.

Cont. \_\_\_\_\_

*miembros que regule el alcance y los términos de sus servicios y en el que constará, como contenido mínimo, la autorización que la entidad participante confiere al miembro o, directamente, al mercado, sistema multilateral de negociación o entidad de contrapartida central, para comunicar las órdenes de transferencia en su nombre.*

<sup>293</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Fco.: *Representación de acciones por medio de...* (obra citada, pág. 316), sobre las funciones normativas del SCLV y concretamente cita el carácter normativo de la relación (pág. 332) aunque referido al contrato entre el SCLV y el emisor de los valores anotados.

<sup>294</sup> Sin olvidar que el actual Reglamento de la Sociedad de Sistemas, en el art. 19.1.a) considera la posibilidad de desdoblarse estas cuentas propias, cuando actúan como intermediarios financieros, diciendo que se trata de un “subtipo especial de cuentas propias de las entidades participantes, las cuentas especiales de intermediarios financieros entidad participante, que reflejarán, exclusiva y transitoriamente, el saldo de valores procedentes de operaciones en las que intervenga la entidad participante como intermediario financiero que actúa por cuenta de terceros cuya identificación pueda hacerse, en el marco del procedimiento especial al que se refiere el artículo 33 del presente Reglamento .../... En atención al carácter instrumental y

19.2.a) del Reglamento de la Sociedad de Sistemas), con posibilidad de participar en la liquidación y, para lo que interesa en este trabajo, registrar los valores de terceros en las cuentas de detalle, salvo que se trate de entidades a las que el Reglamento denomina “Entidades participantes Simples”, que sólo están autorizadas a mantener, exclusivamente, cuentas propias de valores en el DCV.

Pero el registro de valores en las cuentas de detalle no depende de encargo ninguno del DCV, sino que corresponde a los clientes de la entidad, al titular de los valores, la designación de la entidad participante que debe llevar el registro de detalle de sus valores, encargo que también puede realizar en favor del DCV. La entidad participante es claramente un intermediario entre el DCV y los clientes, actuando coordinadamente y con autorización del DCV por un lado, y como comisionista y mandatario del cliente por otro, cuando lleva las cuentas de detalle de sus clientes, pero también cuando el DCV lleva cuentas individuales de valores de “aquellos clientes de las entidades participantes que hayan acordado la llevanza de tales cuentas en el registro central” (art. 32.1.c) del RD 878/2015).

Lo dicho conforma un entramado de obligaciones jurídicas, legales unas y contractuales otras, (véase §4.2.5, §4.3.5 y §5.2.5), pero cabe añadir que ya preveía el RD 116/92, en su art. 73, que el SCLV, luego Sociedad de Sistemas, contase con un Reglamento<sup>295</sup> en el que podía establecer el régimen jurídico de las entidades participantes<sup>296</sup>.

Cont. \_\_\_\_\_

*transitorio de las anotaciones de valores que se realicen sobre estas cuentas, no se podrán mantener saldos de valores en las mismas una vez finalizados los procesos de liquidación diarios. En consecuencia, no podrán expedirse certificados de legitimación a los que se refiere el artículo 24 del presente Reglamento”.*

<sup>295</sup> Véase 4.2.5. La adopción de un reglamento no la contemplaba la LMV de entonces, sólo lo hacía el RD 116/1992. Se refería al *Reglamento de organización y funcionamiento*.

<sup>296</sup> Es necesario recordar que la consideración de *norma de ordenación y disciplina del mercado* del anterior Art. 44 bis.4 LMV no aparecería hasta la reforma de la Ley 11/2015, de 18 de junio, según aquel: *El reglamento interno y los estatutos tendrán carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, y especificarán las obligaciones y los requisitos organizativos y procedimentales necesarios para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014. El Ministro de Economía y Competitividad o, mediante su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán desarrollar la estructura y el contenido mínimo que deba tener el reglamento interno.*

El acceso a la función de registro de las entidades participantes<sup>297</sup> era, y sigue siendo, mediante contrato de adhesión con el SCLV de entonces y Sociedad de Sistemas desde la *“Ley 44/2002, de 22 de noviembre*. En el contrato se obligaban a cumplir con el Reglamento y con los requisitos técnicos y funcionales que señalase la Sociedad, por tanto, la Sociedad de Sistemas asumía su parte de obligaciones contractuales con las adheridas, como las de proporcionar información y regular aspectos técnicos, tanto de medios físicos que deben tener, como protocolos de comunicación y actuación, todos ellos relacionados con el registro contable y previstos legalmente.

Esa relación contractual entre la Sociedad de Sistemas y las entidades adheridas ya era considerada en el anterior Reglamento del SCLV, basta con ver los arts.11 a 16 de aquel *Reglamento de Organización y Funcionamiento del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*<sup>298</sup>, sobre la llevanza de los registros y los medios necesarios para su correcta ejecución, pero también las obligaciones jurídicas que asumía cada parte en relación a las propias obligaciones sustanciales de llevar el registro contable.

La reforma producida por la Ley 11/2015, de 18 de junio, alteró el régimen de responsabilidad, pero no las relaciones entre los participantes y la Sociedad de Sistemas, cuyo régimen persiste en lo esencial, pues sigue siendo una relación contractual, como se observa en la redacción del nuevo Real Decreto, el 878/2015, que regula las anotaciones en cuenta y también el acceso a la condición de entidad participante, que, conforme al art. 68, del Real Decreto se

---

<sup>297</sup> Sin embargo, la Ley aún era vacilante respecto de la atribución en exclusiva del registro a la Sociedad de Sistemas hasta posteriores reformas, basta con observar cómo quedaron los arts. 7 y 44 en aquella reforma (véase 4.2.5). En aquella redacción cabía la posibilidad de encomendar la llevanza del registro a la Sociedad de Sistemas directamente, sin contar con las adheridas, según el art. 7.2 LMV (redacción de 2002): *“...la llevanza del registro contable corresponderá a la Sociedad de Sistemas, como registro central, y a las entidades participantes autorizadas para ello, o a aquella en exclusiva, si así se establece, en su caso, reglamentariamente”*. Tampoco aclaraba el RD 116/1992, el tipo de relación entre las entidades participantes y el SCLV, o la Sociedad de Sistemas.

<sup>298</sup> Puede verse aquel Reglamento en el Anexo a la ORDEN ECO/689/2003.

realiza mediante “*un contrato con cada entidad participante que detallará las relaciones jurídicas entre las partes*”.

El contrato en cuestión es un contrato de adhesión<sup>299</sup> por el que las entidades participantes se comprometen a cumplir con el Reglamento, Circulares e Instrucciones y Manual de Procedimientos que establezca la Sociedad de Sistemas.

El Reglamento de la Sociedad de Sistemas<sup>300</sup>, recoge, en los arts. 7 a 13 del actual texto, las obligaciones que asumen las entidades participantes que tampoco difieren de las previstas en el anterior Reglamento del SCLV, aunque han sido objeto de las correcciones y adaptaciones necesarias para dar cumplimiento al Reglamento UE 909/2014 esencialmente y a las cuentas que deben llevarse.

La responsabilidad contractual era y es inherente a la relación jurídica con las entidades participantes como elementos personales del convenio, según lo expuesto, y el modelo no ha cambiado en este aspecto, pero sí su régimen, por lo que la responsabilidad derivada de estas relaciones contractuales sigue vigente y debe tratarse en los apartados dedicados a los diversos supuestos y obligaciones que asume la Sociedad de Sistemas actualmente.

---

<sup>299</sup> Así lo establece el TR del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, en su art. 11 y la Circular 04/2017, de 4 de septiembre.

<sup>300</sup> El *Texto refundido del Reglamento de la Sociedad de Sistemas* vigente con las últimas modificaciones es de 6 de septiembre de 2017.

#### *4.3. Relación entre la Sociedad de Sistemas y los clientes de las entidades participantes con cuentas generales en los DCV.*

Dado el tema de estudio propuesto, interesa puntualizar sobre cuál sea la relación entre la Sociedad de Sistemas, como DCV que es, y los titulares de los valores anotados en las cuentas generales del DCV, que deben corresponder a cuentas de detalle en las entidades participantes.

Cabe recordar que, según el art. 8.1 LMV (reiterado en el art. 31 del *RD 878/2015*): *“La llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión será atribuida a una única entidad que deberá velar por la integridad de la misma”*. Válido para cualquier emisión de valores, se negocien en los mercados o no.

Conforme al art. 9.2 LMV, y por lo que se refiere a la cuestión planteada interesa destacar que todo DCV reconocerá, además de las cuentas propias de las entidades participantes:

*b) Una o varias cuentas generales de terceros en las que se anotarán, de forma global, los saldos de valores correspondientes a los clientes de la entidad participante, o a los clientes de una tercera entidad que hubiera encomendado a la entidad solicitante la custodia y el registro de detalle de los valores de dichos clientes.*

Y, según el Preámbulo del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, en su apartado II, tercer párrafo, refiriéndose a las entidades participantes, señala que: *“Estas entidades participantes, que son siempre instituciones financieras - empresas de servicios de inversión y entidades de crédito -, son las que mantienen la relación jurídica y comercial directa con los inversores que no son entidades participantes”*.

En este caso no existe vínculo contractual entre los titulares de los valores y la Sociedad de Sistemas, donde sólo constan anotados los valores de forma genérica en las cuentas generales, que precisamente por eso se denominan “cuentas generales de terceros”, indicando que son ajenos a la relación jurídica entre el DCV y las entidades participantes.

En párrafos anteriores a este apartado, se ha hecho ya mención, y se ha calificado la relación, entre la entidad participante y el cliente, como de comisión, advirtiendo que el encargo lo realiza el cliente a la entidad participante<sup>301</sup>. Sin embargo el registro tiene la peculiaridad de ser único, en el sentido de que sólo un DCV, si se trata de valores negociados, o una única entidad participante si no se negocian los valores, son los encargados de llevar el registro de dichos valores conforme al art. 8.1 LMV, aunque en los registros de valores negociados existan diversos tipos de cuentas, generales y de detalle, estas últimas mayoritariamente gestionadas por las entidades participantes<sup>302</sup>, y que da lugar a lo que se ha llamado sistema de doble escalón<sup>303</sup>. Por ello, por tratarse de un registro único, pero gestionado por diversas entidades, y dado que la relación directa

---

<sup>301</sup> La opinión de DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: *Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico*. (citado), pág. 160, sostiene, en el caso del registro de doble escalón, que las ESI son comisionistas de los titulares, pues en el Registro Central los titulares directos son las ESI y los clientes lo son indirectamente. Para ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio...* (Obra citada, pág. 361): “El registro de detalle se lleva así por cuenta de los titulares de derechos anotados, con quienes la entidad encargada mantendrá una relación de gestión equivalente a la existente en otro caso entre el emisor y el gestor (central) único. Cuestión distinta es la actividad de aquella como intermediario en la negociación en los mercados de valores. Se tratará de aquí de un mandato o comisión, según el carácter civil o mercantil de negocio concreto encargado (cfr. art. 244 del C. de co.) que no podrá rehusar –vendrá obligado a ejecutar- en el ámbito de los mercados oficiales de que sea miembro...”, y aunque no se refiere expresamente a las relaciones con el SCLV, encargado del registro central, cabe considerar que la posición ha de ser idéntica. Por su parte, GONZÁLEZ CASTILLA, Fco.: *Representación de acciones por medio...* (obra citada), pág. 354, advierte que: “La apertura de la cuenta del suscriptor –siempre respecto de las acciones cotizadas- dependerá de la conclusión del correspondiente contrato con la entidad de su elección.../...Este contrato-tipo de apertura de cuenta de valores se encuadra en la comisión mercantil. También ZUNZUNEGUI PASTOR: *Derecho del mercado financiero* (obra citada, pág. 607).

<sup>302</sup> En el *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública*. CNMV, 14 de enero de 2011, pág. 15, hablando de las reformas que se avecinaban advertía: “No obstante, la reforma no plantea un cambio radical en el régimen de los valores anotados en cuenta, sino de adaptación de la regulación vigente, contenida fundamentalmente en la LMV y en el RD 116/1992, al nuevo modelo. En todo caso, no se pretende que los cambios propuestos alteren la relación contractual de los participantes con sus clientes o la operativa de la llevanza de las cuentas de cara a los clientes”.

<sup>303</sup> Que recoge la propia *Exposición de Motivos del RD 878/2015*, en su Considerando II, en su tercer párrafo: *El capítulo II del título I desarrolla las modificaciones de los artículos 7 y 7 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio que clarifican la estructura y funcionamiento del sistema español de registro de valores. Este se articula en dos niveles conformando el llamado sistema de doble escalón. El primer escalón se encuentra en un registro central gestionado por el depositario central de valores mientras que el segundo escalón está compuesto por los llamados registros de detalle que gestionan las entidades participantes en dicho depositario.*

se da y existe entre la entidad participante y el cliente<sup>304</sup>, interesa aclarar qué relación jurídica une al DCV y al cliente de la entidad, debiendo dejar constancia que no existe vínculo contractual entre la Sociedad de Sistemas y los clientes de las entidades participantes.

#### *4.4. Relación entre la Sociedad de Sistemas y los titulares de las cuentas individuales, segregadas, que lleve la Sociedad de Sistemas como DCV.*

El art. 9 LMV.2.c instituye la posibilidad de llevar cuentas individuales de terceros (en coherencia con lo dispuesto en el art. 38.4 del *Regl. UE 909/2014*):

*c) Una o varias cuentas individuales en las que se anotarán, de forma segregada, los saldos de valores correspondientes a aquellos clientes de las entidades participantes que soliciten la llevanza de este tipo de cuentas en el registro central.*

Estas últimas son el objeto de interés en este momento, e importa destacar que el art. 32 del *RD 878/2015* reitera literalmente la dicción de los apartados transcritos del art. 9 LMV, salvo que en el apartado de la letra c), que se refiere a las cuentas

---

<sup>304</sup> Para GONZÁLEZ CASTILLA, Fco.: *Representación de acciones por medio...* (obra citada), pág. 354, “la apertura de cuenta del suscriptor, dependerá del correspondiente contrato con la entidad”, añade que dicho contrato tiene el carácter de forzoso para ambas partes, entidad y suscriptor en el caso de acciones bursátiles, pues no se contempla la posible renuncia de la entidad a prestar el servicio, ni del suscriptor a que no se inscriban sus valores. La relación jurídica la tilda de comisión, pues canaliza los órdenes de compraventa y, por otro lado, realiza labores de gestión, entre las que incluye la llevanza del registro contable, siendo “un pacto dentro del contrato de cuenta de valores”. Véase también: Véase RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*. Ed. Marcial Pons, 2004, en pág. 124, indica que refiriéndose siempre al contrato de administración de valores) que “el contrato constituye un subtipo del genérico contrato de administración de valores, resultado de la adaptación al sistema de anotaciones en cuenta de la actividad administradora prevista en el art. 308 CCom. para los títulos valores. .../... En consecuencia, frente a la naturaleza mixta del contrato administrado de títulos-valores, (depósito y mandado), en el que la actividad de administración constituye la “modalización” de la función de conservación y custodia por el depositario de los títulos-valores, la actividad en el ámbito del contrato objeto de estudio queda reducida a los esquemas del contrato de comisión”.

individuales que pueda llevar un DCV, añade un párrafo cuando se refiere a las cuentas individuales de terceros, según el cual:

*“La gestión de estas cuentas se realizará por las entidades participantes en los términos previstos en este real decreto y de acuerdo con las condiciones pactadas con los clientes”.*

Si se tiene presente que tanto el art. 38.4 del *Regl. UE 909/2014*, como el art. 9.2.c) LMV, que habla de *“clientes de las entidades participantes que soliciten la llevanza de este tipo de cuentas en el registro central”*, junto con el párrafo anterior, da a entender que el acceso a la cuenta individual de un cliente en el DCV, la Sociedad de Sistemas en nuestro caso, no se produce por acuerdo directo entre el DCV y el titular de la cuenta, sino indirectamente, a través de la gestión de la entidad participante, aunque no queda claro en el Reglamento de la Sociedad de Sistemas cuando se trata de las cuentas individuales correspondiente a las administraciones y demás entidades públicas que cita el art. 32.2 del RD 878/2015.

Se trata de un tipo de cuentas, a cargo del DCV, por convenio entre la entidad participante y su cliente<sup>305</sup>, en el que la entidad participante se obliga a tener una cuenta “segregada” de las generales, individualizada a nombre del titular de los valores, en el DCV. Y las obligaciones del DCV serán las mismas que correspondería si se tratase de una cuenta propia de la entidad participante, dado que tiene que anotar, o dar de baja, los valores en esa cuenta individualizada, pero no por convenio directo con el cliente de la entidad, sino por convenio entre la entidad participante, que actúa como mandataria del cliente<sup>306</sup>, y el DCV, de modo que el cliente debe actuar a través de la entidad participante.

---

<sup>305</sup> Bolsas y Mercados Españoles, SA, en su revista BOLSA, 3r trimestre pág.50, sostiene la misma posición: *Así, siguiendo la nueva normativa CSDR, en Iberclear sus entidades participantes podrán disponer de varias cuentas propias y varias cuentas de terceros, a la vez que se podría abrir y mantener cuentas individuales a nombre de sus clientes que así lo deseen.*

<sup>306</sup> Reglamento de la Sociedad de Sistemas (de 9 de febrero de 2016), art. 2.d): *“Cuentas individuales de terceros: estas cuentas reflejarán el saldo de los valores de los que sean titulares aquellos clientes de las entidades participantes que hayan acordado la llevanza de dicha cuenta en el Registro Central. La entidad participante que solicite a la Sociedad de Sistemas su apertura será responsable de la*

Apuntar que, de conformidad con el último inciso del art. 9.4 LMV, *“reglamentariamente se podrán determinar las condiciones y los supuestos en los que los depositarios centrales de valores podrán estar autorizados a realizar la llevanza directa de cuentas de valores de clientes en el registro central”*, que tiene su correspondencia en el art. 32 del RD 878/3015, distinguiendo dos supuestos:

a) Que se trate de *“determinados intermediarios financieros que de manera transitoria liquiden operaciones en nombre propio por cuenta de clientes profesionales conforme al artículo 78 bis de la Ley 24/1988”* (la referencia actual es a los arts. 203 y 205 LMV). Estas cuentas no son las que interesa tratar aquí, porque realmente se trata de cuentas propias de las entidades participantes a las que transitoriamente<sup>307</sup> se adjudica un subtipo de cuenta individualizado, según dispone el art. 19.1.a) segundo párrafo, del Reglamento de la Sociedad de Sistemas.

b) Las cuentas propias de terceros<sup>308</sup> en las que, a su vez, cabe distinguir si se trata de clientes de las entidades participantes que así lo soliciten<sup>309</sup> (art. 32.1.c del RD 878/2015 y art. 19.2.d del Reglamento de la

Cont. \_\_\_\_\_

***gestión de dichas cuentas, debiendo acordar con su cliente los términos y condiciones de disposición de los valores en ellas anotados”.***

<sup>307</sup> Reglamento de la Sociedad de Sistemas, art. 19.2.a) *“Cuentas propias de las entidades participantes: estas cuentas reflejarán el saldo del que sea titular en cada momento la propia entidad participante.*

*Como subtipo especial de cuentas propias de las entidades participantes, las cuentas especiales de intermediarios financieros entidad participante, que reflejarán, exclusiva y transitoriamente, el saldo de valores procedentes de operaciones en las que intervenga la entidad participante como intermediario financiero que actúa por cuenta de terceros cuya identificación pueda hacerse, en el marco del procedimiento especial al que se refiere el artículo 33 del presente Reglamento, en plazos más amplios que los establecidos con carácter general y en defecto de cuya identificación asumirán los derechos y obligaciones derivados de las operaciones en cuestión. En atención al carácter instrumental y transitorio de las anotaciones de valores que se realicen sobre estas cuentas, no se podrán mantener saldos de valores en las mismas una vez finalizados los procesos de liquidación diarios. En consecuencia, no podrán expedirse certificados de legitimación a los que se refiere el artículo 24 del presente Reglamento”.*

<sup>308</sup> En este tipo de cuentas el Reglamento de la Sociedad de Sistemas (art. 19.2.c, segundo párrafo) admite también un subtipo especial de cuentas individuales de terceros, también de modo transitorio pueden reflejar el saldo de valores de intermediarios financieros hasta terminar el proceso de liquidación dentro del proceso especial del art. 33 del Reglamento, idéntico al transcrito anteriormente en nota.

<sup>309</sup> Reglamento de la Sociedad de Sistemas, art. 19.2.d) *“Cuentas individuales de terceros: estas cuentas reflejarán el saldo de los valores de los que sean titulares aquellos clientes de las entidades*

Sociedad de Sistemas), de aquellas que deberán ser *“administraciones públicas*<sup>310</sup> (art. 32.2 del RD y art. 19.2.c del Reglamento) *de conformidad con el artículo 2 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las administraciones públicas y del procedimiento administrativo común y los organismos públicos vinculados o dependientes de ellas, los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales y otras entidades de derecho público y organismos internacionales”*. En ambos casos corresponde al Ministro de Economía y Competitividad determinar las entidades que pueden tener cuentas individuales (art. 32.2. y 3 del RD 878/2015).

Así pues, el acceso a las cuentas segregadas, las individuales llevadas directamente por la Sociedad de Sistemas, tienen un ámbito subjetivo restringido, dado que se reserva para clientes que expresamente lo soliciten, y para las administraciones públicas y otras entidades de derecho público y organismos internacionales, y que el Reglamento de la Sociedad de Sistemas distingue también, expresando que las entidades públicas y organismos citados pueden solicitar esta cuentas directamente, mientras que los clientes profesionales de las entidades participantes han de solicitarlo a través de éstas.

Abunda en esta interpretación, el hecho de que el art. 20.2.b) del RD 878/2015, dispone que la expedición del certificado por el depositario central de valores será a solicitud de la entidad participante que gestione dicha cuenta previa solicitud del cliente titular o beneficiario, sobre lo que conste en las cuentas del art. 32.1.c) del RD, que son las de aquellas cuentas individuales en el DCV de llevanza directa por la Sociedad de

Cont. \_\_\_\_\_

*participantes que hayan acordado la llevanza de dicha cuenta en el Registro Central. La entidad participante que solicite a la Sociedad de Sistemas su apertura será responsable de la gestión de dichas cuentas, debiendo acordar con su cliente los términos y condiciones de disposición de los valores en ellas anotados”-*

<sup>310</sup> Reglamento de la Sociedad de Sistemas, art. 19.2.c): *“Cuentas individuales de entidades públicas: estas cuentas reflejarán el saldo de los valores de los que sean titulares las Administraciones públicas y los Organismos públicos vinculados o dependientes de ellas, los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales y otras entidades de Derecho público y organismos internacionales, en los casos en que así haya sido establecido por el Ministro de Economía y Competitividad, siempre que hayan solicitado expresamente a la Sociedad de Sistemas la apertura de este tipo de cuenta”.*

Sistemas, es decir, que la relación no es directa con el DCV, por tanto tiene esa consideración de tercero.

Pero respecto de las entidades públicas, cabe recordar que, de conformidad con el art. 67 del RD 878/2015, éstas pueden ser entidades participantes y que el *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, art. 7 distingue dos clases de entidades participantes, entre las que se hallan las:

- a) *“Entidades participantes Simples, que estarán autorizadas a mantener, exclusivamente, cuentas propias de valores en el Registro Central”,*
- b) y las Entidades participantes Registradoras: *“que estarán adicionalmente autorizadas a solicitar la apertura de cuentas generales de terceros, cuentas individuales de terceros, incluyendo cuentas especiales de intermediario financiero, ya sea como subtipo de cuenta propia o subtipo de cuenta individual de terceros a las que se refiere el apartado 2 del artículo 19 del presente Reglamento”.*

Por lo que, en lo referente a las administraciones públicas y demás organismos y entidades públicas, nacionales y extranjeras, pueden actuar bien como participantes simples, si se acogen a la posibilidad de ser miembros de esa categoría conforme a lo dispuesto en el Reglamento de la Sociedad de Sistemas que se acaba de transcribir, o bien solicitar a las entidades participantes registradoras la apertura de una cuenta individual segregada en la Sociedad de Sistemas.

Si se acogen a la primera posibilidad, la de ser participantes simples, en este caso nos hallaríamos ante una relación contractual a la que les sería de aplicación lo dicho en el apartado **B)** de este epígrafe, ya que no tendrían la consideración de cuentas de terceros sino propias.

Pero si la relación de dichas administraciones públicas y entidades pasa a través de una Entidad participante Registradora, conforme a lo visto en el art. 7 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, la relación es la propia de un tercero con el DCV, al

establecerse la relación jurídica entre la entidad participante y la administración pública o entidad tal como prevé el art. 32.1.c) del RD 878/2015, en el que no hace distinción entre una y otra clase de clientes<sup>311</sup>, pero no directamente con el DCV, por lo que, en la relación jurídica entre los titulares de cuentas individuales en el DCV y el propio DCV, estos titulares tendrán la consideración de terceros frente al DCV, no sujetos por relación contractual alguna, aunque evidentemente exista una relación jurídica propia de la obligación legal que asume el DCV de llevar la cuenta segregada a petición de la entidad participante, al margen de las obligaciones legales de unos y otros impuestas legal y reglamentariamente, porque así se establece expresamente en el art. 9 LMV, pero no se trata de una obligación contractual<sup>312</sup> entre el DCV y el cliente de la entidad participante, sino entre la entidad participante y su cliente, asumiendo la entidad la obligación de individualizar la cuenta en la Sociedad de Sistemas, que no figurará como saldo global de la entidad, sino como saldo a favor de un determinado cliente aunque gestionado por la entidad participante, que es coherente con la dicción del final del primer párrafo del art. 32.1.c del RD 878/2015: *“La gestión de estas cuentas se realizará por las entidades participantes en los términos previstos en este real decreto y de acuerdo con las condiciones pactadas con los clientes”*, y también con lo previsto en el art. 19.2.d) del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, pero fundamentalmente con lo anticipado en el art. 38.4 del *Reglamento UE 909/2014*<sup>313</sup>.

---

<sup>311</sup> Si se atiende a la dicción literal del art. 32.3 y 3 del RD 878/2015, depende en cualquier caso de la designación previa que realice el Ministro de Economía y Competitividad, tanto si se trata de administraciones públicas (apartado 3), como si se trata de otras entidades (apartado 4), sobre quiénes puedan ser titulares de cuentas individuales en la Sociedad de Sistemas y en cualquier DCV que opere en este país, porque el artículo en cuestión se refiere a “todo DCV que preste servicios en España”.

<sup>312</sup> Advierte GONZÁLEZ CASTILLA, Fco.: *Representación de acciones por medio de...* (obra citad, pág. 335), que el hecho de la posible existencia de responsabilidad del SCLV frente a la emisora por la actuación de las entidades adheridas (cita expresamente *“por vía similar a los arts. 261 y 262 C de c., delegación del comisionista”*), no parece aceptable por el sistema, no se trata de relación contractual, aunque pueda exigirse responsabilidad basándose en el control de las cuentas y saldos que tiene atribuido, si se producen discrepancias.

<sup>313</sup> **Reglamento UE 909/2014. Art. 38.4:** *El DCV llevará registros y cuentas que permitan a todo participante segregar los valores de cada uno de los clientes de este último, cuando así lo solicite el participante («la segregación individualizada por clientes»).*

Si esta es la conclusión respecto de las cuentas individuales que ha de controlar el DVC, con mayor motivo cabe interpretar que la solución ha de ser idéntica en el caso de la relación entre los DCV y los titulares de valores anotados en cuentas generales de las entidades participantes como se ya se ha visto, de los cuales el DCV, y por tratarse precisamente de dichas cuentas generales, no conoce siquiera a los verdaderos titulares, son inequívocamente terceros respecto de la Sociedad de Sistemas, si bien puede conocerlos por su labor de supervisión y control como se verá oportunamente.

**PARTE TERCERA – LA RESPONSABILIDAD DE LOS DCV POR LA LLEVANZA DEL  
REGISTRO CONTABLE.**

**CAPÍTULO I: ANTECEDENTES Y SITUACIÓN ACTUAL DE LA RESPONSABILIDAD EN EL  
REGIAMENTO UE 909/2014 Y EN EL TRLMV.**

**1. La responsabilidad en el Reglamento UE 909/2014 y en la Ley del Mercado de Valores.**

Como se ha indicado en la Introducción II de este trabajo, la crisis económica<sup>314</sup> y la importancia sistémica de los mercados de valores, propiciaron la intervención de las autoridades europeas mediante la adopción de numerosas Directivas y Reglamentos. Los problemas surgidos con la crisis<sup>315</sup> propiciaron una mayor demanda de seguridad jurídica, que se centró fundamentalmente en la protección de los participantes en los sistemas de compensación y liquidación, y por ello se dictaron la *Directivas 98/26 CE sobre Firmeza de la Liquidación en los Servicios de Pago* y la *Directiva 47/2002, sobre Acuerdos de Garantía Financiera*, pero excluyó los sistemas de registro<sup>316</sup>. En la

---

<sup>314</sup> En la propia justificación del Reglamento 1095/2010, en su Considerando 3, establece: “En su informe final presentado el 25 de febrero de 2009 («el Informe de Larosière») el grupo de expertos de alto nivel recomendó que se reforzara el marco de supervisión, a fin de reducir el riesgo y la gravedad de futuras crisis financieras. GARCÍA SANTOS, Nieves: *La regulación financiera europea y la MIFID*; Perspectivas del Sistema Financiero; nº 98, 2010. Pág. 9. Sostenía que la crisis había frenado la integración, quizá porque se tardó en reaccionar.

<sup>315</sup> Los cambios más profundos han surgido en momentos posteriores a la última crisis económica, propiciando la adopción del Reglamento EU 909/2014, sobre depositarios centrales de valores, más los Reglamentos delegados y de ejecución. En el plano interno fueron sucesivas las reformas, unas para responder a los retos de la crisis y otras para adaptarse a la legislación europea (véase §3 y §4).

<sup>316</sup> Informe conjunto CNMV - Banco de España: *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*. Ed. CNMV, Madrid. Diciembre 2007; pág. 30: “A la escasez de regulación europea se une que, hasta la fecha, la misma se ha centrado fundamentalmente en atender las demandas de seguridad jurídica y protección de los participantes en los sistemas de compensación y liquidación, excluyendo un ámbito tan sensible como los sistemas de registro. .../... La MIFID tampoco contiene avances significativos, pese a introducir ciertas reglas con efectos potenciales en el ámbito de la compensación y liquidación, si bien el registro queda excluido”.

evolución de los mercados, los sistemas de registro han demostrado ser elementos clave para ofrecer seguridad jurídica y controlar los riesgos jurídicos y operativos mediante los mecanismos de supervisión de las cuentas y la obligación de garantizar la integridad de las emisiones centralizando los registros contables en los DCV.

La evolución de los mercados de valores muestra la complejidad que han adquirido, como pone de manifiesto la diferenciación de servicios dentro del mercado, distinguiendo la fase de contratación de la post contratación y, dentro de esta, entre compensación, liquidación y registro<sup>317</sup>. En el *Informe conjunto CNMV - Banco de España: Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*<sup>318</sup> de 2007, advertía, en momentos previos a la crisis, sobre dos riesgos en la post contratación: el de liquidación, para el caso de que comprador o vendedor no cumplan sus compromisos; y el de custodia, que definía como “*pérdida de los valores mantenidos bajo custodia ocasionado por insolvencia, negligencia, malversación o deficiente administración o mantenimiento inadecuado de los registros*”. También añadía el Informe previsiones sobre riesgo operacional y riesgo legal<sup>319</sup>, diciendo en el caso de los primeros que “*existe un riesgo operacional cuando se producen pérdidas como consecuencia de fallos tanto en los sistemas técnicos como en la organización, gestión o bien errores humanos. Estos fallos suelen conllevar riesgos legales por responsabilidad civil en caso de interrupción o fallos en los procesos de post-*

---

<sup>317</sup> Véase MARTÍNEZ FLÓREZ, A; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F; RECALDE CASTELLS, A, en la Presentación de *La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores*. Tomson-Reuters-Aranzadi. Pamplona 2017. Págs. 37 y 38. TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*. En Revista de Derecho del Mercado de Valores. N.º 20 de 2017, en págs. 8 y 14, se refiere a la noción finalista y procedimental de la liquidación y la compensación.

<sup>318</sup> Informe conjunto CNMV - Banco de España: *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*. (Citado). Pág. 20.

<sup>319</sup> Informe conjunto CNMV - Banco de España: *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*. (Citado). Pág. 20. Se refiere fundamentalmente a la “*laguna o contradicción entre las normas o prácticas del sistema de compensación y liquidación y las leyes del país*”, y añade que “*la escasa armonización en los ámbitos de la propiedad sobre valores y de la naturaleza legal de la custodia de valores de terceros por parte de intermediarios financieros puede causar el “no reconocimiento” (en las jurisdicciones en las que los DCV gestionan el control central del registro de titularidades) de los beneficiarios a los que los intermediarios en sus cuentas ómnibus atribuyen los distintos derechos derivados de titularidad de los valores en custodia*. Está aludiendo a diferencia entre los sistemas de tenencia directa e indirecta.

contratación". En el caso del riesgo legal, debe tenerse presente el sistema de propiedad de valores y derechos inherentes, así la titularidad de los valores inscritos<sup>320</sup>.

La adopción del *Reglamento UE 909/2014*, incorporó el régimen jurídico aplicable a los DCV en su regulación y aspectos de disciplina en la liquidación, pero dejó sin resolver temas importantes como la unificación de los sistemas de registro de anotaciones en cuenta de valores<sup>321</sup>. La LMV y el RD 878/2015 trazan las líneas maestras del sistema de registro de los mercados de valores nacionales, pero quedan muchos aspectos operativos y funcionales cuyo desarrollo corresponde a la Sociedad de Sistemas.

Las funciones legales que asume la Sociedad de Sistemas, y cualquier DCV<sup>322</sup>, por la llevanza del registro contable, de conformidad con el TRLMV y el *Reglamento UE 909/2014*, son:

---

<sup>320</sup> El art. 46 de la Propuesta de Reglamento Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (DCV) y por el que se modifica la Directiva 98/26/CE, de 7 de marzo de 2012, contenía una previsión más amplia que la mera referencia a los riesgos legales le dedicaba el *Capítulo III. Conflicto de legislaciones*. El Informe de 14 de febrero de 2013, sobre la anterior propuesta aún la amplió más, véase en COM(2012)0073 – C7-0071/2012 – 2012/0029(COD). Sin embargo, el texto definitivo redujo las referencias de los problemas legales al mínimo.

<sup>321</sup> Era una un problema señalado desde el ámbito de los reguladores españoles, BdE y CNMV, como se observa en Informe conjunto CNMV - Banco de España: *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*; (citado), pág. 35: "La quinta diferencia, ésta con respecto a los usos del mundo anglosajón, pero similar al resto de Europa, es la ausencia de reconocimiento de la titularidad fiduciaria y el control central de acreditación de titularidades que mantiene Iberclear, no obstante la delegación de la llevanza de cuentas de terceros a favor de los intermediarios financieros que son sus miembros. Lo cierto es que algo más del 50% del volumen de compras y ventas en la bolsa española procede de inversión no residente, cuyas titularidades en la mayoría de casos ostenta algún intermediario financiero que actúa, de una forma más o menos implícita, como nominee (titularidades fiduciarias), lo que produce dificultades para conciliar la información registral de titulares reconocidos con otras obligaciones legales relativas a la transparencia en la comunicación de participaciones de accionistas significativos y al conocimiento de quiénes son los beneficiarios del voto de las acciones de las empresas cotizadas".

<sup>322</sup> El "Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos", Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación nº 51, 2013, advertía sobre la futura regulación europea de los DCV, según el cual (pág. 139), los DCV iban a tener las siguientes atribuciones: "Una función notarial, en virtud de la cual el CSD mantiene el registro central de una emisión de valores. En palabras de la Comisión Europea la definición de la función notarial puede por tanto ser como sigue: Establecer y mantener un sistema de anotación en cuenta inicial que registre la cantidad de valores de una emisión en una cuenta específica a nombre del emisor y que permite procesar las transacciones con valores mediante anotaciones

- a) El modelo organizativo y facultades de ordenación del sistema de registro contable. Deben incluirse los factores a tener presentes como la obligación de ofrecer seguridad jurídica y evaluar los riesgos, tratando de averiguar su incidencia en la responsabilidad.
- b) La propia anotación contable como objeto de registro, función, naturaleza y características. Debe diferenciarse la anotación inicial y las anotaciones posteriores, así como la obligación de mantener la integridad de las emisiones<sup>323</sup>. Debiendo examinar la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, cabe diferenciar entre la responsabilidad por la primera inscripción-constitución del registro contable, y la derivada de las anotaciones consecuencia de las transacciones, teniendo en cuenta que el registro se lleva por el sistema de doble escalón.
- c) El control del sistema, en cuanto la Sociedad de Sistemas es organizadora, creadora y supervisora del sistema que gestiona, con independencia de las funciones de supervisión de las autoridades.

El incumplimiento de las obligaciones jurídicas que recaen sobre la Sociedad de Sistemas por la llevanza del registro contable y las que asume relacionadas con dicha función puede originar responsabilidad<sup>324</sup>, bien civil, bien administrativa, incluso penal.

Cont. \_\_\_\_\_

*en cuenta*". También *"Una función de custodia y depósito central de los valores, como proveedor central de cuentas de valores para el conjunto del mercado, que permite la transferencia entre cuentas de distintos intermediarios financieros similar a las que se llevan a cabo entre cuentas corrientes de efectivo"*. Más las funciones de administración central de los valores, es decir, el procesamiento de los distintos hechos corporativos, etcétera, y la función de liquidación, definida como *"la operativa de un sistema de liquidación de valores como se define por la Directiva 98/26/EC (la denominada Directiva de Firmeza) y aquellos negocios que consistan en la ejecución de las órdenes de transferencia como se definen en la misma legislación propuesta"*.

<sup>323</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto: *La regulación de la poscontratación en los mercados secundarios de valores*; Boletín de la CNMV, julio 2017. Pág. 23. Define a esta función como crítica para la eficacia de las anotaciones.

<sup>324</sup> Con carácter general, puede verse DE ÁNGEL YAGÜEZ, Ricardo: *Tratado de Responsabilidad Civil*. Ed. Civitas, Madrid 1993, pág. 13. REGLERO CAMPOS, L. Fernando y BUSTOS LAGO, José Manuel (coordinadores): *Tratado de responsabilidad civil*. Ed. Thomson Reuters-Aranzadi. Pamplona, 2014. SANTOS BRIZ, Jaime: *La responsabilidad civil. Derecho sustantivo y procesal*. Ed. Montecorvo, 5ª ed. Madrid 1989. DIEZ PICAZO, Luis: *Derecho de daños*. Ed. Civitas. Madrid 1999. ARCOS VIEIRA, Mª Luisa: *Responsabilidad civil: Nexo causal e imputación objetiva en la jurisprudencia*. Cuadernos de Aranzadi Civil. Pamplona, 2005. LÓPEZ Y LOPEZ, Ángel M. y VALPUESTA FERNÁNDEZ, Rosa: *Tratado jurisprudencial de*

Centrado el trabajo en la responsabilidad civil derivada de la llevanza del registro contable, no se ignoran los demás tipos de responsabilidad, pero su estudio excede con mucho el tema propuesto. Tampoco se entra en los aspectos referentes a la negociación, ni en la compensación y liquidación, más allá de lo estrictamente necesario para determinar y precisar aquello que afecte a su mejor comprensión y tenga trascendencia sobre la responsabilidad por la llevanza del registro contable,

Al respecto, el Reglamento UE 909/2014, no desconoce la responsabilidad civil de los DCV, pero no la regula<sup>325</sup>. Se parte pues de normativa nacional. La redacción del precepto dedicado a la responsabilidad de los depositarios de valores, en la enunciación originaria de la Ley del Mercado de Valores de 1988, se encontraba en el art. 7 último párrafo, y su tenor literal era el siguiente:

*“La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros, darán lugar a la responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado, frente a quienes resulten perjudicados”.*

En aquella redacción, el entonces SCLV y actualmente Sociedad de Sistemas, sólo podían exonerarse de responsabilidad si existía culpa exclusiva del perjudicado.

La redacción actual, introducida por la Ley 11/2015, de 18 de junio, que recoge también el texto vigente del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre en su art. 8.4, es la siguiente:

*“Las entidades a las que se refiere este artículo responderán frente a quienes resulten perjudicados por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones,*

Cont. \_\_\_\_\_

*responsabilidad por daños.* Ed. Tirant lo Blanch. Valencia 2013. ROCA TRIAS, Encarnación: *El incumplimiento de los contratos en la propuesta de modernización del derecho de obligaciones y contratos:* Boletín del Ministerio de Justicia; Núm. 2132, junio de 2011.

<sup>325</sup> Una de las pocas menciones de la responsabilidad en el Reglamento UE 909/2014 se halla en el Considerando 39.

*por las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”.*

Se parte pues, de una redacción inicial en la que, aparentemente, la responsabilidad de los DCV por la llevanza del registro contable era más onerosa, pues los DCV sólo podían exonerarse de responsabilidad cuando mediaba culpa exclusiva del perjudicado.

Son muchas las referencias que deben hacerse al *Reglamento UE 909/2014*<sup>326</sup>, que regula el régimen jurídico y funcionamiento de los Depositarios Centrales de Valores al que deben sujetarse<sup>327</sup>, y que afecta a la Sociedad de Sistemas pues, aunque anterior al Reglamento europeo<sup>328</sup>, ha tenido que adaptarse a las exigencias de éste. La transformación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) en la Sociedad de Sistemas, proviene de la Disposición Transitoria Primera de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero y que se mantiene en el vigente texto refundido<sup>329</sup> de la Ley del Mercado de Valores.

---

<sup>326</sup> Debe recordarse que el art. 288, párrafo 2º del TFUE dispone que: *El reglamento tendrá un alcance general. Será obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro*”. Por otro lado, el TJUE consagró el principio de primacía del Derecho europeo en la sentencia *Costa contra Enel* del 15 de julio de 1964; también <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=LEGISSUM:l14548>. Sobre el efecto directo véase por ejemplo la Sentencia del Tribunal de Justicia de 5 de febrero de 1963 (asunto 26/62, Van Gend & Loos) y la Sentencia del TJCE, Simmenthal de 9 de marzo de 1978 (asunto 106/77). En esta sentencia, el Tribunal declara que el Derecho procedente de las instituciones europeas se integra en los sistemas jurídicos de los Estados miembros que están obligados a respetarlo. También alude a ello la *Ley Orgánica 7/2015 de 21 de julio por la que se modifica la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial*, que introdujo el nuevo art. 4 bis, en el que se dice: *“Los Jueces y Tribunales aplicarán el Derecho de la Unión Europea de conformidad con la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea”*.

<sup>327</sup> Art. 1.1 y 2 del Reglamento UE 909/2014: *“1. El presente Reglamento establece requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en la Unión, así como normas de organización y conducta de los depositarios centrales de valores (DCV) con vistas a promover una liquidación correcta, eficiente y segura. 2. El presente Reglamento se aplica a la liquidación de todos los instrumentos financieros y todas las actividades de los DCV, salvo que sus disposiciones indiquen lo contrario”*.

<sup>328</sup> Véase §4.2,3 a §4.2.5 para la evolución desde el SCLV a la Sociedad de Sistemas.

<sup>329</sup> Véase la *Disposición adicional sexta* del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. En el mismo se dice que: *“La Sociedad de Sistemas asume las funciones del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y del Banco de España, en cuanto que gestores de los sistemas de registro, compensación y liquidación de los valores negociados en los mercados que tienen encomendados”*.

El Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento UE 909/2014 han sido objeto de desarrollo, la LMV por el RD 878/2015 y el Reglamento europeo por varios Reglamentos Delegados y de ejecución que se detallan más adelante. Estas normas establecen requisitos de organización, funcionamiento y modo de llevar el registro contable por parte de los DCV, obligaciones que deben cumplir a riesgo de incurrir en responsabilidad. Una parte de la organización y desarrollo del sistema de registro corresponde a la Sociedad de Sistemas como DCV, por ello debe examinarse la responsabilidad por la llevanza de registro contable e incluir la incidencia que pueda suponer sobre la responsabilidad el hecho de poder dictar normas de *ordenación y disciplina*<sup>330</sup>, así como la derivada de las obligaciones que asume contractual y extracontractualmente.

*1.1. Tratamiento de la responsabilidad en el Reglamento UE 909/2014. Entre la responsabilidad administrativa y la civil.*

El *Reglamento EU 909/2014*, delimitó el ámbito de actuación de los DCV, siendo función principal y exclusiva la gestión de los sistemas de liquidación de valores según el art. 18.2 Reglamento UE 909/2014: *Los sistemas de liquidación de valores solo podrán ser gestionados por DCV autorizados, incluidos los bancos centrales que actúen como DCV*. El propio Reglamento UE 909/2014 está indicando que se trata de un “sistema”, que como tal comprende las diversas operaciones que se agrupan bajo que se conoce como “post

---

<sup>330</sup> Art. 101 LMV.

contratación”<sup>331</sup>, que engloba la compensación, liquidación y registro de las operaciones contratadas en los mercados de valores<sup>332</sup>.

Se ha visto en § 5.1.A), que el modo concreto de llevar el sistema de registro contable, necesario en un sistema de tenencia de valores desmaterializados, y adoptado también por el *Reglamento UE 909/2014*, pertenece al ámbito de las competencias nacionales<sup>333</sup>. No obstante, y pese a su escaso desarrollo en lo referente al sistema de registro<sup>334</sup>, el Reglamento europeo contiene numerosos criterios y obligaciones que afectan al registro contable y que, en definitiva, acaban afectando a la responsabilidad, basta con ver el sistema de sanciones por incumplimientos legales que implanta sobre los propios DCV, al igual que los Reglamentos Delegados y de ejecución dictados a la sombra de aquél. Tanto el Reglamento UE 909/2014, como los Reglamentos Delegados<sup>335</sup> y de Ejecución, señalan principios por los que regirse y resultados que

---

<sup>331</sup> Puede verse por ejemplo una obra colectiva dedicada precisamente a ello y bajo ese título: *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*. Obra colectiva, (Martínez, Garcimartín, Recalde directores), Pamplona. Aranzadi 2017. IGLESIAS-RODRIGUEZ, Pablo, en *Procesos armonizadores en el ámbito de la poscontratación en la UE. El proceso de la reforma y conexión de Iberclear a TARGET2-Securities (T2S)*. TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La regulación de la poscontratación en los mercados secundarios de valores*; en boletín de la CNMV, Julio 2017.

<sup>332</sup> BENITO NAVEIRA, Jesús y SOLLOA MENDOZA, Ignacio: *La reforma de la post-contratación de valores en España*; Rev. Estabilidad Financiera, nº 28, Banco de España, 2015; en la pág. 79 contiene un cuadro descriptivo de los servicios de post contratación.

<sup>333</sup> También TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores*; Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil; Universidad Complutense. Madrid, nº 107, febrero de 2017. Pág. 34. Para este autor, la regulación comunitaria del registro contable centralizado está inspirada en el principio de flexibilidad porque no se quiere imponer un modelo de registro inicial y porque debe permitir desempeñar la función de registro a distintos operadores, citando en su apoyo el Considerando 11 del Reglamento UE 909/2014.

<sup>334</sup> Informe conjunto CNMV - Banco de España: *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*. Ed. CNMV, Madrid. Diciembre 2007; En este informe, en su página 12, advertía: “Además, sería conveniente seguir apoyando en los diferentes foros europeos la promulgación de una regulación europea específica para compensación, liquidación y especialmente para el registro de valores que dote de un régimen jurídico común, al menos de mínimos, sobre organización, riesgos asumibles, en especial en compensación y liquidación, y naturaleza de la tenencia de valores y de su depósito y custodia”.

<sup>335</sup> Los Reglamentos dictados hasta la fecha por la Comisión Europea son: *Reglamento Delegado (UE) 2017/389 de la Comisión de 11 de noviembre de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los*

deben lograr el sistema de registro y las anotaciones, aunque el Reglamento 909/2014 no contiene una regulación expresa sobre el modo de llevar los registros. Ello pese a la dicción del Considerando 5 del *Reglamento UE 909/2014*, que alude a la ventaja de la unificación del régimen jurídico de los DCV en una sola norma europea<sup>336</sup>, pero deja fuera de esa unificación el sistema de registro contable, aunque reconoce en el Considerando 11 que el registro de valores se encuentra en un “*contexto de creciente complejidad de los métodos de tenencia y transferencia*”<sup>337</sup>, que reitera en el Considerando 20, en el que dice que no impone un sistema inicial de registro.

Cont. \_\_\_\_\_

*parámetros de cálculo de las sanciones pecuniarias por fallos en la liquidación y las operaciones de los DCV en Estados miembros de acogida.*

*Reglamento Delegado (UE) 2017/390 de la Comisión de 11 de noviembre de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a determinados requisitos prudenciales aplicables a los depositarios centrales de valores y a las entidades de crédito designadas que ofrecen servicios auxiliares de tipo bancario*

*Reglamento Delegado (UE) 2017/391 de la Comisión de 11 de noviembre de 2016 que completa el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación por las que se especifica con mayor precisión el contenido de la información que debe comunicarse sobre las liquidaciones internalizadas*

*Reglamento Delegado (UE) 2017/392 de la Comisión de 11 de noviembre de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos operativos, de autorización y de supervisión aplicables a los depositarios centrales de valores.*

*Reglamento de Ejecución (UE) 2017/393 de la Comisión de 11 de noviembre de 2016 por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a las plantillas y los procedimientos para la notificación y transmisión de información sobre las liquidaciones internalizadas de conformidad con el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo.*

*Reglamento de Ejecución (UE) 2017/394 de la Comisión de 11 de noviembre de 2016 por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización, revisión y evaluación de los depositarios centrales de valores, la cooperación entre las autoridades del Estado miembro de origen y del Estado miembro de acogida, la consulta de las autoridades que intervienen en la autorización para prestar servicios auxiliares de tipo bancario y el acceso de los depositarios centrales de valores, así como con respecto al formato de los registros que deben conservar los depositarios centrales de valores de conformidad con el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo.*

*Reglamento Delegado (UE) 2018/1229, de la Comisión de 25 de mayo de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la disciplina de la liquidación.*

<sup>336</sup> En el Considerando 5 del *Reglamento UE 909/2014* se dice: “Un reglamento reducirá la complejidad normativa que para los organismos rectores del mercado y los DCV se deriva de la existencia de diferentes normas nacionales y permitirá a los DCV prestar servicios transfronterizos sin tener que ajustarse a distintos requisitos nacionales, como los relativos a la autorización, la supervisión, la organización de los DCV o los riesgos de los DCV.

<sup>337</sup> Reglamento UE 909/2014, Considerando 11: “No procede que el presente Reglamento imponga el tipo de institución que ha de registrar los valores en forma de anotaciones en cuenta en el momento de la

El Considerando 39 del *Reglamento 909/2014* alude a la diversidad de métodos de registro y tenencia de valores y la responsabilidad del siguiente modo:

*“El presente Reglamento no debe impedir que los Estados miembros que autoricen los sistemas de tenencia directa puedan disponer en sus respectivas legislaciones nacionales que otras partes, además de los DCV, desempeñarán o podrán desempeñar determinadas funciones que en otros tipos de sistemas de tenencia de valores son desempeñadas normalmente por DCV, y que puedan especificar de qué manera deberán desempeñarse tales funciones. En particular, en algunos Estados miembros, los operadores de cuentas o los participantes en los sistemas de liquidación de valores gestionados por DCV registran las anotaciones en las cuentas de valores mantenidas por el DCV, sin ser ellos necesariamente proveedores de cuentas<sup>338</sup>. Ante la necesidad de seguridad jurídica sobre las anotaciones realizadas en las cuentas a nivel de los DCV, es preciso que el presente Reglamento reconozca la función específica que desempeñan esas otras partes. Por ello debe ser posible, en circunstancias específicas y cumpliendo normas estrictas establecidas en disposiciones legales, disponer que el DCV y la otra parte de que se trate compartan la responsabilidad, o bien disponer que la responsabilidad exclusiva respecto de ciertos aspectos relacionados con el mantenimiento de cuentas de valores en el nivel más alto recaiga en esa otra parte, siempre que ésta*

Cont. \_\_\_\_\_

*emisión, por lo que debe permitir desempeñar tal función a distintos agentes, incluidos los registradores de la emisión. No obstante, una vez que las operaciones con esos valores se ejecuten en los centros de negociación regulados por la Directiva 2014/65/UE y el Reglamento (UE) nº 600/2014 o se ofrezcan como garantía real en las condiciones previstas en la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, esos valores deben estar registrados en el sistema de anotaciones en cuenta de un DCV a fin de garantizar, entre otras cosas, que todos ellos puedan liquidarse a través de un sistema de liquidación de valores”.*

<sup>338</sup> En el Informe de 14 de febrero de 2013, sobre la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (DCV) y por el que se modifica la Directiva 98/26/CE (COM(2012)0073 – C7-0071/2012 – 2012/0029(COD)) aludía directamente al tema. Véase la dicción: *“Los sistemas de tenencia directa en varios Estados miembros incluyen una relación tripartita particular en la que el inversor tiene una cuenta directa al nivel del DCV, pero los derechos y obligaciones de cara al inversor se comparten entre el DCV y el operador de la cuenta. Este reparto de funciones no debería considerarse externalización tal y como se define en el presente Reglamento”.*

*esté sujeta a una regulación y supervisión adecuadas. No conviene establecer restricciones respecto de la medida en que se comparte la responsabilidad”.*

Esta pluralidad de sistemas a los que se dirige el Reglamento UE 909/2014, hace que las normas del articulado también adolezcan de poca concreción, dejando aspectos esenciales a la regulación nacional, como puede observarse en el art. 31, que contiene la expresión normativa de lo visto en el Considerando transcrito. Así, el art. 31 dice:

*“1. No obstante lo dispuesto en el artículo 30 y, cuando la legislación nacional así lo exija, una persona distinta del DCV podrá ser responsable del registro de anotaciones en las cuentas de valores mantenidas por el DCV<sup>339</sup>.*

*2. Los Estados miembros que, de conformidad con el apartado 1, autoricen a terceros distintos del DCV a prestar determinados servicios básicos mencionados en el anexo, sección A, deberán especificar en su legislación nacional los requisitos aplicables en tales casos. Dichos requisitos incluirán las disposiciones del presente Reglamento que se aplicarán tanto al DCV como, cuando proceda, a la otra parte interesada.*

*3. Los Estados miembros que, de conformidad con el apartado 1, autoricen a terceros distintos del DCV a prestar servicios básicos mencionados en el anexo, sección A, deberán notificar a la AEVM toda la información pertinente relativa a la*

---

<sup>339</sup> El Informe de 14 de febrero de 2013, sobre la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (DCV) y por el que se modifica la Directiva 98/26/CE (COM(2012)0073 – C7-0071/2012 – 2012/0029(COD)), contenía un precepto expreso que salió adelante integrando su contenido al transcrito en el texto: *Artículo 28 bis. Servicios compartidos.*

*1. Los Estados miembros podrán prever que otra persona distinta del DCV se responsabilice del registro de anotaciones en cuentas de valores en el DCV.*

*Cuando los Estados miembros prevean dichos servicios compartidos, los requisitos del presente Reglamento se aplicarán, en su caso, también a esa otra persona.*

*2. Cuando los Estados miembros prevean servicios compartidos con arreglo al apartado 1, especificarán los requisitos aplicables, incluidos los requisitos establecidos en el presente Reglamento, en su legislación nacional.*

*3. Cuando los Estados miembros prevean servicios compartidos con arreglo al apartado 1, deberán notificarlo a la Comisión y a la AEVM. La AEVM incluirá información sobre los servicios compartidos en el registro de DCV contemplado en el artículo 19.*

*prestación de tales servicios, incluidas las disposiciones pertinentes de su legislación nacional.*

Es en este artículo donde encaja el sistema de doble escalón previsto en la Ley del Mercado de Valores. En su apartado 1 se observa que hace referencia a la responsabilidad de personas distintas del DCV por la llevanza del registro contable, y en su apartado 2 la referencia a la legislación nacional de los requisitos y disposiciones aplicables a todos ellos, DCV y otros participantes. Un precepto muy escueto en lo que se refiere a la responsabilidad si tenemos presente lo que explica el Considerando 39, pues, según este, la legislación nacional debe: *“disponer que el DCV y la otra parte de que se trate compartan la responsabilidad, o bien disponer que la responsabilidad exclusiva respecto de ciertos aspectos relacionados con el mantenimiento de cuentas de valores en el nivel más alto recaiga en esa otra parte...”*.

Los artículos 37 a 41 del Reglamento UE 909/2014, destinados a establecer los *Requisitos aplicables a los servicios de los DCV*, no instaura un sistema determinado de registro, de hecho, se refiere a ellos en plural usando expresiones como *“...para cada sistema de liquidación de valores...”*, o *“...los sistemas de liquidación que operen...”*, como clara indicación de referirse a la variedad de los existentes. Pero, cualquiera que sea el sistema adoptado, los DCV están sujetos al cumplimiento de las obligaciones que allí se contienen y que afectan al registro contable, como la obligación de ofrecer diversas cuentas y grados de segregación entre ellas. Además, debe dar información pormenorizada en la que se *“incluirá una descripción de las principales implicaciones jurídicas de cada uno de los niveles de segregación ofrecidos, junto con información sobre la legislación en materia de insolvencia aplicable en las jurisdicciones pertinentes”* (art. 38).

Pese a lo dicho, el *Reglamento UE 909/2014* no ignora la responsabilidad civil, aunque no tenga un modelo sobre ella. No la ignora, como puede verse en el art. 74.1.h), que habla del contenido de los informes que debe elaborar la AEVM e informar a la

Comisión anualmente sobre: *“la aplicación de las normas de responsabilidad civil de los Estados miembros en relación con las pérdidas atribuibles a los DCV<sup>340</sup>”*.

En el Considerando 69 del Reglamento UE 909/2014, se halla otra de las pocas referencias a la responsabilidad civil<sup>341</sup>, en el cual señala que se trata de una *cuestión nacional*. Que la responsabilidad se encuentre sujeta a las normas nacionales puede suponer un problema de dispersión legislativa al existir diferentes soluciones entre los Estados miembros. Puede verse en el art. 43 del *Reglamento UE 909/2014*, al hablar de los riesgos jurídicos<sup>342</sup>, o las diversas jurisdicciones a las que pueden encontrarse sometidos los derechos de propiedad de los valores anotados en cuenta en el registro contable<sup>343</sup>.

---

<sup>340</sup> Art. 74 del *Reglamento 909/2014*, las letras h) y j), se refieren a los informes que debe presentar la AEVM respecto de: *“h) la aplicación de las normas de responsabilidad civil de los Estados miembros en relación con las pérdidas atribuibles a los DCV; .../... j) la aplicación de las normas a que se refiere el artículo 38 en materia de protección de los valores de los participantes y de sus clientes, en particular de las recogidas en el artículo 38, apartado 5”*.

<sup>341</sup> Considerando 69, *Reglamento UE 909/2014*: *“...y en particular la necesidad de una mayor flexibilidad en relación con las sanciones por fallos en la liquidación en operaciones con instrumentos financieros ilíquidos y la aplicación de las normas de los Estados miembros sobre responsabilidad civil por pérdidas atribuibles a los DCV”*.

<sup>342</sup> El art. 43.3 establece que *“Los DCV que realicen actividades en varias jurisdicciones tomarán todas las medidas razonables para identificar y mitigar los riesgos derivados de potenciales conflictos de leyes entre jurisdicciones”*. No se realizan ahora más precisiones, por ser tratados en apartados posteriores. Esta preocupación también se observa en el Considerando 57 del Reglamento UE 909/2014.

<sup>343</sup> Tampoco es una cuestión nueva, basta con recordar lo que señalaba la *Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)*, con una redacción más precisa que la del Reglamento de Depositarios, tal como puede verse en:

*Artículo 9: “El depositario será responsable, según el Derecho nacional del Estado en que esté situada la sede estatutaria de la sociedad de gestión, ante la sociedad de gestión y los partícipes, de cualquier perjuicio padecido por éstos y derivado de la ausencia de ejecución o de la ejecución incorrecta de sus obligaciones. Con respecto a los partícipes la responsabilidad podrá ser reclamada en forma directa o indirecta a través de la sociedad de gestión, en función de la naturaleza jurídica de las relaciones existentes entre el depositario, la sociedad de gestión y los partícipes”*.

*Artículo 16: El depositario será responsable, de acuerdo con el Derecho nacional del Estado en que está situada la sede estatutaria de la sociedad de inversión, ante la sociedad de inversión y los partícipes, de cualquier perjuicio que éstos padezcan y que se deriven de la ausencia de ejecución o de la ejecución incorrecta de sus obligaciones.*

Ya en aquel año 1985, señalaba la Directiva la posible existencia de diversos perjudicados y aclaraba que podrían reclamar conforme a la *naturaleza jurídica de las relaciones existentes*. Simplemente se pretende aclarar que las relaciones entre la Sociedad de Sistemas y los diversos intervinientes y

Aunque las normas europeas no regulen, ni detallen la responsabilidad de los DCV por la llevanza del registro contable, las obligaciones que imponen por la llevanza de las cuentas pueden afectar a la responsabilidad. Debe averiguarse en qué medida afectan cuestiones como la obligación de evaluar los riesgos jurídicos<sup>344</sup>, funcionales y operativos (arts. 43 a 45 del Reglamento 909/2014, desarrollados en el Reglamento Delegado UE 392/2017). No todas las obligaciones que asume la Sociedad de Sistemas, por la llevanza del registro contable, tienen la misma naturaleza y la apreciación y alcance de la responsabilidad puede depender de ella. Por ello, es procedente considerar los fines y resultados que deben alcanzar los DCV en lo que respecta a la liquidación y registro de las operaciones sobre valores<sup>345</sup>, y comprobar de qué modo afecta a la previsión sobre responsabilidad de los encargados del registro contable contenida en el art. 8.4 de la LMV y, en consecuencia, a la Sociedad de Sistemas.

El Reglamento europeo puntualiza en los numerosos Considerandos (alcanza los 81) criterios y principios, que sirven para conocer el contexto que motivó, y por el que se adoptó, la norma y la finalidad perseguida<sup>346</sup>. Aspectos que conviene tener presentes

Cont. \_\_\_\_\_

titulares de los valores pueden ser diferentes, contractuales unas, extracontractuales otras, y deben examinarse diferenciadamente.

<sup>344</sup> En el año 2002, dentro de la *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo – Mecanismos de compensación y liquidación en la Unión Europea – Cuestiones principales y desafíos futuros. /COM/2002/0257 final/*, en el apartado: *II. ¿QUÉ SON LA COMPENSACIÓN Y LA LIQUIDACIÓN Y EN QUÉ RESIDE SU IMPORTANCIA-*, entre las definiciones que allí se exponían, hablaba de – “Registro, en su caso, de la propiedad de los valores en un registro legal”, sin que en el texto pueda rastrearse nada más sobre dicha función pues su preocupación se centra esencialmente en los riesgos económicos y jurídicos por la existencia de diferentes sistemas y tecnologías, amén de regulaciones legales, que dificultaban la liquidación transfronteriza inter sistemas, y entendía que “no sólo son esenciales los aspectos relativos a la calidad técnica y la gestión de riesgos de los sistemas en sí; también lo son los relacionados con las conexiones técnicas entre los distintos sistemas y sus vínculos jurídicos”. En esta Comunicación no se desconocen los problemas planteados por las diversas legislaciones aplicables, sobre todo en lo que se refiere a la propiedad y derechos sobre los valores, por ello decía: “La Directiva sobre la firmeza de la liquidación (DFL) y la propuesta de Directiva sobre garantías financieras (DGF) recogen dos disposiciones que suponen una evolución con respecto al principio según el cual la legislación aplicable debe ser la del país en el cual se encuentre el valor (o los derechos sobre el mismo). A partir de ahora, el valor deberá tratarse como si se hallara en el país del registro, cuenta o sistema en el cual esté inscrito”.

<sup>345</sup> Véase §5.2.4.

<sup>346</sup> De hecho, puede verse un ejemplo de lo dicho en el Considerando 36, cuando alude a que las definiciones de las estructuras de gobierno corporativo de los DCV “Son puramente funcionales, con miras a establecer normas destinadas a obtener un resultado concreto”.

para interpretar el sentido del texto articulado<sup>347</sup>, y que, además y por el modo de elaboración de las normas europeas, contó con los pronunciamientos previos de otras instituciones nacionales y europeas<sup>348</sup>, muchos de los cuales se incorporaron al articulado o a las consideraciones previas.

Por último, el Reglamento UE 909/2014 incluye previsiones sobre incumplimientos de las obligaciones en los arts. 61 y 63 y siguientes, dedicando sólo la letra f), del apartado 1, art. 63 al: *“incumplimiento por el DCV de los requisitos que deben reunir los servicios que presta, infringiendo así los artículos 37 a 41”* (los artículos dedicados al sistema de cuentas). Existe pues, una responsabilidad administrativa, en la que no se entra por pertenecer a otro ámbito jurídico, pues en el trabajo se trata la responsabilidad civil, no la administrativa, sin perjuicio de las remisiones necesarias.

---

<sup>347</sup> Con independencia de si el texto de los Considerandos se valora como interpretación auténtica, no dejan de expresar los motivos y finalidades de la norma a la que acompañan y conviene tenerlos presentes en la interpretación de los artículos a los que preceden. Ciertamente las Exposiciones de Motivos y Preámbulos no tienen valor normativo, así se ha pronunciado el Tribunal Constitucional, por ejemplo en la STC 222/2006, de 6 de julio (ECLI:ES:TC:2006:222): *“Por ello, no siendo posible extraer del preámbulo unas conclusiones claras y precisas, habremos de atenernos a la interpretación que se desprenda estrictamente del contenido del precepto básico, contenido que habrá de resultar determinante de acuerdo con nuestra doctrina, pues “como ha reiterado este Tribunal ni las rúbricas de los títulos de las leyes ni los preámbulos tiene valor normativo (por todas, STC 36/1981, FJ 7), por lo que lo establecido en ellos no puede prevalecer sobre el articulado de la Ley” (STC 173/1998, de 23 de julio, FJ 4; también, STC 212/1996, de 19 de diciembre, FJ 5)”*. Pero, del inicio de este párrafo transcrito, se deduce también que sirven como elemento interpretativo, aunque no aclara si debe darse a las Exposiciones y Preámbulos valor de interpretación auténtica. A favor de considerar las Exposiciones de Motivos, Preámbulos y Considerandos como interpretación auténtica se manifiestan O'CALLAGHAN MUÑOZ, Javier y FERNÁNDEZ GONZÁLEZ, Begoña: *Compendio de Derecho Civil*. Tomo I: Parte general, 2ª Ed. Madrid 2012, pág. 93, al considerar que es la dada por el propio legislador; CERDEIRA BRAVO DE MANSILLA, Guillermo: *Principio, Realidad y Norma: el valor de las exposiciones de motivos (y de los preámbulos)*; Ed. Reus, Madrid 2015. En contra ROGEL, Carlos, en el prólogo de la obra anterior, aunque admitiendo que pueda tratarse de interpretación auténtica. PASCUA MATEO, Fabio: *La técnica normativa en el sistema jurídico comunitario*; en Cuadernos de Derecho público, nº 28, 2006; págs. 135 a 169. Conviene observar también lo que al respecto sugiere la *Guía práctica común del Parlamento Europeo, del Consejo y de la Comisión para la redacción de textos legislativos de la Unión Europea*; Bruselas 2015, que en su pág. 31, apartado 10.2 expone: *“La motivación de los reglamentos, directivas y decisiones es obligatoria. Tiene por objeto dar a conocer a toda persona interesada las circunstancias en que el autor del acto ha ejercido la competencia relativa al acto en cuestión (11), dar a las partes de un litigio la posibilidad de defender sus derechos y al Tribunal de Justicia de la Unión Europea la de ejercer su facultad de control”*.

<sup>348</sup> En concreto y sobre este Reglamento se pronunciaron la Comisión Europea como autora de la propuesta, los Parlamentos nacionales, el Banco Central Europeo y el Comité Económico y Social Europeo, según consta en el propio texto del Reglamento.

Cabe decir que las medidas preventivas y disuasorias de los arts. 6 y 7 del Reglamento UE 909/2014, que tienen la finalidad de promover el cumplimiento de las obligaciones contraídas, o disuadir del incumplimiento<sup>349</sup>, no se estudian, pues suponen un régimen sancionador, no estrictamente responsabilidad civil. No se ignora el contenido de ese régimen sancionador distinto del administrativo, que deben aplicar los propios DCV a sus participantes dentro de la diversidad de sistemas existentes<sup>350</sup>, régimen que fue completado fundamentalmente en los Reglamentos Delegados UE 392/2017 y 1229/2018. Pero fuera de esos supuestos, a caballo entre la responsabilidad administrativa y la civil, la estricta responsabilidad civil<sup>351</sup>, queda a expensas de las normas nacionales.

Interesa en este trabajo, el tratamiento de la responsabilidad civil, tanto en el ámbito contractual como extracontractual, que aparece diluido en el Reglamento europeo<sup>352</sup> si se compara con la regulación de carácter administrativo.

---

<sup>349</sup> Art. 6.4 del Reglamento 909/2014: *Para cada sistema de liquidación de valores que gestionen, los DCV establecerán medidas que propicien e incentiven la liquidación a tiempo de las operaciones por parte de sus participantes.*

<sup>350</sup> Se ha precisado en los Reglamentos delegados. Véase el *Reglamento Delegado (UE) 2017/389 de la Comisión de 11 de noviembre de 2016* en el que se establecen los criterios de cálculo para las sanciones que deben aplicar los DCV. Es un problema que viene de lejos, en el año 2004, por ejemplo en la *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, sobre Normativa aplicable a los depositarios de OICVM (Organismos de Inversión Colectiva de valores Mobiliarios) en los Estados miembros: estudio y posible evolución* (Bruselas, 30.03.2004 COM(2004) 207 final), en su apartado 4.3.1, advertía sobre *“dos obstáculos importantes dificultan la evaluación de la responsabilidad de un depositario en toda la UE: primero, la diversidad de regímenes legales, puesto que la Directiva de 1985 hace referencia a las legislaciones de cada Estado miembro; en segundo lugar, los límites a veces inseguros de dicha responsabilidad”*.

<sup>351</sup> Véase por ejemplo los Considerandos 20, 38 Y 39 del Reglamento UE 909/2014.

<sup>352</sup> Partiendo pues de esa escasa regulación del sistema de registro de valores contenida en el *Reglamento UE 909/2014*, y en el *Reglamento UE 392/2017*, cabe reseñar la configuración del registro contable contenida en la Ley del Mercado de Valores y en las disposiciones que lo desarrollan, motivo por el cual las referencias al sistema, cuentas, relaciones entre los participantes, derechos y obligaciones derivados del registro de valores (véase §5) y las reglas de responsabilidad son las que expresamente prevé la LMV, y sobre las que se desarrollan los puntos siguientes, sin perjuicio de integrarlas con la normativa europea cuando proceda.

## 1.2. Evolución histórica de la responsabilidad en los mercados de valores españoles<sup>353</sup>.

En la época anterior a la Ley del Mercado de Valores, no existía un sistema de registro de valores pues debían entregarse los mismos a los adquirentes. La responsabilidad de entregar los títulos que se negociaban en las bolsas recaía sobre los titulares, aunque con la intervención de los Agentes de Cambio y Bolsa<sup>354</sup> en las plazas que contaban con bolsa.

Con la inmovilización de los títulos negociados en los mercados secundarios<sup>355</sup>, las cosas cambiaron, ya no se entregaban los títulos, siendo suplidos por certificaciones de los Agentes de Cambio y Bolsa. La consecuencia inevitable fue un desplazamiento de la responsabilidad, desde la obligación de entregar los títulos el titular de los valores, hacia los Agentes de Cambio y Bolsa que certificaban la transacción de los títulos inmovilizados. Estos Agentes de Cambio y Bolsa tenían en sus manos la seguridad jurídica de las transacciones al dotarlas de fe pública, actuando a la vez como intermediarios, labor de carácter privado, y como fedatarios, labor de carácter público<sup>356</sup>, así SAINZ MORENO<sup>357</sup> escribía que:

---

<sup>353</sup> Véase lo dicho en §4.2 sobre la evolución histórica y antecedentes.

<sup>354</sup> Véanse los arts. 58 a 78 del *Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio*.

<sup>355</sup> GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2006), Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, nº 17, 2006. Habla del "paperwork crunch" o colapso por el exceso de papeleo.

<sup>356</sup> Para SAINZ MORENO, Fernando: *Ejercicio privado de funciones públicas*; en Revista de Administración pública; Núm. 100-102, enero-diciembre 1983; págs. 1699 a 1.791, se trata de una categoría de larga tradición, apoyándose para ello el trabajo de SAINZ DE ANDINO: *Ensayo crítico sobre la contratación de la Bolsa de Comercio de 1845*, se trata de dos supuestos distintos, por un lado "algunas actividades, que por haber adquirido un significado público especial, el Estado las asume como funciones públicas y las integra en el conjunto de servicios, de los que se hace responsable, aunque manteniendo en gran parte el carácter profesional privado de quienes las ejercen; de otro, al ejercicio de algunas profesiones que por las condiciones en que se realizan exige la utilización de potestades administrativas. Lo que caracteriza estos supuestos consiste en que el ejercicio de una función pública, bien sea como objeto principal de una profesión, bien sea como complemento más o menos indispensable de la misma, no transforma al profesional en funcionario público, pero le somete a una reglamentación legal y a una intervención administrativa" (pág. 1700). Se trata de una figura con "una larga evolución histórica (pág. 1746), a través

*“...sin embargo, la actividad pública que les caracteriza no es sólo el ejercicio de la fe pública mercantil, sino además la creación de un mercado público que asegura la certeza de las operaciones y la formación de un precio oficial. .../... Este doble carácter, «público y mercantil», de la contratación bursátil se refleja en la doble naturaleza, pública y privada, de los agentes de Cambio y Bolsa, que son quienes directamente contratan. Los agentes de Cambio y Bolsa son, pues, de un lado, «intermediarios mercantiles», esto es, comerciantes a los que corresponde «intervenir en las negociaciones y transmisiones de toda especie de efectos o valores públicos cotizables», así como «en todas las demás operaciones y contratos de Bolsa» (art. 100 del Código de comercio), pero, de otro, al mismo tiempo, son «ejercientes de un oficio público», que dan «seguridad jurídica y económica al tráfico mercantil» y colaboran en la «formación oficial de los precios».*

La contratación era siempre entre los Agentes, aunque por orden de sus comitentes, así, en el artículo 165 del *Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio*<sup>358</sup>, caso de producirse demora en el

Cont. \_\_\_\_\_

*de la cual ha ido adquiriendo «consistencia jurídica pública», esto es, el reconocimiento oficial de una cierta eficacia pública para algunos de sus actos”.*

<sup>357</sup> SAINZ MORENO, Fernando: *Ejercicio privado de funciones públicas*; en *Revista de Administración pública* (citado), págs. 1752 y 1756.

<sup>358</sup> *“Art. 165. Cuando un Agente de Cambio y Bolsa demore el cumplimiento de lo convenido en una transacción de contado perjudicado por la demora podrá optar entre la exigencia del cumplimiento de la operación o por el abandono de la misma, denunciando previamente a la Junta Sindical.*

*En caso de exigirse su cumplimiento presentarán los interesados a la Junta Sindical los valores no recogidos o el importe en efectivo de los valores no entregados, y dicha Junta Sindical, a la vista de los documentos justificativos de la existencia de la operación en Bolsa, venderá o comprará, respectivamente, los valores de que se trate por medio de uno de sus miembros y por cuenta del Agente cuyo comitente falte a la liquidación de la operación, si bien este último Agente podrá repercutir el perjuicio que le sea ocasionado contra su comitente moroso.*

*En caso de optar por el abandono de la operación, el interesado deberá comunicarlo previamente por escrito a la Junta Sindical, acompañando los correspondientes justificantes, como mínimo, veinticuatro horas antes de la última liquidación en que la operación pueda ser todavía liquidada de acuerdo con el artículo 63 de este Reglamento, en cuyo caso la Junta Sindical requerirá formalmente al Agente moroso para que proceda a liquidar su posición en la liquidación referida, confirmando en caso de incumplimiento el abandono de la operación.*

*Si ninguno de los comitentes denunciara la operación o exigiese su cumplimiento inmediato, ésta obligará a comprador y vendedor hasta su liquidación definitiva, que deberá tener lugar de acuerdo con lo prevenido en el artículo 17, apartado g) del presente Reglamento”.*

cumplimiento de lo convenido, se podía exigir dicho cumplimiento ante la Junta Sindical que actuaba como verdadera organizadora del mercado de valores.

El Decreto 1128/74 de 25 de abril<sup>359</sup> y la Orden de 20 de mayo de 1.974 (véase §4.2.1.), tras reconocer la fungibilidad de los títulos valores, implantó un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de títulos valores, aunque la responsabilidad seguía siendo de los Agentes de Cambio y Bolsa y las Entidades adheridas. El establecimiento del Servicio de Liquidación y Compensación recaía sobre las Juntas Sindicales de las Bolsas, quienes en última instancia asumían la responsabilidad, conforme al artículo 10 del Decreto:

*“Las Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio a las que se encomienda la administración de los Servicios de Liquidación y Compensación de valores adoptarán las medidas oportunas para la comprobación y exactitud de sus saldos y serán responsables civilmente de los daños y perjuicios causados como consecuencia de errores materiales o extravíos debidos a negligencia en el respectivo servicio sin perjuicio de cualquier otra responsabilidad en que hayan podido incurrir”.*

Como se observa en el texto transcrito, el Decreto 1128/74, ponía el acento sobre la responsabilidad civil de las Juntas Sindicales, y, al igual que sucede actualmente con el artículo 8 LMV, quedaba un tanto en la ambigüedad, refiriéndose a la responsabilidad por daños debida a *“errores materiales o extravíos”* por *“negligencia en el respectivo servicio”*.

Aunque el Decreto 1128/74 establecía en su artículo 2 Cuarto, la fungibilidad de los valores negociados en bolsa, no se organizó propiamente un sistema de registro

---

<sup>359</sup> El Decreto 1128/1974, se dictó de conformidad con la habilitación expresa del Artículo veinticuatro, del Decreto-ley 12/1973, de 30 de noviembre, sobre medidas coyunturales de política económica: *“Con el fin de facilitar la contratación bursátil y favorecer el acceso a la propiedad mobiliaria, se autoriza al Gobierno para establecer, a propuesta del Ministro de Hacienda, un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios, para adaptar a dicho sistema o modificar, en su caso, la legislación vigente y para conceder dentro de los límites de la Ley General Tributaria, las exenciones fiscales para la implantación del mismo”.*

como el actual, pues la referencia seguía siendo a los títulos físicos. De hecho, en el artículo Cuarto Uno, lo que se establecía era un sistema que calificaba de “*depósito especial*”<sup>360</sup>. En ningún caso se establecía un sistema de registro contable unificado de los títulos valores, pese a que en su artículo 27.1 ordenaba ya un sistema de registro de los depósitos, aunque para múltiples entidades financieras encargadas de los depósitos<sup>361</sup>, por lo que seguía siendo responsabilidad de las entidades depositarias, quienes sólo debían notificar a la Junta Sindical el cambio de depositario si no suponían variación de saldos de los titulares<sup>362</sup>.

Este sistema de depósito se desarrollaba en los artículos 5 y 6 del Decreto 1128/74, que, en síntesis, implantaba un sistema en el que los Agentes de Cambio y Bolsa y las entidades de crédito se constituían como tales depositarios<sup>363</sup>, teniendo constancia de las titularidades de los valores, ya no cabía la confusión del sistema de principios del siglo XX, en el que, al tratarse de un depósito irregular los depositarios adquirían la condición de titulares de los valores (véase §4.2.1.), pues en su artículo 5.4 establecía tajantemente que: “*En ningún caso esta modalidad de depósito implicará que las Entidades depositarias adquieran la propiedad de los títulos ni que puedan utilizarlos para fines distintos de los permitidos legalmente*”.

---

<sup>360</sup> Decreto 1128/74. Art. Cuatro. Uno: “*Los títulos valores admitidos al sistema habrán de estar bajo la custodia de los Agentes de Cambio y Bolsa, por razón de las funciones que les correspondan con arreglo a la Ley, o de las Entidades adheridas, en virtud del depósito especial al que se refiere el artículo siguiente, o habrán de ser propiedad de éstas*”.

A su vez, el artículo 35.1 del Decreto 1128/1974, establecía que “*La póliza que se extienda por cada operación no expresará la numeración de los títulos, mencionando, en su lugar, la referencia técnica o los datos que para su identificación le asigne la correspondiente Junta Sindical. que se reflejarán en los resguardos o notas acreditativas de depósito expedidos por las Entidades depositarias*”.

<sup>361</sup> Art. 27.1 del Decreto 1128/1974: “*Las Entidades depositarias llevarán registro actualizado de los depósitos, depositantes y del número de títulos correspondientes a cada uno de ellos, así como de la numeración de los valores de cada clase, incluidos en el sistema existente en sus Cajas*”.

<sup>362</sup> Art. 28 del Decreto 1128/1974.

<sup>363</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*. Ed. Marcial Pons, Madrid 204; pág.26, señala la actividad de custodia de valores para “*hacer frente a la demanda perentoria de conservación material del documento*”, ligada posteriormente a la práctica bancaria del depósito administrado, como consecuencia del auge de los valores mobiliarios en el siglo XIX. LÓPEZ SANTANA, Nieves: *El contrato bancario de administración de valores*. Ed. Universidad de Sevilla. 2002, pág. 36.

Como se observa, el texto no dejaba lugar a dudas en cuanto a la naturaleza que atribuía, por lo tanto, la responsabilidad en aquel momento, con las salvedades sobre su configuración, que el propio texto legal destacaba en su artículo Quinto, era la propia de un depositario. Así puede verse como en dicho artículo, se establecía junto a la libertad de pactos, la custodia de los títulos por las entidades depositarias, la sumisión al procedimiento de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y la obligación para el depositante de aceptar *“en restitución de los títulos depositados otros de los mismos emisor y clase, de igual valor nominal y que confieran idénticos derechos, cualquiera que sea su numeración”*<sup>364</sup>. La entrega de los títulos se realizaba mensualmente, en el día señalado por las Juntas Sindicales, en la propia Bolsa, *“por cada Entidad depositaria, Junta Sindical o Agente de Cambio y Bolsa”* (arts. 38 y 39 del Decreto 1128/1974)<sup>365</sup>.

*1.2.1. La redacción inicial de la Ley del Mercado de Valores de 1988: “La responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado”.*

En el Proyecto de Ley de Mercado del Valores que se sometió a la consideración del Congreso de los Diputados<sup>366</sup>, la responsabilidad se formulaba con carácter general (inicialmente art. 5, que luego sería el 7 en el texto que se aprobó):

---

<sup>364</sup> Art. 22.1.c) del Decreto 1128/1974.

<sup>365</sup> Si bien puede encontrarse alguna sentencia en la que se declare la responsabilidad de los Agentes de Cambio y Bolsa, esencialmente por incumplimiento de sus obligaciones de entrega de valores o de numerarios, no es fácil encontrar alguna que se refiera a la Junta Sindical, aunque puede citarse la STS de 5 de diciembre de 1995 (ECLI: ES:TS:1995:6159), ilustrativa de lo dicho, por cuanto estima la responsabilidad del Agente de Cambio y Bolsa y excluye la de la Junta Sindical, que, por otro lado, no fue demandada, aunque sí se alegó en la oposición a la demanda la falta de litisconsorcio pasivo necesario, que fue estimada en 1ª Instancia, desestimada en apelación y confirmada la desestimación del litisconsorcio pasivo en casación.

<sup>366</sup> Véase la evolución de las distintas reformas de la LMV en §4.2.3. Indicar que, en el Proyecto de Ley del Mercado de valores publicado en el BOCG, Serie A, núm. 73.1 de 4 de marzo de 1988, la redacción del apartado referente a la responsabilidad, se hallaba en el art. 5 y seguía las reglas generales de

*“La falta de práctica de las pertinentes anotaciones, el retraso en la misma y, en general, el incumplimiento de los requisitos y formalidades establecidos para la llevanza de las cuentas dará lugar a la responsabilidad de la entidad correspondiente frente a quienes resulten perjudicados, sin perjuicio de la imposición de las sanciones procedentes conforme a esta Ley”.*

Como se observa no establecía un régimen particular de responsabilidad<sup>367</sup>.

Durante el paso por el Senado se introduciría el cambio de responsabilidad por la *Enmienda núm. 342 Del Grupo Parlamentario Socialista en el Senado* (BOCG Serie II, núm. 213 (d), pág. 217). La enmienda pretendía sustituir el párrafo 5 del art. 5 del proyecto por dos nuevos párrafos con el siguiente tenor literal:

*«El Gobierno establecerá, en relación con las distintas entidades a las que se encomien- da la llevanza de los registros contables y los distintos tipos de valores, las normas de organización y funcionamiento de los correspondientes registros, los sistemas de identificación y control de los valores representados mediante*

Cont. \_\_\_\_\_

responsabilidad al no establecer limitación alguna. Con la aceptación de la enmienda nº 232, del Grupo parlamentario socialista en el Congreso, pasaría esta norma de responsabilidad al art. 7 (véase BOCG, Serie A, nº 73-6, de 9 de junio, pág. 284). En aquel texto, la previsión era que el SCLV pudiese llevar el registro de las operaciones, tanto si se trataba de títulos (basándose en la inmovilización de los mismos, según decía el art. 53.b), como de anotaciones en cuenta para los valores negociados, aunque no en exclusiva, por ello no es de extrañar que el Proyecto de Ley contuviese otras reglas de responsabilidad, en los arts. 39 y 40, que recaían sobre los miembros del mercado:

*“Artículo 39: En las operaciones que realicen por cuenta ajena, los miembros de los mercados secundarios oficiales de valores responderán ante sus comitentes de la entrega de los valores y del pago de su precio.*

*Artículo 40: No estarán sujetos a reivindicación los valores adquiridos de buena fe de un miembro de un mercado secundario oficial de valores o con su mediación, sin perjuicio de los derechos y acciones del titular desposeído contra los legalmente responsables de la desposesión. Se presumirá la responsabilidad, frente al citado titular desposeído, del miembro del mercado secundario oficial de valores que haya participado o mediado en la transmisión determinante de la desposesión. Tal responsabilidad, en el caso de concurrir otros responsables, tendrá siempre carácter solidario”.*

Este artículo 40 desaparecería con esa redacción y su contenido se recogería en el art. 9, y el 39 pasaría a ser el 41.

<sup>367</sup> En la Exposición de Motivos del texto original, apartado 7 (BOCG – Congreso de los Diputados – III Legislatura; 4 DE MARZO DE 1988.-SERIE A. NÚM. 73-1, pág. 4), se hacía referencia a la responsabilidad del siguiente modo: *“No obstante, existen importantes principios que la Ley se ha preocupado de proclamar, como son .../... la responsabilidad de los mediadores en las operaciones que realicen por cuenta ajena o...”*. El texto permanecería inalterado llegando a la Ley aprobada definitivamente.

*anotaciones en cuenta, así como las relaciones de aquellas entidades con los emisores y su intervención en la administración de los valores.*

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

El texto de la enmienda tenía la justificación que, literal y únicamente, decía: **“Mejora técnica”**. Fue en dicha enmienda donde se le agregaría la expresión **“salvo culpa exclusiva del perjudicado”**<sup>368</sup>. La enmienda fue aprobada y el texto llegaría a la redacción y aprobación definitiva de la Ley del Mercado de Valores. La justificación tan escueta de la enmienda priva de conocer las razones por las cuales se realizó un cambio importante en la responsabilidad por la llevanza del registro contable.

Esto supuso variar el régimen de responsabilidad, pasando de una responsabilidad que no se calificaba a una responsabilidad que se puede estimar como cuasi objetiva. La redacción de la propuesta inicial podía entenderse como un régimen de responsabilidad tradicional basada en la culpa y sujeta a los principios de responsabilidad contractual o extracontractual, mientras que la del texto aprobado limitaba las posibles causas de exención de responsabilidad de los encargados del registro contable.

La primitiva redacción de la Ley del Mercado de Valores aprobada en 1988, contenía otro artículo en el que aludía a la responsabilidad, además de lo visto en el art. 7 LMV inicial, se encontraba en el artículo 41, cuya dicción era la siguiente: *“En las*

---

<sup>368</sup> No fue la única enmienda que se refería a la responsabilidad. Puede verse la que planteó el Grupo Parlamentario Mixto; Agrupación de Senadores de la DC. Enmienda núm. 167, que proponía la adición de un texto previo al párrafo existente, con la siguiente dicción: *“«La llevanza por las entidades a que se refiere el artículo anterior de las cuentas de valores, sus responsabilidades frente a los inversores y las formalidades y requisitos a que deberán ajustarse sus actuaciones se desarrollarán reglamentariamente”* (En el mismo BOCG que se ha citado en el texto, pág. 140).

*operaciones que realicen por cuenta ajena, los miembros de los mercados secundarios oficiales de valores<sup>369</sup> responderán ante sus comitentes de la entrega de los valores y del pago de su precio*". Es decir, la responsabilidad recaía sobre los Agentes de Cambio y Bolsa.

Esta redacción tenía sentido porque, como se ha dicho en el epígrafe anterior §6.1.2, hasta la aprobación del Real Decreto 116/1992, iban a convivir los títulos y las anotaciones si se trataba de valores negociados, por tanto, la entrega sobre la que hablaba ese artículo, sólo podía predicarse de los títulos, aunque la realidad era que los mencionados títulos permanecían inmovilizados en depósitos centralizados de valores y lo que se entregaba eran certificaciones sobre los títulos depositados<sup>370</sup>. Con la entrada en vigor del RD 116/1992, se creó el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), que asumiría las funciones de depositario (véase §4.2.3 y §4.2.4, sobre la concreta evolución y asunción de funciones).

En la Ley que se aprobó definitivamente en 1988, el artículo 7, trataba sobre quién debía asumir la responsabilidad de llevar el registro contable de los valores, empezando el citado artículo del siguiente modo:

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

En §4.2.3 y §4.2.4 se ha descrito el régimen transitorio hasta la puesta en marcha del SCLV y la transformación de los títulos en anotaciones y la posterior transformación del SCLV en la Sociedad de Sistemas.

En la redacción inicial, el encargado del registro contable era el SCLV, pues debía *"encomendarse necesariamente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en*

---

<sup>369</sup> Se refería a las entidades participantes de entonces: Agentes de Cambio y Bolsa inicialmente, y Sociedades y Agencias, que eran los responsables de la entrega de valores.

<sup>370</sup> Véase §4.2.

*exclusiva o, si así se establece, de modo conjunto con sus entidades adheridas*<sup>371</sup>, en cuyo caso tendrá aquél carácter de Registro Central”. Se reservaban amplias facultades al Gobierno para el desarrollo del SCLV en el último párrafo del art. 54 (no estaban numerados los apartados):

*“El Gobierno queda facultado para regular, en todo lo no previsto en esta Ley, el régimen de funcionamiento de dicha sociedad, así como los servicios prestados por la misma. En particular, podrá prever la existencia de entidades adheridas que actúen como depositarias de los títulos o que lleven las cuentas individualizadas correspondientes a los valores de quienes no ostenten aquella condición.*

Este párrafo de aquel artículo 54, dejaba como posibilidad que las entidades adheridas pudiesen actuar como depositarias, aspecto que también se observaba en el artículo 8 respecto de los valores anotados en cuenta: *“Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable, que, en su caso, será el de carácter central, quedando desde entonces sometidos a las disposiciones de este capítulo”.*

El supuesto de registro contable llevado por una sociedad rectora de bolsa, según el art. 54 de entonces, quedaba circunscrito a los valores cotizados en una única bolsa de las existentes en las autonomías, y como excepción a lo anterior, para el caso de que *“...las Comunidades Autónomas con competencia en la materia dispongan la creación por*

---

<sup>371</sup> Hasta la adopción del RD 116/1992, no quedaba claro si se optaría por un sistema centralizado, con el registro contable a cargo de una única entidad, o por el sistema de doble escalón, quedó sin definir si esa elección se decantaría por un sistema de “cuenta única” o por el sistema de “doble cuenta”. Véase SALINAS ADELANTADO, Carlos: *El régimen jurídico de la prenda de valores anotados*. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia 1996, pág. 177. GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada, pág. 290). GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores* (citado), en pág. 142, señala que pudo crearse un *Registro de la Propiedad de valores*, de carácter público y único, pero que *“hubiera implicado expropiar al sector financiero toda una rama de actividad”*. ANDREEVA ANDREEVA, Vésela: *Tenencia y transfer de participaciones societarias en los mercados financieros internacionales* (obra citada, pág. 108).

*la sociedad rectora de aquélla<sup>372</sup> de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación”.*

El último párrafo del art. 7, en la redacción aprobada de la Ley de Mercado de Valores de 1988, por el que se atribuyó la llevanza del registro al SCLV, o alternativamente y conjuntamente con las entidades adheridas, quedó redactado definitivamente del modo descrito:

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

Esta responsabilidad afectaba directamente al SCLV, pues la LMV encomendaba la llevanza del registro contable al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en todo caso, *“necesariamente”* en la dicción del texto legal, cuando se tratase del registro de valores negociados en las Bolsas de valores, porque la llevanza conjunta con las entidades adheridas era sólo una posibilidad: *“...o, si así se establece, de modo conjunto con sus entidades adheridas, en cuyo caso tendrá aquél carácter de Registro Central<sup>373</sup>”* (art. 7, tercer párrafo, de la redacción original de la LMV).

---

<sup>372</sup> Art. 7 LMV, segundo párrafo in fine: *“No obstante, tal llevanza corresponderá, en su caso, a la sociedad rectora de la Bolsa correspondiente si así se determina, de conformidad con lo previsto en el párrafo segundo del artículo 54”.*

<sup>373</sup> El SCLV no tenía encomendada únicamente la llevanza del registro contable, sino también la compensación, si bien es cierto que no se interponía entre las partes, sólo articuló un servicio de garantías, pues la firmeza de las operaciones provenía de la contratación y regía el principio de entrega contra pago. En resumen, el sistema diseñado en la LMV no contemplaba un escenario tan complejo como el actual, aunque del SCLV dependían otras actuaciones además del simple registro, por lo que cabe pensar que el alcance de aquel art. 7 LMV era general sobre todo el sistema de registro, que abarcaba más ámbito que el mero registro, porque no había más entidades implicadas, no existían las ECC. Actualmente se ha desplazado la firmeza de las operaciones a la liquidación como se verá más adelante. El art. 54, primer párrafo LMV decía: *“Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, tendrá por funciones:*

Con la aprobación del RD 116/1992, se estableció definitivamente el sistema de registro conjunto con las entidades adheridas, al adoptar el sistema de doble escalón en el art. 30 del RD 116/1992, aclarando el sistema inicial previsto en aquel artículo 7 de la Ley del Mercado de Valores, quedando desde entonces el registro contable en manos del SCLV y las entidades participantes.

El Real Decreto era una norma necesaria, pues la propia Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores de 1988, reconocía que tenía *“un cierto carácter de Ley marco, susceptible de concreciones diversas en función de las necesidades y problemas que en cada momento se manifiesten...”*, y debía ser desarrollada para cumplir con esas funciones de resolución de necesidades y problemas previendo la futura evolución de los mercados.

El RD 116/1992, ratificaba aquella valoración de la Ley del Mercado de Valores y decía sobre ella en el Preámbulo: *“...contiene únicamente los elementos fundamentales del régimen jurídico sustantivo de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, del diseño del sistema registral que implica...”* (en el segundo párrafo).

Y más adelante decía: *“De su contenido puede destacarse la opción por un sistema de doble escalón, que no se opone a la idea de unidad del registro contable aun cuando se articule a través de un registro central y de registros de detalle a cargo de las Entidades adheridas...”*.

El cambio real a anotaciones en cuenta se produjo con el Real Decreto 116/1992 (véase §4.2.3)<sup>374</sup>. El paso definitivo a las anotaciones en cuenta trajo la obligación legal de registrar las anotaciones, que también era una necesidad ante la falta total del soporte documental. Puede verse un ejemplo de la necesidad de registro en la *Sentencia de la Audiencia Provincial de Donostia-San Sebastián* de 30 de diciembre de 2015 (ECLI:

Cont. \_\_\_\_\_

a) *Llevar, en los términos previstos en el capítulo II del título I de la presente Ley, el registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y representados por medio de anotaciones en cuenta.*

b) *Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores.*

<sup>374</sup> Hasta ese momento siguió funcionando el sistema implantado por el Decreto 1128/74.

ES:APSS:2015:1034), aunque realmente trata sobre un contrato de administración de valores, pero se observa cómo es indisoluble la adquisición y el registro, aunque la sentencia siga hablando de depósito:

*“Igualmente no ofrece duda que a través de una sola formación de voluntad, cabe añadir originada en unidad de acto, se da lugar a la formación de diversas relaciones jurídicas, en cuanto formada la voluntad del demandante de compra de las AFSE<sup>375</sup>, las órdenes de compra y el contrato de depósito y administración de valores, son relaciones jurídicas inexorablemente vinculadas a la contratación de las AFSE en el entendido que se generan por razón de la voluntad de compra de las aportaciones financieras subordinadas, sin la cual no se hubieran suscrito, en este caso, la orden de compra, siendo que ya el Sr. con ocasión de la adquisición de participaciones preferentes de BBVA el 4-5-06 había suscrito un contrato depósito y administración de valores”.*

La falta de soporte documental convertía en necesidad el sistema de registro, y desde el inicio se optó por centralizar la gestión del sistema de registro en el SCLV, al menos desde la redacción del RD 116792, que estableció definitivamente el sistema de doble escalón. Con ello se trata de indicar simplemente que la responsabilidad que examina es la que concierne a la Sociedad de Sistemas, estrictamente por la llevanza del registro contable de valores, sin entrar en el estudio de cualquier otra obligación que no tenga relación con la función antedicha, por ello las referencias a la negociación o liquidación son las estrictamente necesarias. También que el estudio queda acotado a la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por la llevanza del registro contable, partiendo de la existencia del doble escalón que obliga a distinguir las obligaciones que corresponden a la Sociedad de Sistemas de las que conciernen a las entidades participantes.

---

<sup>375</sup> En el apartado 1.2.4 del Folleto Informativo Completo y Anexos; Emisión de Aportaciones Financieras Subordinadas Eroski de Eroski S. Coop., se citaba expresamente que *“Las AFSE estarán representados por anotaciones en cuenta, designándose al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (SCLV), o a la Entidad que lo sustituya, junto con sus Entidades Adheridas, en los términos establecidos en las normas vigentes en cada momento, como entidad encargada de la llevanza del registro contable de las AFSE.”.*

El art. 7 LMV estableció las líneas maestras de la llevanza del registro contable, aunque la evolución de los mercados de valores originó que derivase hacia un modelo más complejo. No se modificó el artículo 7, pero la entrada en escena de las Entidades de Contrapartida Central (ECC)<sup>376</sup> supuso una división de funciones. Hasta entonces, la liquidación, compensación y registro iban a corresponder al SCLV, y al CADE si se trataba de deuda pública. Con la creación de BME Clearing<sup>377</sup>, ésta asumiría las funciones de compensación y liquidación, aunque compartida en ocasiones con la Sociedad de Sistemas según el tipo de operación.

Volviendo a la responsabilidad, el citado artículo 7 LMV también contenía unas previsiones para la llevanza del registro contable de carácter general, y referido al sistema de registro en general, no se contemplaba la intervención de otras entidades como las ECC, ni las fases de la post contratación actuales. El párrafo contenía alusiones a hechos como inexactitudes y retrasos e incumplimientos legales al hablar de *“infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros”*, y, aunque no lo mencionase, también afectaba a las relaciones contractuales entre el SCLV y las entidades adheridas, aspectos estos que no han variado y que actualmente debe comprender a todos los que intervienen en la fase de post contratación. La expresión *“frente a quienes resulten perjudicados”*, que se mantiene en el texto vigente, no deja lugar a dudas en cuanto a quién afecta, porque no hace exclusión alguna, ni de los emisores, ni de las entidades participantes, ni de titulares de las cuentas o terceros sin vínculo contractual con el DCV.

Aquella redacción contemplaba una causa de exoneración: *“salvo culpa exclusiva de los perjudicados”*, y perjudicados, como se acaba de decir, podían serlo tanto las

---

<sup>376</sup> La necesidad de contar con las Entidades de Contrapartida Central se introdujo en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, añadiendo el art. 44 ter a la LMV.

<sup>377</sup> Inicialmente BME Clearing comenzó a operar en el mercado de derivados. Véase la revista *Bolsas y Mercados*; Madrid, 1<sup>er</sup> trimestre 2014, pág. 75: *“En España, hasta la reciente creación de BME Clearing era MEFF (la Sociedad Rectora de Productos Derivados, perteneciente al Grupo BME) quien reunía la condición tanto de mercado oficial como de Entidad de Contrapartida Central (ECC) actuando en el mercado de derivados. Como consecuencia de la separación de funciones dispuesta por la nueva legislación desde finales de 2013 MEFF sólo se responsabiliza de la actividad de mercado como Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados y BME Clearing gestiona la actividad de la ECC”*.

emisoras, como las entidades participantes, con quienes existía relación contractual, o ser perjudicados los titulares de los valores sin vínculo contractual con el entonces SCLV.

Ese modelo de responsabilidad instaurado inicialmente en el art. 7 LMV, implantando la responsabilidad de los encargados de llevar el registro contable en los casos de *falta de anotación, inexactitudes y retrasos*, con los efectos de responder “*salvo culpa exclusiva del perjudicado*”, seguía criterios próximos a la responsabilidad objetiva<sup>378</sup>. No contemplaba la concurrencia de culpas, sólo cabía la exoneración de la responsabilidad por culpa exclusiva de la víctima.

Para observar el contraste con el modelo actual, conviene partir de aquella redacción del art. 7 LMV, que establecía la culpa de los responsables del registro pero limitaba las causas de exoneración, recordando la doctrina<sup>379</sup> que ha señalado como características de la responsabilidad objetiva las siguientes:

---

<sup>378</sup> Esta responsabilidad fue calificada como objetiva por quienes trataron las anotaciones en cuenta: GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco. *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*. (Obra citada), pág.172. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*. Ed. Aranzadi, Pamplona 1997; pág. 112, para quien la LMV y el RD 116/1992, “*configuran un régimen de responsabilidad civil objetiva relativo a la actividad de las Entidades encargadas de los registros. Estos artículos hacen una enumeración «numerus apertus» de los supuestos de hecho que harán surgir esta responsabilidad y así se refieren a la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, a la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros*”. HERNÁNDEZ SÁINZ, Esther: *Las entidades encargadas de los registros de anotaciones en cuenta: organización y régimen de responsabilidad*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 61, enero-marzo (1996), pp. 63 a 104. ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 370.

<sup>379</sup> BLASCO GASCÓ, Francisco de Paula: *Contestaciones al programa de Derecho civil Tomo II para acceso a las carreras judicial y fiscal*. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia 2011, Tema 69/1, resumiendo la doctrina sobre ello. REGLERO CAMPOS, L. Fernando: *Tratado de responsabilidad civil*. Obra citada, Tomo I, pág. 71; y pág. 265 y ss. especialmente en pág. 307 donde trata sobre el concepto de responsabilidad objetiva en el que matiza que no es totalmente exacto que siempre se refiera a la responsabilidad sin mediar culpa, sino que se construye la responsabilidad objetiva sobre la base de “*si existe alguna razón para que sea la víctima la que deba soportar el daño*”. DIEZ PICAZO, Luis: *Derecho de daños* (obra citada), pág. 108, acoge en su obra la teoría del riesgo: “*La llamada doctrina del riesgo se formula estableciendo que toda actividad que crea para los demás un riesgo especial, hace al autor de tal actividad responsable del daño que dentro de ese marco de riesgo se pueda causar, sin que haya que buscar si ha existido o no culpa por su parte. Se justifica con una elemental idea de justicia: si con su actividad una persona se procura un beneficio es justo que repare los daños que causa*”. Pueden citarse otros autores que parten de un concepto similar de la responsabilidad objetiva en sus trabajos, como SALVADOR CODERCH, Pablo; GAROUPA, Nuno y GÓMEZ LIGÜERRE, Carlos: *El círculo de responsables*. In Dret, nº 4, 2.005, pág. 3. PAPAYANNIS, Diego M: *La responsabilidad civil como asignación de pérdidas*, InDret, nº 1, 2.014, pág. 14, quien hace un examen sobre el coste de la responsabilidad objetiva y por culpa. RODRÍGUEZ ROSADO, Bruno: *Los*

1ª.- *La responsabilidad se atribuye por razón de la actividad desarrollada, independientemente de que el agente haya o no incurrido en culpa.*

2ª.- *El Tribunal Supremo ha reiterado que los casos de responsabilidad objetiva han de estar previamente determinados por una norma legal, pues en nuestro sistema sigue rigiendo el principio de la culpa ex art. 1.902 C.C.*

3ª.- *Las causas de exoneración de la responsabilidad son tasadas y son: la culpa exclusiva de la víctima y la fuerza mayor.*

Aquella regulación del art. 7 LMV se aproximaba a la responsabilidad objetiva porque la Sociedad de Sistemas no podía exonerarse de responsabilidad por caso fortuito<sup>380</sup> al tener que probar la culpa exclusiva del perjudicado, que llevaba aparejado que debiese responder también en los casos dudosos.

Cont. \_\_\_\_\_

*sistemas de responsabilidad contractual: entre la "strict liability" y la responsabilidad por culpa.* Revista de Derecho Civil, vol. I, núm. 4 (octubre-diciembre, 2014), págs. 155-187, quien enlaza la responsabilidad con las obligaciones de medios y de resultado, con la particularidad de ser una de las características que se señalan del registro contable, por lo que resulta conveniente tenerlo en cuenta. También MARTÍN CASALS, Miquel: *Una primera aproximación a los "Principios de Derecho europeo de la responsabilidad civil"*. InDret, nº 2, 2.005, pág. 15, para quien dichos principios descansan fundamentalmente sobre la responsabilidad basada en el riesgo.

<sup>380</sup>. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico* (obra citada, pág. 113), quien mantiene que *"la responsabilidad se desprenderá del dolo, de la mera culpa e incluso del caso fortuito. Es decir que la entidad encargada responde por su malicia o negligencia y también cuando el origen de éstos no sea debido a una actitud dolosa o culposa de la Entidad –subsiste el nexo de causalidad, pero no el elemento psicológico-. Ahora bien, cuando el perjuicio tenga su origen en un caso de fuerza mayor habrá ausencia de vínculo –tanto subjetivo, como causal- entre el actuar de la Entidad encargada y el hecho perjudicial, por lo que no procederá la atribución de responsabilidad a dicha Entidad, ya que tal atribución sería difícilmente explicable"*. Tampoco es de extrañar que este autor, dijese, refiriéndose a la responsabilidad que *"Este rigor viene justificado por la importancia de las facultades y atribuciones conferidas a estas entidades que constituyen una pieza clave en el sistema de anotaciones en cuenta"*. En nota a pie de página alude a las opiniones encontradas de SANTOS MARTÍNEZ y de DÍAZ MORENO, sobre algunos supuestos en los que debería responder, o no, por fuerza mayor. El problema recae sobre los ejemplos que allí describe como el colapso de las líneas telefónicas, los cortes de electricidad o la entrada de un virus informático. En opinión de Martínez Echevarría, con la que coincido, no se trataría de verdaderos casos de fuerza mayor, pudiendo subsumirse en los de hecho fortuito, dado que pueden y deben ser previstos, y por ello no podían eximir de responsabilidad al SCLV. HERNÁNDEZ SÁINZ, Esther: *Las entidades encargadas de los registros de anotaciones en cuenta: organización y régimen de responsabilidad.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 61, enero-marzo (1996), pp. 90. *"La Ley les imputa esa responsabilidad en función del criterio objetivo del riesgo profesional dentro del cual cabe el caso fortuito y no la fuerza mayor, que es un suceso que se origina fuera de la empresa y que por ser inevitable es irrelevante si ha previsto o no"*. Sobre el hecho fortuito véase a DE ÁNGEL

Y respecto de la responsabilidad objetiva cabe decir que la dicción literal del art. 1902 del Código Civil, atiende a la responsabilidad por culpa de los sujetos a quienes se atribuya la acción u omisión, la objetivación de la responsabilidad no es la formalmente descrita en el Código civil, aunque desde el citado precepto la doctrina y la jurisprudencia han ido construyendo la responsabilidad objetiva<sup>381</sup>. Pero señala ROCA TRÍAS<sup>382</sup> que *“El estudio de la doctrina del Tribunal Supremo muestra evolución en vaivén, puesto que si bien a partir de principios del siglo XX existe una clara tendencia en convertir la responsabilidad por culpa en responsabilidad objetiva, al considerar que un criterio de este tipo resulta más protector de las víctimas, que presenta su punto álgido en la jurisprudencia de los años 90 y sobre todo, en lo que se refiere a la imputación de los accidentes de trabajo, en la actualidad se está produciendo una vuelta a al criterio de imputación por «culpa», es decir, se vuelve a la interpretación genuina del artículo 1902 CC huyendo de criterios objetivadores”*.

Esta autora cita, entre otras, la sentencia del Tribunal Supremo, la STS 64/2011 de 9 febrero (ECLI: ES:TS:2011:560), que fundamenta su opinión y de la que merece la pena reproducir parcialmente su Fundamento Jurídico Cuarto, que en su apartado B) señala:

*“La sentencia no pone a cargo de la recurrente una responsabilidad de naturaleza objetiva en cuanto no se le responsabiliza exclusivamente por el resultado alcanzado, sino una responsabilidad de tipo subjetivo, que es el sistema común de responsabilidad de nuestro CC, la cual declara tras considerar probado el cumplimiento de los requisitos exigidos por el artículo 1902 del CC, de daño, culpa y relación de causalidad, actuando en la apreciación de todos ellos con arreglo a la*

Cont. \_\_\_\_\_

YAGÜEZ, Ricardo: *Tratado de Responsabilidad Civil*. Ed. Civitas, Madrid 1993, pág. 302 y siguientes y las abundantes sentencias que cita.

<sup>381</sup> DÍEZ PICAZO, I.: *Derecho de daños* (citado), págs. 115 y ss. Siguiendo al anterior: BASOZABAL ARRUE, Xabier: *Responsabilidad extracontractual objetiva: parte general*; BOE, Madrid 2015. ROCA TRÍAS, Encarnación: *El riesgo como criterio de imputación subjetiva del daño en la Jurisprudencia del Tribunal Supremo Español*. InDret nº 4. REGLERO CAMPOS, L. Fernando *Obra citada*, Tomo I, pág. 308.

<sup>382</sup> ROCA TRÍAS, Encarnación: *El riesgo como criterio de imputación subjetiva del daño en la Jurisprudencia del Tribunal Supremo Español*. (citado). Pág. 3.

*doctrina antes expuesta, incluyendo la posibilidad de imputar objetivamente el resultado a la conducta imprudente constatada y consistente en la omisión de las medidas de seguridad necesarias para prever un riesgo previsible, creado por la propia demandada y distinto al que era inherente a la práctica deportiva”.*

También se debe destacar que doctrina y jurisprudencia han señalado que la responsabilidad objetiva ha de responder siempre a una habilitación de la norma legal<sup>383</sup> que expresamente contemple esta modificación de la responsabilidad. El art. 7 último párrafo de la redacción original de la LMV, modificaba el régimen general de responsabilidad de los sujetos encargados del registro al limitar las causas de exoneración a la culpa exclusiva de los perjudicados, y por ello se ha tildado de próxima a la responsabilidad objetiva, pero sin que llegase a tal extremo. Dado que no es el supuesto vigente, quedan simplemente estas líneas para establecer la diferencia entre cómo se formuló la responsabilidad en la redacción inicial de la LMV y qué régimen existe en la actualidad.

### *1.2.2. La regla actual de responsabilidad del art. 8.4 TRLMV.*

El régimen de responsabilidad descrito se mantuvo hasta la reforma introducida por la Ley 11/2015, de 18 de junio, que recoge también el texto vigente, contenido en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto

---

<sup>383</sup> Véase REGLERO CAMPOS, L. Fernando Obra citada, Tomo I, pág. 74., en pág. 296 sobre la culpa como criterio de imputación y en, ya en concreto, en la pág. 308: *“La responsabilidad sin falta se funda sobre una prohibición inflexible que reprime un resultado dañoso”*. Matiza el autor, que en muchos casos no se trata sólo de responder sin culpa, sino que la norma reduce en algunos supuestos los cauces de defensa del autor del daño. Añade que, para apreciar la responsabilidad, es necesario que, *“el hecho dañoso se haya verificado dentro del ámbito de aplicación de la ley especial que instituye un sistema objetivo de responsabilidad”*, como se observa en las diferentes leyes que han optado por sistemas objetivos o cuasi objetivos, como la Ley de Uso y Circulación de Vehículos a Motor de 24 de diciembre de 1962, o la Ley de Navegación aérea de 21 de julio de 1960, entre otras. DE ÁNGEL YAGÜEZ, Ricardo: *Tratado de Responsabilidad Civil* (obra citada), pág. 54, y 160 y ss., donde entra detalladamente en la problemática de la construcción doctrinal.

refundido de la Ley del Mercado de Valores, por lo que se transcribe con su numeración actual:

*Art. 8.4 LMV:*

*Las entidades a las que se refiere este artículo responderán frente a quienes resulten perjudicados por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales. El resarcimiento de los daños causados, en la medida de lo posible, habrá de hacerse efectivo en especie.*

El examen de dicha norma, debe tener en cuenta las siguientes características:

- a) *La determinación de la responsabilidad civil corresponde a la legislación nacional.*
- b) *El Reglamento UE 909/2014, se dirige a distintos sistemas de llevanza del registro contable.*

En cuanto a la a) se ha dicho en §5.1.A y §6.1.1 que el sistema de registro es competencia nacional, y también lo es la atribución de derechos sobre la propiedad de los valores anotados<sup>384</sup> y el sistema de responsabilidad civil. También se ha dicho en el epígrafe anterior que sistema varió con la entrada de lasa ECC, a lo que debe añadirse que el Reglamento UE 909/2014 y los Reglamentos Delegados, han impuesto nuevas obligaciones a los DCV, que han de ser tomadas en cuenta.

En lo referente a la b), y sobre la responsabilidad, se hace hincapié en el Considerando 39 del Reglamento UE 909/2014, para recordar que existen distintos sistemas de tenencia que pueden afectar a la responsabilidad<sup>385</sup>, pudiendo recaer la

---

<sup>384</sup> Considerando 57, Reglamento UE 909/2014: *“Ante el aumento de la tenencia y las transferencias transfronterizas de valores, que el presente Reglamento contribuirá a impulsar, es de máxima urgencia e importancia que se establezcan normas claras sobre la legislación aplicable a los aspectos relativos a los derechos de propiedad en relación con los valores registrados en cuentas mantenidas por DCV. No obstante, esta es una cuestión horizontal que trasciende del ámbito de aplicación del presente Reglamento y que podría regularse en una futura legislación de la Unión.*

<sup>385</sup> Considerando 39, Reglamento 909/2014: *“El presente Reglamento no debe impedir que los Estados miembros que autoricen los sistemas de tenencia directa puedan disponer en sus respectivas legislaciones nacionales que otras partes, además de los DCV, desempeñarán o podrán desempeñar determinadas funciones que en otros tipos de sistemas de tenencia de valores son desempeñadas*

responsabilidad sólo sobre el DCV o compartirla con otros participantes o DCV registradores. Debe aclararse, según se desprende de artículos, como el art. 30 del Reglamento UE 909/2014, “que la externalización no entrañe una delegación de su responsabilidad”. Al respecto cabe indicar que la Sociedad de Sistemas ha externalizado la liquidación propiamente dicha, mediante acuerdo entre la Sociedad de Sistemas y *Target2 Securities* (véase §6.5.1.D donde se describen los acuerdos entre la Sociedad de Sistemas y la plataforma de liquidación). La plataforma *Target2* no es un DCV, sólo liquida por cuenta de los DCV y participantes, no es proveedor ni mantenedor de cuentas que siguen correspondiendo a los DCV y participantes<sup>386</sup>.

También es preciso observar el art. 31 de dicho Reglamento, sobre la obligación de definir en la legislación aplicable el grado de responsabilidad de otras personas jurídicas encargadas del registro de anotaciones en cuenta<sup>387</sup>, pues concierne al sistema de doble escalón adoptado por la LMV. En cualquier caso, debe hacerse respetando los niveles de seguridad jurídica que demanda el art. 38 de este *Reglamento UE 909/2014*, y advirtiendo a los clientes “de los costes y riesgos asociados a cada opción, según el nivel de segregación de los valores, que, en nuestro sistema, es visible en el doble escalón, registro central y de detalle, pero con la posibilidad de llevar directamente cuentas la Sociedad de Sistemas.

Esta aclaración sobre los riesgos jurídicos, asociado a los tipos de cuentas que se ofrecen, al que obliga el art. 38 del Reglamento UE 909/2014, se encuentra desarrollada

Cont. \_\_\_\_\_

*normalmente por DCV .../... Por ello debe ser posible, en circunstancias específicas y cumpliendo normas estrictas establecidas en disposiciones legales, disponer que el DCV y la otra parte de que se trate compartan la responsabilidad, o bien disponer que la responsabilidad exclusiva respecto de ciertos aspectos relacionados con el mantenimiento de cuentas de valores en el nivel más alto recaiga en esa otra parte, siempre que ésta esté sujeta a una regulación y supervisión adecuadas. No conviene establecer restricciones respecto de la medida en que se comparte la responsabilidad”.*

<sup>386</sup> Art. 30.1, Reglamento UE 909/2014: “Los DCV que externalicen a terceros servicios o actividades seguirán siendo plenamente responsables del cumplimiento de todas las obligaciones que les incumben con arreglo al presente Reglamento y deberán cumplir en todo momento las condiciones siguientes: a) que la externalización no entrañe una delegación de su responsabilidad”.

<sup>387</sup> Art. 31.1 Reglamento UE 909/2014: *No obstante lo dispuesto en el artículo 30 y, cuando la legislación nacional así lo exija, una persona distinta del DCV podrá ser responsable del registro de anotaciones en las cuentas de valores mantenidas por el DCV.*

en el art. 28 del RD 878/2015, que atribuye a los encargados la responsabilidad que les sea directamente aplicable:

*Artículo 28. Responsabilidad.*

1. *La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, el incumplimiento intencionado o por negligencia de las reglas establecidas para la llevanza de los registros, dará lugar a la **responsabilidad de las entidades encargadas del registro contable, o en su caso, de las entidades participantes, incumplidoras** frente a quien resulte perjudicado.*

2. *Los **depositarios centrales de valores responderán de los perjuicios que les sean directamente imputables**, sin perjuicio de las responsabilidades en que puedan incurrir por la falta de la debida diligencia en el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control del sistema.*

No es el único precepto del RD 878/2015 a tener presente, pues en diversos artículos detalla las funciones que corresponden a cada uno de ellos, DCV y participantes, por lo que no deben perderse de vista los arts. 20, 22, 24 a 26 y fundamentalmente 31 a 34, donde se establece el modo de llevar las cuentas en registro central de los DCV, los de detalle y las reglas de inscripción, bloqueo y cancelación de anotaciones.

Establecido a grandes rasgos el sistema de registro contable nacional, sobre lo dicho debe aplicarse la norma de responsabilidad, el art. 8.4 de la LMV, considerando supuestos originadores de responsabilidad aplicables a todos los encargados del registro contable: *“la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, inexactitudes y retrasos”*. La norma se refiere claramente a la llevanza del registro contable y tiene una cláusula general, a modo de cláusula de cierre<sup>388</sup>: *“y, en general, por el incumplimiento*

---

<sup>388</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*. Ed. Aranzadi, Pamplona 1997; pág. 112, para quien la LMV y el anterior RD 116/1992, *“hacen una enumeración «numerus apertus» de los supuestos de hecho que harán surgir esta responsabilidad y así se refieren a la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las*

*intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales*<sup>389</sup>. En ambos casos hace responder a las entidades encargadas<sup>390</sup> *“frente a quienes resulten perjudicados”*. Si la responsabilidad por falta de práctica, inexactitudes y retrasos ya la contempla expresamente la norma, este supuesto general de cierre será de aplicación a todos los hechos y obligaciones que deban cumplir los encargados del registro y que no deriven estrictamente de la llevanza de registro contable.

Dos son los cambios que pueden observarse en la actual redacción del art. 8.4 LMV. De un lado, la eliminación de la “culpa exclusiva del perjudicado”, como causa de exoneración, con las consecuencias que a continuación se detallan. De otro lado, también cambió desde *“la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros”*, que apuntaba claramente a las referidas al propio registro contable, por la expresión “y,

Cont. \_\_\_\_\_

*inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, a la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros”*.

<sup>389</sup> Este cambio parece provenir del tratamiento que sobre la responsabilidad se estableció en la *Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985*, sobre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y que se mantuvo en la *Directiva 65/2009/CEE*, según consta en el apartado 4.3.1 de la *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. Normativa aplicable a los depositarios de OICVM en los Estados miembros: estudio y posible evolución*; Bruselas, 30.03.2004 COM (2004) 207 final: *“La inseguridad legal también resulta de la mezcla de obligaciones legales específicas de los depositarios y de la jurisprudencia civil en sentido amplio. Éste es especialmente el caso en las jurisdicciones, donde el principio de la responsabilidad del depositario con arreglo a la Directiva (“incumplimiento injustificable a la hora de llevar a cabo... o ejecución incorrecta”) está, explícitamente o no, sujeto a limitaciones o derogaciones. Los pequeños inversores corren realmente un riesgo (y un coste) que a priori está oculto para ellos”*. Debe hacerse constar que el texto de las dos Directivas citadas no habla literalmente de incumplimiento injustificado, dicha expresión sólo aparece en la citada Comunicación de la Comisión.

<sup>390</sup> (Véase §5.2.5. B y C) Entre el cliente y la entidad adherida existe una relación de mandato, que puede ser reputada de comisión de conformidad con el art. 244 del Código de Comercio, que ha de tenerse presente en las relaciones entre ambos, incluyendo los hechos que atañen al registro contable y que tengan incidencia en los supuestos de responsabilidad de las entidades adheridas. En todo caso, en el supuesto de las cuentas individuales de terceros a cargo de la Sociedad de Sistemas, ésta se obliga con la entidad adherida a realizar una prestación directamente en favor de tercero, del titular de los valores. Véase RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*. Ed. Marcial Pons, Madrid 204; pág. 195. LÓPEZ SANTANA, Nieves: *El contrato bancario de administración de valores*. Ed. Universidad de Sevilla. 2002, pág. 290, para quien las entidades participantes suman a la condición de mandatarios la de depositarios de los valores frente a sus clientes, no hay relación directa con la Sociedad de Sistemas. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: *Los contratos de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores*, en “Instituciones del Mercado Financiero”, (Alonso Ureba y Martínez Simancas, directores), Madrid, 1999.

*en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”, colocada tras las referentes a la estricta llevanza del registro contable.*

Basta con comparar ambos textos y recordar lo dicho en el sub epígrafe anterior:

c) Redacción inicial de la LMV de 1988:

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

d) Redacción tras la reforma hecha por la Ley 11/2015 que se mantiene:

*Las entidades a las que se refiere este artículo responderán frente a quienes resulten perjudicados, por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales.*

El cambio se produjo en la *Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión*, no constaba en el texto del Proyecto de Ley, fue fruto de la introducción de una enmienda, que abarcaba numerosos artículos de la Ley del Mercado de Valores sobre el proyecto, realizada durante la tramitación en el Congreso de los Diputados. Las razones de dicho cambio no se expresan con claridad en la justificación de la enmienda, pues englobó muchos preceptos de la LMV y se motivó conjuntamente sobre todos los cambios que se propusieron<sup>391</sup>.

---

<sup>391</sup> El Proyecto de Ley de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (BOCG. Congreso de los Diputados Núm. A-136-1 de 13/03/2015), no contenía previsión alguna de modificación del art. 7 de la LMV. El texto que resultó definitivo y aprobado se introdujo mediante la enmienda nº 73 del Grupo Parlamentario Popular en el Congreso (BOCG. Congreso de los Diputados Núm. A-136-2 de 28/04/2015, pág. 50). La enmienda abarcaba varios artículos de la Ley del Mercado de Valores, no sólo el texto del entonces art. 7, y la motivación de los cambios que se proyectaban se hizo conjuntamente a todos ellos, como puede observarse en el texto: *“JUSTIFICACIÓN. Mediante esta enmienda se pretende modificar la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en aquellos ámbitos*

La falta de concreción de la enmienda, en lo que se refiere a la responsabilidad, priva de tener un conocimiento de la motivación de dicho cambio, aunque no puede descartarse, como hace la propia enmienda, que, ante la avalancha de modificaciones y nuevas obligaciones derivadas del *Reglamento (UE) n.º 909/2014*, y la crisis económica del momento, se optase por suavizar el régimen de responsabilidad.

Se partía de una responsabilidad cuasi objetiva, que afectaba a cualquier incumplimiento referido a la llevanza del registro contable. La limitación de responsabilidad por culpa exclusiva del perjudicado se hallaba al final de la frase,

Cont. \_\_\_\_\_

*necesarios para llevar a cabo la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores españoles. El sistema de compensación, liquidación y registro de valores es un elemento fundamental para todo sistema financiero y engloba todas las actividades de la fase poscontratación que tienen lugar tras la negociación de los valores, y que en esencia culminan con el cambio de titularidad de los valores, el registro de los mismos y el intercambio de valores por efectivo. Dicho sistema debe reformarse por dos motivos. Por un lado, debe adaptarse el mismo al Reglamento europeo de depositarios centrales de valores (Reglamento (UE) n.º 909/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012). Por otro lado, el sistema debe permitir la integración depositario central de valores español en la infraestructura paneuropea de poscontratación promovida por el Eurosistema denominada Target2-Securities (T2S. La reforma favorecerá, homogeneizará y mejorará la competitividad de nuestros mercados e infraestructuras en un entorno progresivamente liberalizado en el marco de la Unión Europea. Además, resulta imprescindible para la consecución de los anteriores objetivos que el nuevo sistema de poscontratación sea una realidad antes del final del año 2015, siendo la reforma legal aquí incluida su pilar fundamental a la que seguirán los correspondientes desarrollos normativos, técnicos y operativos. Para cumplir con lo señalado anteriormente se incluye en la enmienda propuesta una serie de modificaciones que deben ser consideradas de forma global ya que constituyen las bases del nuevo sistema. En esta línea, se destacan los siguientes cambios. En primer lugar, se llevan a cabo una serie de ajustes en materia de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta. En segundo lugar, se clarifica la estructura y funcionamiento del sistema español de registro de valores conformando el llamado sistema de doble escalón en el que, en el primer escalón se encuentra en un registro central gestionado por el depositario central de valores mientras que el segundo escalón está compuesto por los denominados registros de detalle que gestionan las entidades participantes en dicho depositario. En este sentido, se clarifica la aplicación de la regla de prorrata y se incide sobre el paso fundamental de un sistema basado en las llamadas referencias de registro a un sistema basado en saldos de valores. En tercer lugar, se adaptan las cuestiones relativas a la liquidación de valores y al régimen jurídico de los depositarios centrales de valores a lo dispuesto en el Reglamento UE 909/2014, de 23 de julio. En concreto, la ley atribuye expresamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la responsabilidad de autorización y supervisión de los depositarios centrales de valores. En cuarto lugar, se clarifican una serie de momentos fundamentales en la cadena de poscontratación, así como se establecen mecanismos para asegurar la ordenada liquidación de las operaciones mitigando el riesgo sistémico. Destaca también la creación de un sistema específico de información para la supervisión de la compensación, liquidación y registro de valores cuyo objetivo último es permitir la trazabilidad de las transacciones, la transmisión de la información necesaria para la poscontratación, el control de los riesgos y garantías, la correcta llevanza de los dos niveles de registro y la correcta liquidación de las operaciones. Finalmente, como consecuencia de todo lo anterior, se establece el régimen de supervisión, inspección y sanción para garantizar el cumplimiento de las novedades introducidas en la ley y en el citado reglamento europeo”.*

comprendía tanto los retrasos e inexactitudes como cualquier infracción de reglas pues la referencia a la infracción de carácter general era previa a la obligación de llevar el registro sin incorrecciones y a la causa de exoneración. Tras eliminar la expresión sobre la limitación de exoneración del art. 8 LMV, “*salvo culpa exclusiva del perjudicado*”, no hay diferenciación con el régimen general de responsabilidad, pasando a ser la prevista en el Código Civil.

La dicción actual, parece poner más énfasis en los incumplimientos referentes a la llevanza del registro contable por: “*falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos*”, que debe examinarse a la luz de la naturaleza de la propia obligación de anotar, como se verá en §6.3. Para el resto de incumplimientos, matiza la ley que deben responder “*en general, por el incumplimientos intencionados o negligencia de sus obligaciones legales*”.

Conforme al actual art. 8.4 LMV, la supresión de la responsabilidad “*salvo culpa exclusiva del perjudicado*”, y la introducción al final del párrafo de la expresión “*y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales*<sup>392</sup>”, parece diferenciar la responsabilidad por la estricta llevanza del registro contable, abandonando la responsabilidad cuasi objetiva y volviendo a la responsabilidad por culpa<sup>393</sup> presente en el Código civil. En principio parece un sistema

---

<sup>392</sup> El texto citado anteriormente “*COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO EUROPEO. Normativa aplicable a los depositarios de OICVM en los Estados miembros: estudio y posible evolución*” COM (2004) 207 final, pág. 8, también advertía sobre esta responsabilidad por incumplimiento: *La inseguridad legal también resulta de la mezcla de obligaciones legales específicas de los depositarios y de la jurisprudencia civil en sentido amplio. Éste es especialmente el caso en las jurisdicciones, donde el principio de la responsabilidad del depositario con arreglo a la Directiva (“incumplimiento injustificable a la hora de llevar a cabo... o ejecución incorrecta”) está, explícitamente o no, sujeto a limitaciones o derogaciones. Los pequeños inversores corren realmente un riesgo (y un coste) que a priori está oculto para ellos.*

<sup>393</sup> DÍEZ-PICAZO, Luis, en Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; *La responsabilidad civil extracontractual*. Ed. Civitas, Tomo V, 2011, pág. 253. Un ejemplo de la búsqueda de limitación de responsabilidad por la vía de restringir la estricta aplicación de la responsabilidad por culpa puede verse en PAZ-ARES, Cándido: *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*. InDret nº 4. Pág. 31. Hablando de la responsabilidad de los administradores de las sociedades, sostiene que no debe rebajarse la responsabilidad sobre los aspectos formales y de obligado cumplimiento, pero sí debe dejarse fuera de la responsabilidad estricta por culpa, o negligencia salvo que sea grave, debiendo “*proteger la discrecionalidad técnica de los administradores*” pues en caso contrario ni habría interés en ser administrador, ni en iniciar negocios, ni habría innovación, ni asunción de riesgos, si

de responsabilidad menos gravoso, pero la aparición de una abundante legislación europea, debida al Reglamento UE 909/2014, y los Reglamentos delegados y de ejecución, supone que esas obligaciones legales que deben cumplir los DCV también hayan aumentado en número y complejidad y pueden afectar a la responsabilidad.

La aplicación de la segunda parte del art. 8.4, la norma de cierre de atribución de responsabilidad, debe realizarse observando las diferentes situaciones, con tratamiento diferenciado cuando proceda, en los sucesivos apartados, porque el incumplimiento intencionado hace referencia a la infracción de las obligaciones contractuales o legales, y la negligencia se refiere a la falta de cuidado o agilidad en el cumplimiento de las obligaciones, que puede entrar tanto en el quebrantamiento de obligaciones legales o contractuales como en la esfera de la responsabilidad extracontractual.

Viene a cuenta, porque del examen del art. 8.4 LMV, surgen tanto obligaciones contractuales (con los emisores y participantes), como extracontractuales (con los titulares de las cuentas). De la norma también parecen deducirse dos supuestos: el primero hace referencia a la propia obligación de anotar y cómo debe realizarse el mismo, la estricta llevanza del registro contable, pues debe producirse la inscripción exacta y en el tiempo señalado por las normas. También entra, la exacta anotación en tiempo y forma, que tiene mayor relevancia en las transmisiones a través del mercado al estar sujetas a plazo en las normas del mercado. La exactitud de la inscripción se refiere a los saldos de valores que se anotan y otros datos necesarios, como la titularidad de los valores y demás circunstancias que deban ser objeto de inscripción, recayendo la obligación sobre el encargado de realizar la inscripción, a quien se impone también la obligación de mantener la integridad de la emisión y la prohibición de crear valores.

En el primer supuesto debe determinarse si, conforme al art. 8.4 de la LMV, el hecho de no alcanzar el resultado es suficiente para que nazca la responsabilidad de la

Cont. \_\_\_\_\_

se debe responder y estar pendiente de la proliferación de acciones de responsabilidad que la simple culpa, tal cual está configurada en el Código Civil, fuese la regla a aplicar. Advierte también que la inmunidad frente a determinadas decisiones no puede ser generalizada,

Sociedad de Sistemas, o si opera la segunda parte de la norma y de qué modo resultaría aplicable.

El segundo supuesto se trata de una norma de cierre, general, pues el precepto dice: “y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”. Habrá que determinar cuál sea el alcance de ese precepto<sup>394</sup> en relación con las obligaciones de llevanza del registro contable que se estudia, que por la acotación del tema sólo se recogen las que corresponden a la Sociedad de Sistemas, quedan al margen las que se refieren a otras entidades que puedan intervenir como las ECC, sin perjuicio de las necesarias referencias cuando resulte procedente para su mejor comprensión.

Comparadas las dos redacciones, la inicial y la vigente, hasta la modificación introducida por la Ley 11/2015, la regla para estas obligaciones era la de la responsabilidad cuasi objetiva o cercana a la objetiva, pues los encargados del registro contable, sólo se liberaban de responsabilidad en el supuesto de *culpa exclusiva del perjudicado*, expresión en la que cabían como perjudicados las partes contractuales y los terceros.

En las actividades de la Sociedad de Sistemas, relacionadas con el registro contable (supervisión, suministro de datos, etc.), debe examinarse si la actual redacción, la responsabilidad en caso de *incumplimiento intencionado o por negligencia de las reglas establecidas para la llevanza de los registros*<sup>395</sup>, supone una exención de responsabilidad

---

<sup>394</sup> DÍEZ-PICAZO, Luis, en Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; *La responsabilidad civil extracontractual*. (obra citada), pág.253, alude al “carácter borroso del concepto de culpa, o como se lo quiera llamar, se predica sobre todo de la culpa entendida como imprudencia o negligencia, pues la aplicación en materia civil de las figuras del dolo, del dolo eventual y de la preterintencionalidad no es problemática”. Hablando de la teoría general de la culpa, al exponer las dos corrientes más significativas (pág. 263), alude a la posición *normativista*, por la que procede “decidir si el presunto culpable se encontraba en una situación que generara para él deberes respecto del perjudicado”.

<sup>395</sup> En la *Propuesta de anteproyecto de ley de modernización del Código Civil en materia de obligaciones y contratos* de la Comisión General de Codificación, en el Artículo 518-26, dice: *Pactos sobre el deber de indemnizar.1. Las partes pueden ampliar, reducir o suprimir el deber de indemnizar los daños en la forma que estimen procedente, y de acuerdo con los preceptos correspondientes de la Sección 3.ª del Capítulo IX de este Título.2. Son nulas las exclusiones o las limitaciones del deber de indemnizar los daños derivados de incumplimiento intencional.* Norma que en caso de llegar a aprobarse clarifica la redacción vigente del Código civil.

cuando se cumplen las reglas, o en los casos de hecho fortuito o fuerza mayor, como parece desprenderse del art. 8.4 LMV y el art. 28.1 del RD 878/2015, y precisar en su caso la diligencia exigible<sup>396</sup> conforme a las reglas generales de responsabilidad.

Sobre lo anterior, el art. 28.2 del RD 878/2015 matiza el art. 8.4 LMV, y considera que los DCV serán responsables *de los perjuicios que les sean directamente imputables*, de este modo, los daños de los que deba responder serán aquellos derivados de su propia actividad de registro, sin perjuicio de las otras obligaciones que asume y que se detallarán en su momento.

Pero sobre Sociedad de Sistemas recae también la obligación de determinar parte de las normas que regulan el funcionamiento del sistema de registro y otras funciones, para lo que está habilitada por el art. 101 de la LMV, y también se le impone el control y supervisión sobre el propio sistema. Por todo ello, no es descartable la asunción de responsabilidades más allá de la estricta función de registrar, aunque relacionadas con ésta. Se debe prestar atención a la posible responsabilidad por la defectuosa elaboración de las reglas de funcionamiento y protocolos contenidos en el Reglamento y Circulares y por la actividad de supervisión del sistema de registro que realiza la Sociedad de Sistemas.

El artículo 28 citado del RD 878/2015, atribuye a cada uno, Sociedad de Sistemas o participantes, la responsabilidad que le corresponde por la llevanza de las cuentas y anotaciones que les incumben, pues, a diferencia del art. 8 LMV, delimita la regla de responsabilidad al añadir *“o en su caso, de las entidades participantes, incumplidoras frente a quien resulte perjudicado”*, en el entendido de existir otros participantes responsables también de la llevanza del registro contable.

Conforme a lo anterior, los artículos 32 y 33 del RD 878/2015, establecen a quién le corresponde anotar y en qué cuentas. Por otro lado, el art. 34.1 determina que *“Las inscripciones y cancelaciones en las cuentas del registro central y de los registros de detalle*

---

<sup>396</sup> Sobre diligencia en el cumplimiento de las obligaciones, DÍEZ-PICAZO, Luis, en Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; *La responsabilidad civil extracontractual*. (obra citada), pág. 275.

*se producirán en virtud de abono o adeudo en la cuenta respectiva*". Los efectos que produce la anotación en cada tipo de cuenta se pueden ver en los arts. 34 y 35, pues no se inscriben los mismos datos, ni es idéntica la anotación si se trata de cuentas generales de terceros o cuentas de detalle. Esos artículos determinan que los efectos previstos en los artículos 11 a 13 de la LMV, se producen sobre las cuentas en las que se identifican a los titulares<sup>397</sup>, que son las de detalle con independencia de a quién corresponde llevarlas.

Concretando en lo que se refiere a la Sociedad de Sistemas, dichos efectos (legitimación, oponibilidad...) se producen sobre las cuentas propias de las entidades participantes y en las segregadas que deba llevar por haberlo acordado así con la participante a petición del cliente. Y según el art. 34.5 del Real Decreto, *"Las entidades participantes son responsables del adecuado registro de valores en las cuentas de detalle de terceros, siendo responsables de la integridad de los datos identificativos de cada una de ellas, así como de la exactitud de las inscripciones, desgloses y bloqueos practicados en dichas cuentas*. Esta diferenciación de los datos que se anotan según el tipo de cuenta debe considerarse y tratar de determinar qué responsabilidad alcanza a la Sociedad de Sistemas cuando efectúa las anotaciones en el registro central, en cuyas cuentas no se refleja la titularidad de los clientes de las entidades, a diferencia de la anotación en la cuenta de terceros (véase §6.3.7).

Pero es una obligación esencial mantener la integridad de las emisiones, impuesta a los DCV en el art. 37 del *Reglamento UE 909/2014* y en el art. 15 LMV, y también incumbe a las entidades participantes, pero sobre los DCV se impone el deber de supervisar la correcta atribución de titularidad y saldos, que forman parte de la anotación que realizan las participantes. La responsabilidad de las participantes por la exactitud de sus anotaciones puede alcanzar a la Sociedad de Sistemas, pues, el art. 28.2

---

<sup>397</sup> Art. 34.2 del RD 878/2015: *"La inscripción a nombre del titular que se produzca en las cuentas de los registros de detalle de las entidades participantes o, en las cuentas a que se refieren las letras a) y c) del artículo 32.1 y 32.2 en los registros a cargo del depositario central de valores, será la que produzca los efectos previstos en los artículos 11, 12 y 13 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre*.

del RD 878/2015, añade: “sin perjuicio de las responsabilidades en que puedan incurrir por la falta de la debida diligencia en el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control del sistema” (véase §6.7).

Todo ello lleva a tratar de delimitar qué alcance tienen los preceptos dedicados a las *funciones de seguimiento y control del sistema* de las que es responsable la Sociedad de Sistemas, en concreto, si además de responder por la integridad de la emisión debe responder por la exactitud de las titularidades y demás datos registrados en el segundo escalón. Conviene examinar en qué medida debe hacerlo, porque en las cuentas de terceros que lleva la Sociedad de Sistemas sólo conoce que existen titulares distintos. En este caso, los valores no pertenecen a la entidad participante sino a sus clientes y la responsabilidad de anotar correctamente es de las participantes, pero la Sociedad de Sistemas tiene la obligación de comprobar las cuentas de detalle llevadas por las entidades participantes con la “*debida diligencia*”.

Las cuestiones expuestas se tratan separadamente, pero previamente cabe añadir unas breves notas acerca de la responsabilidad por daños con carácter general, pues, en Derecho de daños, la tendencia actual en la imputación del daño, “*no es si el dañante se condujo de forma culpable o negligente cuanto si media una razón suficiente que justifique que sea la víctima quien debe soportarlo*”<sup>398</sup>. Esta tendencia doctrinal y jurisprudencial debe matizarse en cada supuesto concreto, examinando no sólo la atribución de responsabilidad, sino también si pueden aplicarse las causas de exoneración previstas en el Código Civil.

Sin perjuicio de precisar el alcance de la responsabilidad cuando proceda en los apartados siguientes, cabe hacer una breve introducción general sobre el tratamiento de la responsabilidad según la doctrina civil. La distinción entre responsabilidad

---

<sup>398</sup> REGLERO CAMPOS, L. Fernando: *Tratado de responsabilidad civil*. (Obra citada), pág. 72. DÍEZ-PICAZO, Luis, en *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; La responsabilidad civil extracontractual*. (obra citada), pág. 211. A lo dicho en el texto, debería sumarse la regla que se desprende de los arts. 1105, 1106 y 1107 del C.c., por los cuales el deudor de buena fe sólo responde “*en los límites del daño previsible en el momento de contratar; sólo el deudor doloso responde de todos los que conocidamente deriven de la falta de cumplimiento de la obligación*” (en la misma página citada).

contractual y extracontractual está siendo cuestionada modernamente desde el ámbito de los civilistas, siendo varios los autores que reclaman la unificación de ambos tipos de responsabilidad, pues *“las materias objeto de los diferentes procesos (basados en la responsabilidad contractual o la extracontractual), quedan reducidas, en la práctica, a problemas sobre prescripción de acciones y a los derivados de la constitución en la relación jurídico-procesal”*<sup>399</sup>.

Se ha dicho que la redacción actual del art. 8.4 LMV ha supuesto una vuelta a las reglas generales de responsabilidad, al eliminar la limitación según la cual sólo podía exonerarse por culpa exclusiva del perjudicado, por ello, aunque sea brevemente, conviene hacer un sucinto repaso a la doctrina y jurisprudencia sobre la responsabilidad.

Conforme a lo visto, la imputación tendrá su origen en la actuación de la Sociedad de Sistemas por las obligaciones que le corresponden, legales o contractuales. Pero, al cambiar el sistema de responsabilidad con la reforma de 2015, y pasar de una

---

<sup>399</sup> REGLERO CAMPOS, L. Fernando y BUSTOS LAGO, José Manuel (coordinadores): *Tratado de responsabilidad civil* (citado), pág. 159. Advierte que la coexistencia de ambas clases de responsabilidad no es fácil por la difícil adscripción a un tipo u otro de daños derivados del mismo presupuesto fáctico, así, habla de *“insatisfacción de la distinción. Ámbitos de responsabilidad unificados”* (pág. 166 y ss.). Pero también indica que el Tribunal Supremo *“ha simultaneado las diferentes teorías que se han barajado en los casos de concurrencia de responsabilidad contractual y extracontractual, sin adoptar una línea definida, tratando de dilucidar en los casos fronterizos si los daños reclamados en cada uno de ellos provenían del incumplimiento de un contrato o tenían un origen extracontractual”* (pág. 181). GONZÁLEZ HERNÁNDEZ, Rut: *Responsabilidad extracontractual y contractual: barrera entre ambas*. En *Anuario Jurídico y Económico Escurialense*, XLVI (2013), págs. 203 a 214. Examina la jurisprudencia del TS y la diferenciación entre una y otra responsabilidad, así como las zonas fronterizas entre ambas y la concurrencia de ambos tipos de responsabilidad. Es significativa la sentencia que cita: STS de 22 de diciembre de 2008, (ECLI: ES:TS:2008:7354), que contempla la distinción entre responsabilidad contractual y extracontractual, aunque la propia sentencia, después de diferenciar ambos tipos, advierte que: *“No cabe excluir la existencia de zonas mixtas, especialmente cuando el incumplimiento resulta de la reglamentación del contrato, pero se refiere a bienes de especial importancia, como la vida o integridad física, que pueden considerarse objeto de un deber general de protección que puede traducirse en el principio llamado a veces doctrinal y jurisprudencialmente de unidad de la culpa civil”*. Para Díez-Picazo, Luis, en *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; La responsabilidad civil extracontractual*. (obra citada), pág. 231, en caso de concurrencia de normas de responsabilidad contractual y extracontractual *“la manera correcta de resolver la concurrencia de normas .../... es considerar que siempre que entre las partes existe una relación contractual y el daño es consecuencia de cumplimiento defectuoso o del incumplimiento de cualquiera de los deberes contractuales que de dicha relación derivan, sean obligaciones expresamente pactadas o deberes accesorios de conducta nacidos de la buena fe, o de los usos de los negocios, la responsabilidad es de carácter contractual y los tribunales deben decirlo así, haciendo uso en lo necesario de la regla iura novit curia, una vez despejado el camino a través de la llamada tesis sustancialista en materia procesal”*.

responsabilidad próxima a la objetiva al sistema general de responsabilidad del C.c., la LMV introduce de nuevo el elemento subjetivo de la culpa, que, si bien en principio sólo se tiene presente en las obligaciones extracontractuales, se plantea su apreciación en las contractuales, llegando a lo que se ha denominado “*unidad de la culpa civil*”, así, en la STS de a veintinueve de Octubre de dos mil ocho, STS nº 5541/2008 (ECLI: ES:TS:2008:5541) <sup>400</sup>, en su Fundamento Jurídico Sexto dice:

*«La doctrina jurisprudencial ha alcanzado una posición que hoy puede calificarse de predominante, con referencia a la teoría denominada de "la unidad de la culpa civil", en cuya virtud el perjudicado por un comportamiento dañoso puede basar su pretensión contra el dañador con la invocación conjunta o cumulativa de la fundamentación jurídica propia de la responsabilidad extracontractual (artículo 1902 y concordantes del Código Civil) y la de la responsabilidad contractual (artículos 1101 y concordantes del mismo Cuerpo legal)».*

Esta doctrina es discutida por el profesor DÍEZ-PICAZO<sup>401</sup>, quien sostiene que:

*“la única manera de resolver el problema de la concurrencia de las normas de la responsabilidad contractual y de la extracontractual, es considerar que siempre que entre las partes existe una relación contractual y el daño es consecuencia del cumplimiento defectuosos o del incumplimiento de cualquiera de los deberes contractuales que de dicha relación derivan, sean obligaciones expresamente pactadas o deberes accesorios de conducta nacidos de la buena fe, o de los usos de los negocios, la responsabilidad es de carácter contractual y los tribunales deben declararlo así, haciendo uso en lo necesario de la regla “iura novit*

---

<sup>400</sup> Véase también la STS de 16 de diciembre de 1986 (ECLI: ES:TS:1986:7088), según la cual: “No basta que haya un contrato entre las partes para que la responsabilidad contractual opere necesariamente con exclusión de la culpa aquiliana, sino que se requiere para que ello suceda -como declara la sentencia de 9 de marzo de 1983- la realización de un hecho dentro de la rigurosa órbita de lo pactado y como desarrollo del contenido negocial”. Más reciente, sobre la doctrina de la unidad de culpa civil ha sido desarrollada por el Tribunal Supremo en las sentencias 108/1997, de 18 de febrero y 280/1999, de 8 de abril.

<sup>401</sup> DÍEZ-PICAZO, Luis: Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; *La responsabilidad civil extracontractual*. (obra citada), pág. 209 a 233, en especial en la página 231 donde establece sus conclusiones.

*curia”, una vez despejado el camino a través de la llamada tesis sustancialista en materia procesal.*

Cabe añadir otra reflexión que realiza el profesor DÍEZ-PICAZO. Señala que “*el sistema opcional es rigurosamente inaplicable en aquellos casos en que el contrato contenga reglas de conducta que comporten especiales sistemas de distribución de los riesgos o de los daños derivados de la ejecución del contrato*”. El entrecomillado es continuación de la opinión que mantiene en páginas precedentes<sup>402</sup>, en la que dice que si en el contrato se contienen “*reglas específicas de distribución de los riesgos derivados de la ejecución del contrato o, incluso, específicas reglas contractuales sobre distribución de los daños*” no pueden superponerse ambas clases de responsabilidad<sup>403</sup>, primando lo pactado. Debe considerarse dicha posición, pues si el propio contrato o en ocasiones la

---

<sup>402</sup> Misma obra de la nota anterior, págs. 230 y 231, al criticar la tesis opcional.

<sup>403</sup> Atendiendo a la dimensión supranacional de los mercados de valores es conveniente resaltar la consideración que sobre las obligaciones contractuales se tiene en la Unión Europea, puede verse el Reglamento 593/2008, sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales; y el Reglamento 864/2007, de 11 de julio de 2007, relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales, conocidos como Roma I y II. Véase el trabajo de MUÑOZ FERNÁNDEZ, Alberto: *Nuevas perspectivas en la calificación como contractual o extracontractual de las acciones de responsabilidad en los reglamentos europeos de Derecho internacional privado*. En ADC, tomo LXIX, 2016, fasc. II, págs. 437 a 475. En el ámbito del Derecho comunitario, el TJCE, al abordar la distinción entre la responsabilidad contractual y la extracontractual a los efectos de la aplicación de los reglamentos Roma I y Roma II, subraya que el concepto de responsabilidad extracontractual es un concepto autónomo a los efectos de la aplicación de los reglamentos comunitarios, independiente de los Derechos de los Estados miembros, considera como extracontractual «*toda responsabilidad que no se derive o no se haya producido en el marco de una relación libremente establecida entre las partes o por una parte frente a la otra*» (SSTJCE C-189/87, ECLI:EU:C:1988:459, C- 261/90, C-51/97, C-96/00; C-334/00; C-167/00). También ha tenido oportunidad de pronunciarse el Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Sexta) de 1 de octubre de 2002, asunto C-167/00 (ECLI:EU:C:2002:555): “*Es reiterada jurisprudencia que el concepto de materia delictual o cuasidelictual (extracontractual) en el sentido del artículo 5, número 3, del Convenio de Bruselas comprende toda demanda que tenga por objeto exigir la responsabilidad de un demandado y que no guarde relación con la materia contractual a efectos del artículo 5, número 1, de dicho Convenio (véanse, en particular, las sentencias Kalfelis, antes citada, apartado 17; Reichert y Kockler, antes citada, apartado 16; de 27 de octubre de 1998, Réunion européenne y otros, C-51/97, Rec. p. 1-6511, apartado 22, y de 11 de julio de 2002, Gabriel, C-96/00, Rec. p. 1-6367, apartado 33*”. No queda claro que pueda aplicarse el Reglamento CE nº 864/2007, del Parlamento y del Consejo, de 11 de julio de 2007, relativo a la Ley aplicable a las obligaciones extracontractuales («Roma II»), pues en su art. 1.2.c) excluye de aplicación a “*las obligaciones extracontractuales que se deriven de letras de cambio, cheques y pagarés, así como de otros instrumentos negociables en la medida en que las obligaciones nacidas de estos últimos instrumentos se deriven de su carácter negociable*”.

ley, establecen los efectos, o incluso las reglas de interpretación, éstas son vinculantes para las partes.

Conviene proseguir con esta misma sentencia que establece los criterios de causalidad en la relación entre la acción y el daño, por cuanto, en su Fundamento Jurídico Cuarto, habla de que:

*"Para la determinación de la existencia de la relación o enlace preciso y directo entre la acción u omisión - causa- y el daño o perjuicio resultante efecto-, la doctrina jurisprudencial viene aplicando el principio de la causalidad adecuada, que, dice la STS de 31 de enero de 1992, «exige la determinación de si la conducta del autor del acto, concretamente la conducta generadora del daño, es generalmente aceptada para producir un resultado de la clase dada, de tal manera que si la apreciación es afirmativa, cabe estimar la existencia de un nexo causal que da paso a la existencia de responsabilidad, así como que la orientación jurisprudencial viene progresiva y reiteradamente decantándose por la aceptación de la teoría de la causalidad adecuada, consecuencia de la expresión de una necesaria conexión entre el antecedente (causa) y una consecuencia (efecto), también es de apreciar que tales doctrina y orientación jurisprudencial sólo afectan al módulo cuantitativo responsabilizador cuando la causa originaria alcance tal trascendencia que haga inoperante cualquier otra incidencia, así como ésta no sea generante de una causa independiente»; deberá valorarse en cada caso concreto, si el acto es antecedente del que se presenta como consecuencia necesaria, el efecto lesivo producido, no siendo suficientes las simples conjeturas o la existencia de datos fácticos que por una mera coincidencia induzcan a pensar en una interrelación de esos acontecimientos, sino que es preciso la existencia de una prueba terminante relativa al nexo entre la conducta del agente y la producción del daño, de tal forma que se haga patente la culpabilidad que obliga a repararlo"*

REGLERO CAMPOS y BUSTOS LAGO<sup>404</sup>, señalan, respecto de la unidad de la culpa civil, que plantea problemas de difícil solución al afectar a aspectos como los criterios de imputación, pudiendo existir diferente grado de culpa exigible, legitimación para reclamar la indemnización, círculo de personas que deben responder, alcance de los daños, a quién corresponde la carga de la prueba, etc. Señala que (en pág. 163) *“resulta dudoso que puedan acogerse elementos de ambos tipos de responsabilidad en el mismo caso”*, se trata, dice de un *“problema de concurrencia de normas”* (en pág. 166), y que *“en la mayor parte de los casos resulta absurdo que para pedir la indemnización por unos mismos daños sea diferente el régimen jurídico según se considere que su origen es contractual o extracontractual”*. Para evitar los problemas señalados, la jurisprudencia del TS se ha inclinado por conceder el derecho de opción a los perjudicados, o a la llamada “unidad de la culpa civil” y que *“la calificación y la fundamentación jurídica de la causa petendi hecha por las partes no vincula a los órganos jurisdiccionales”*, citando numerosa jurisprudencia a la que se remite.

Vista la dicción de la regla general del art. 8.4 LMV por el que hace responsable a los encargados del registro contable *“por incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”*, debe examinarse sobre qué obligaciones se aplica, su alcance, y si ello significa que no responde por hecho fortuito, pues, con la redacción anterior, las entidades encargadas del registro sólo podían eximirse de responsabilidad si probaban la culpa exclusiva del perjudicado. Y otro tanto puede decirse de la negligencia, dado que el art. 28.1 del RD 878/2015, al hablar de *“negligencia de las reglas establecidas para la llevanza de los registros”*, parece atar esa negligencia sólo a las reglas de llevanza de los registros.

Pero el hecho de existir vínculos contractuales entre la Sociedad de Sistemas y las emisoras y participantes, y la correspondiente responsabilidad por incumplimiento, no excluye la extracontractual, además de lo dicho anteriormente sobre la “unidad de la culpa civil”, pues la doctrina asentada por el Tribunal Supremo así lo indica. Es

---

<sup>404</sup> REGLERO CAMPOS, L. Fernando y BUSTOS LAGO, José Manuel (coordinadores): *Tratado de responsabilidad civil* (obra citada), Pág. 161.

significativa la STS de 22 de diciembre de 2008 (ECLI: ES:TS: 2008:7354), que contempla la distinción entre responsabilidad contractual y extracontractual, afirmando que pueden coexistir ambas<sup>405</sup>:

Por tanto, de conformidad con la jurisprudencia citada, cabe la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, tanto contractual como extracontractual. Pero, el presupuesto para exigir responsabilidad si se trata de la anotación en el registro contable, es que exista una relación de causalidad entre el hecho motivador del retraso, o la falta de constitución del registro, y que sea imputable a la Sociedad de Sistemas, además, evidentemente, de la existencia de daños.

Finalmente, deben contemplarse los supuestos distintos de la estricta anotación, que encajarían dentro de *“en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”* en el ámbito de la responsabilidad extracontractual, con el que el art. 8.4 LMV cierra el precepto sobre responsabilidad de los depositarios. Implica que la responsabilidad por culpa entra dentro del régimen general previsto en el Código Civil. La diligencia exigible a la Sociedad de Sistemas está relacionada con las obligaciones que pesan sobre ella, y entre éstas se encuentran las de tener presentes diversos factores de riesgo, operativos, funcionales y *legales*,

---

<sup>405</sup> STS de 22 de diciembre de 2008 (ECLI: ES:TS: 2008:7354): *“Según la jurisprudencia de esta Sala, «la responsabilidad debe considerarse contractual cuando a la preexistencia de un vínculo o relación jurídica de esa índole entre personas determinadas se une la producción, por una a la otra, de un daño que se manifiesta como la violación de aquel y, por lo tanto, cuando concurren un elemento objetivo -el daño ha de resultar del incumplimiento o deficiente cumplimiento de la reglamentación contractual, creada por las partes e integrada conforme al artículo 1258 CC - y otro subjetivo -la relación de obligación en la que se localiza el incumplimiento o deficiente cumplimiento ha de mediar, precisamente, entre quien causa el daño y quien lo recibe-» (STS de 31 de octubre de 2007, recurso de casación núm. 3219/2000). Es aplicable el régimen de la responsabilidad extracontractual, aunque exista relación obligatoria previa, cuando el daño no haya sido causado en la estricta órbita de lo pactado por tratarse de daños ajenos a la naturaleza del negocio, aunque hayan acaecido en la ejecución del mismo (SSTS 22 de julio de 1927, 29 de mayo de 1928, 29 de diciembre de 2000). Por el contrario, es aplicable el régimen contractual cuando en un determinado supuesto de hecho la norma prevé una consecuencia jurídica específica para el incumplimiento de la obligación. No cabe excluir la existencia de zonas mixtas, especialmente cuando el incumplimiento resulta de la reglamentación del contrato, pero se refiere a bienes de especial importancia, como la vida o integridad física, que pueden considerarse objeto de un deber general de protección que puede traducirse en el principio llamado a veces doctrinal y jurisprudencialmente de unidad de la culpa civil.*

obligaciones impuestas<sup>406</sup> por los arts. 26.1, 32.1 y 33.5 del *Reglamento UE 909/2014*, por lo que se hace preciso tratar más adelante y separadamente dicha cuestión, que incide directamente sobre la responsabilidad de los DCV.

La regla general de responsabilidad termina estableciendo el modo de reparar las consecuencias: *“El resarcimiento de los daños causados, en la medida de lo posible habrá de hacerse efectivo en especie<sup>407</sup>”*, es decir, que debe intentarse el cumplimiento frente a la indemnización. La cuestión del resarcimiento entra de lleno en el ámbito de la responsabilidad por daños, aunque su origen puede ser muy variado (civil, penal, administrativo...). El tema del resarcimiento, o mejor dicho, cumplimiento en especie, habrá de ser completado con lo dispuesto en el art. 7, apartados 3 a 8 del *Reglamento UE 909/2014*, que establece plazos de ejecución de la recompra de valores, gastos de ejecución y la indemnización para el caso de no ser posible la recompra de valores<sup>408</sup>. Conviene recordar que el incumplimiento por sí mismo no supone la existencia de daños, y éstos han de probarse, mientras las sanciones previstas en el art. 7.2 del *Reglamento 909/2014* son plenamente aplicables con independencia de la existencia de daños, basta con probar el incumplimiento.

Junto con lo expresado en el art. 8.4 de la Ley del Mercado de Valores, concurren otro tipo de responsabilidades, como advierte el art. 28.5 del RD 878/2015, que desarrolla el artículo citado de la LMV: *“se entiende sin perjuicio de las demás responsabilidades, administrativas o de otro orden, que puedan concurrir”*. También

---

<sup>406</sup> Véase los Considerandos 53 y 71 del *Reglamento UE 909/2014*.

<sup>407</sup> El *Reglamento UE 909/2014*, en su art. 7 prevé, además de la reparación en especie, sanciones e indemnizaciones, aspectos que se desarrollan en el *Reglamento Delegado UE 389/2017 de la Comisión*, sobre los parámetros de cálculo de las sanciones pecuniarias por fallos en la liquidación y las operaciones de los DCV en Estados miembros de acogida; También contiene un régimen sancionador el TRLMV, en los arts. 271 y ss. En concordancia con lo dispuesto en el Código Civil, arts. 1.096 y siguientes. Matiza ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 369, que el resarcimiento en especie *“sólo tiene sentido cuando el perjuicio consista en la privación de determinados valores”*, citando el artículo correspondiente del derogado RD 116/1992, que hoy se corresponde con el art. 28.4 del RD 878/2015.

<sup>408</sup> Las disposiciones del art. 7 del *Reglamento UE 909/2014*, han de aplicarse de acuerdo con los criterios que establece el *Reglamento Delegado (UE) 2017/389 de la Comisión de 11 de noviembre de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los parámetros de cálculo de las sanciones pecuniarias por fallos en la liquidación y las operaciones de los DCV en Estados miembros de acogida*.

converge sobre ello lo dicho sobre la regulación del *Reglamento UE 909/2014* y la responsabilidad administrativa, fundamentalmente de carácter sancionador, que no puede desconocerse y queda apuntada, pero el tratamiento de la misma excede el propósito de este trabajo, pues, en definitiva, se trata de observar qué sucede si el sistema de registro no llega a cumplir todas las finalidades previstas en la ley, cuáles son las consecuencias que se derivan y si la responsabilidad corresponde a la Sociedad de Sistemas, todo ello dentro del ámbito de la responsabilidad civil.

En el examen que sigue sobre la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, debido a la pluralidad de fuentes normativas, europeas, nacionales, e internas o de *soft law*, se considera aconsejable la cita literal de muchos preceptos para mejor comprensión, bien en el texto, bien en nota a pie de página.



## CAPÍTULO II: EL MODELO ORGANIZATIVO SOBRE EL QUE SE APLICA LA REGLA DE RESPONSABILIDAD.

### **1. Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas como organizadora del registro.**

La adopción, modificación, o revocación de las normas que están dentro de la esfera competencial de la Sociedad de Sistemas, implican un juicio de valor que debe tener presente la realidad existente y las perspectivas de futuro, debiendo ajustarse a los fines y normas que señalan la legislación europea y nacional y a los fines de eficacia y seguridad jurídica que debe ofrecer.

Conviene matizar que la responsabilidad no se establece sobre los estudios y perspectivas, sino sobre los hechos, en el presente caso los derivados de la ordenación del registro contable. Los estudios, consideraciones, etc. que sirvan de base para la adopción de medidas concretas a través del Reglamento interno o las Circulares, pueden ser indicativos del grado de diligencia aplicado, y, en consecuencia, repercutir en la existencia o graduación de la responsabilidad prevista en el art. 8.4 del TRLMV.

No puede olvidarse que muchas de las funciones y obligaciones legales. que recaen sobre la Sociedad de Sistemas, se desarrollan bien mediante las facultades de ordenación y disciplina que le concede el art. 101 de la MV, o bien contractualmente (arts. 98.5 y 101 LMV y concordantes del RD 878/2015), mediante contratos suscritos con las entidades participantes, las emisoras, las ECC, o con las entidades rectoras de los mercados. Con todas ellas establece relaciones jurídicas derivadas de la función de llevanza del registro contable y otros aspectos de la post contratación. Esta relación entre la Sociedad de Sistemas y las participantes se realiza mediante contratos de

adhesión<sup>409</sup>, y está fuertemente intervenida y reglada por normas administrativas, que hacen indisponible para las partes gran parte de su contenido<sup>410</sup>.

Por último, la relación entre la Sociedad de Sistemas y los clientes de las entidades no existe contractualmente, pero la anotación contable, fruto de la relación entre los clientes y las participantes, y entre éstas y la Sociedad de Sistemas, tiene efectos sobre los titulares de las cuentas. Así pues, la responsabilidad por la ordenación y llevanza del registro contable puede alcanzar a quien no es parte contractual<sup>411</sup>, por tanto, se ha de contemplar tanto la responsabilidad contractual como la extracontractual en la adopción de las normas reguladoras del sistema de registro.

La Sociedad de Sistemas asume numerosas obligaciones relacionadas con el registro contable, como las de:

- a) Ordenar el sistema de registro de las emisiones y sus cuentas dentro del sistema de doble escalón y el sistema de notificación de órdenes de transferencia a las entidades adheridas para su anotación en los registros de detalle (art. 9 LMV y 3.2 y 38 *Reglamento UE 909/2014*).
- b) La propia llevanza del registro contable gestionando el registro central y las cuentas que tiene atribuidas: cuentas propias de las entidades, cuentas generales de terceros y cuentas individuales de los que hayan solicitado este modo de llevanza a las entidades participantes de quienes son clientes (arts. 9 y 62 LMV y 38 *Reglamento UE 909/2014*).

---

<sup>409</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Fco.: *El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y sus facultades normativas* (obra citada, pág. 49. ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 345.

<sup>410</sup> Precisamente sobre esta dualidad, contrato de adhesión e intervención de administrativa que condiciona el contenido de contrato, reflexiona la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 29 de septiembre de 2011 (ECLI: ES:APM:2011:14509) *“Estas materias, sin embargo, aunque pertenecen al derecho privado, no obstante las normas interventoras que las regulan, están regidas por leyes especiales. (Ley para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, Ley de Condiciones Jurídicas de la Contratación, Legislación de Comercio y Directivas de la Unión Europea aplicables). Es evidente que las entidades que pretenden adherirse al sistema que gestiona Iberclear han de hacerlo a través de un contrato de adhesión, de la misma forma que sucede con los contratos de suministro o los de seguro...”*.

<sup>411</sup> Incluso, en el caso de cuentas segregadas llevadas directamente por la Sociedad de Sistemas, la relación se establece siempre a través de las entidades adheridas, nunca directamente.

- c) Liquidación<sup>412</sup>, cuando sea procedente y, en todo caso, las transferencias de valores entre las cuentas que conforman el registro contable (arts. 11, 94.3, 98.2 y 101.1 LMV y 39 a 41 *Reglamento UE 909/2014*).
- d) En su caso, anotación de la constitución y cancelación de derechos reales y otros gravámenes (art.12 LMV).
- e) Emisión de certificados de legitimación de acuerdo con sus asientos (art.14 LMV).
- f) Garantizar la integridad de las emisiones y que no existan descuadres (art. 15.3 LMV y 37 *Reglamento UE 909/2014*).
- g) Supervisión y control de las cuentas que lleva y de las que corresponden a las entidades participantes, los registros de detalle (arts. 15.3, 99.5 y 117 LMV y 37 *Reglamento UE 909/2014*).
- h) Comunicación con los emisores para el ejercicio de los derechos políticos y económicos, cuando proceda de conformidad con sus asientos (art. 95 LMV).
- i) Previsión y gestión de riesgos legales, operativos y funcionales, que, incide sobre la llevanza del registro contable (arts. 42 a 45 *Reglamento UE 909/2014*).
- j) Adopción de mecanismos, procedimientos y plazos, para la resolución de incidencias con los valores, sujetos a liquidación o no, y registro (art.15.3 LMV).
- k) Ejecutar los derechos de garantía financiera pignoratícia cuando resulte procedente (art. 96.5 LMV).
- l) Establecer y facilitar los medios necesarios para el sistema de información (art. 115 LMV).

Sobre muchas de estas funciones y obligaciones la Sociedad de Sistemas está facultada para ordenar y disciplinar el sistema de registro dentro del marco normativo

---

<sup>412</sup> Hoy en día intervienen en la negociación y liquidación de valores las Entidades de Contrapartida Central (ECC) y la liquidación de valores y efectivo se realiza mediante la plataforma TARGET2 SECURITIS, que no es un DCV, ni un depositario de depositarios, sino un sistema de comunicación y ejecución de órdenes europeo.

expresado, con independencia del establecimiento de relaciones contractuales con las participantes y otras entidades de los mercados de valores.

### *1.1. Delimitación del marco normativo en el que se desenvuelve la Sociedad de Sistemas.*

La Sociedad de Sistemas debe desarrollar la ordenación del registro contable y su funcionamiento, dentro del marco normativo de la legislación europea y nacional. También se debe tener presente que la Sociedad de Sistemas sirve a intereses privados, pero también *públicos*<sup>413</sup>, y no sólo nacionales sino cada vez más supranacionales. La generalización de las inversiones y la trascendencia económica de los mercados de valores a los que sirven los DCV, otorgan a los intereses público-económicos importancia sistémica<sup>414</sup>, atrayendo la preocupación de los poderes públicos por su regulación<sup>415</sup>, eficiencia y seguridad<sup>416</sup>. Estos son los parámetros en los que debe desenvolver su actividad reguladora la Sociedad de Sistemas.

---

<sup>413</sup> En el *DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO de 31 de mayo de 2001, solicitado por el Ministerio de Economía de España, acerca de un anteproyecto de ley por el que se modifican varias leyes que regulan el mercado financiero español (CON/2001/12)*, se dice: “El BCE entiende que esos derechos exclusivos se limitan a la función registral primaria o central que desempeñará la Sociedad de Sistemas, que antes desempeñaban dos sistemas de liquidación de valores y que en el ordenamiento español se considera una función pública”. En idéntico sentido: *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*; IOSCO-Banco de Pagos Internacionales 2012, pág. 12. Es innegable este interés público, aunque sólo sea por el tamaño y generalización de los servicios financieros en la economía, argumentos que sirven de justificación a numerosas leyes, entre otras a la propia del mercado de valores.

<sup>414</sup> Véase el Considerando 2 del *Reglamento UE 909/2014*.

<sup>415</sup> MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R; ZAPATA CIRUGEDA, FJ; HERNÁNDEZ ALER, G Y JIMÉNEZ FERNÁNDE, A, en: *Informe y Conclusiones del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009)*. FEF, Madrid 2009.; aludían a la necesidad de “una revisión profunda de la regulación financiera” (pág. 13) y que “El reto es cubrir las deficiencias puestas de manifiesto en la reinante situación de contracción de los mercados evitando caer en la abundancia regulatoria” (pág. 16).

<sup>416</sup> El segundo párrafo del Preámbulo I de la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, dice: “Aunque mucho menos visibles que los mecanismos de la fase de contratación, los engranajes de la poscontratación son igual de importantes. Resulta imprescindible que funcionen adecuadamente y proporcionen la necesaria seguridad jurídica para

Entrando en la regulación del sistema de registro se observa que el *Reglamento UE 909/2014* no define un sistema único de registro (véanse los art. 38 y ss. del Reglamento), pese a la obligación de registrar todos los valores mediante anotaciones en cuenta (art. 3.1 Reglamento UE 909/2014). No existe un sistema de registro contable armonizado, su concreción queda para la ordenación nacional.

En el derecho interno, la LMV y el RD 878/2015 definen los rasgos esenciales y principios del sistema de registro. La organización efectiva<sup>417</sup>, los protocolos de comunicación entre la Sociedad de Sistemas y los operadores del mercado o las participantes, y los requisitos técnicos, los establece la Sociedad de Sistemas, debiendo procurar la efectividad y seguridad del sistema de anotaciones y registro contable<sup>418</sup>.

Existen pues varios niveles<sup>419</sup> de fuentes normativas que inciden sobre el sistema de registro contable, entre las cuales se halla la propia facultad normativa de la Sociedad de Sistemas, y que puede describirse del siguiente modo:

**a) Normas de primer nivel.**

Cont. \_\_\_\_\_

*garantizar la eficiencia, la competitividad y la estabilidad del sistema financiero, así como la protección de los inversores*". Sobre una visión económica de la eficiencia y su pretensión de influir en la función normativa puede verse SESTER, Peter: *Acerca de la interpretación de la eficiencia del mercado de capitales en leyes, directivas y estándares que regulan tales mercados*. RDMV, nº 4, 2009. Págs. 1 a 18.

<sup>417</sup> En la Exposición de Motivos de la *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, ya decía que *"En un plano meramente formal, puede llamar la atención el amplio número de remisiones que contiene la Ley a ulteriores desarrollos reglamentarios"*, que respondían a *"a) la necesidad de no congelar en el marco de una Ley muchos aspectos del funcionamiento de los mercados de valores susceptibles de verse influidos por los importantes cambios..."* y a *"la necesidad de dotar del necesario respaldo legal a muchas actuaciones potenciales de la Administración que, en el marco legal hoy vigente, están o podrían estar desamparadas de tan indispensable cobertura. La Ley del Mercado de Valores tiene, así, un cierto carácter de Ley marco, susceptible de concreciones diversas en función de las necesidades y problemas que en cada momento se manifiesten"*. Reitera lo dicho el tercer párrafo de la Exposición de Motivos del actual TRLMV.

<sup>418</sup> MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: *Valores mobiliarios anotados en cuenta* (Obra citada, pág. 85), hablando sobre *"el recurso a la informática como medio técnico para la llevanza de los registros contables de valores"*, afirma *"que ha permitido que el sistema de anotaciones de anotaciones en cuenta devuelva al tráfico sobre valores la seguridad y la celeridad que, en su momento, habían venido de la mano de los títulos"*.

<sup>419</sup> Así se expresa también ALONSO SOTO, Ricardo: *Las funciones de seguimiento y control llevadas a cabo por las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores*. En La reforma del sistema de poscontratación en España (citado). Pág. 1000.

La Sociedad de Sistemas está sujeta a las *normas europeas*<sup>420</sup>, que se superponen a todas las demás. La norma fundamental es el *Reglamento UE 909/2014*<sup>421</sup>. Dentro de la post contratación, impone la obligación de contar con Depositarios Centrales de Valores e impone la obligación de registrar los valores representados por anotaciones en cuenta en ellos<sup>422</sup>, y que el sistema de cuentas permita la segregación de los valores de cada titular (arts. 3.2 y 38 del Reglamento europeo. También contiene las obligaciones, para los DCV, de hacer públicos los niveles de protección y costes de las diferentes cuentas y la prohibición de utilizar los valores de los clientes sin autorización expresa. Deben seguir un sistema de codificación de valores único y estandarizado<sup>423</sup>, entre ellos el Código ISIN (véase §5.2.7) para la identificación de valores<sup>424</sup>, operaciones e

---

<sup>420</sup> En el Considerando 5 del *Reglamento UE 909/2014*, se justifica la adopción del Reglamento del siguiente modo: “*La aplicabilidad directa de las normas contenidas en un reglamento permitirá garantizar que todos los organismos rectores del mercado y todos los DCV estén sujetos a las mismas obligaciones, normas y reglas, de aplicación directa. Un reglamento incrementará la seguridad y eficiencia de la liquidación en la Unión, al evitar las normas nacionales divergentes a que podría dar lugar la transposición de una directiva*”. Véase el art. 97 de la Ley del Mercado de Valores donde expresamente contempla la sujeción de los DCV a dicha legislación, más al texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital de 2010, al decir que se registrarán “*por cualesquiera otras disposiciones del ordenamiento interno o del Derecho de la Unión Europea que les resulten aplicables*”. El estallido de la crisis financiera en 2.007, hizo que se pasase de un predominio de la autorregulación a la proliferación de normas e intervención pública a nivel europeo, tal como afirma, y se está de acuerdo, IGLESIAS-RODRIGUEZ, Pablo, en *Procesos armonizadores en el ámbito de la poscontratación en la UE. El proceso de la reforma y conexión de Iberclear a TARGET2-Securities (T2S)*, pág. 110.

<sup>421</sup> Completado y desarrollado por varios Reglamentos Delegados y de Ejecución que se citan en sus lugares correspondientes.

<sup>422</sup> Véase §5.2.4, sobre los sistemas de tenencia directa o indirecta de valores en los diferentes países, pues, en función del modelo elegido el modo de llevar las cuentas puede variar.

<sup>423</sup> La asignación de códigos es una de las labores que pueden realizar los DCV de conformidad con el Anexo al *Reglamento UE 909/2014, Sección B.2.c)*, además de los que corresponden a la CNMV. Los sistemas de codificación, aunque, en principio, libres para los depositarios y mercados, se unifican de acuerdo con la práctica y las recomendaciones de la AEVM (ESMA en sus siglas en inglés). Los Reglamentos Delegados europeos, dictados al amparo de la habilitación que concede el Reglamento UE 909/2014, establecen, en muchos de sus preceptos, la necesidad de codificar las operaciones y datos que se registran en múltiples bases de datos, pero no concretan ni los sistemas de codificación, ni los estándares aplicables a los mismos.

<sup>424</sup> Como detalle, señalar que la adopción de la codificación ISIN es anterior al Reglamento europeo de Depositarios centrales de valores, pues se adoptó por España en la *Norma técnica 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en sus funciones de codificación de valores negociables y otros instrumentos de naturaleza financiera, sobre estructura de los códigos* (BOE de 30 de septiembre de 2010). Las siglas ISIN corresponden a “*ISIN Organization: international securities identification numbers organization*”. Además del código ISIN, la CNMV usa también como sistemas de codificación: el código CFI (Classification of Financial Instruments), código por el que los procesos

intervinientes en el proceso de negociación, liquidación y registro. Este Reglamento se completa con los Reglamentos Delegados y de Ejecución que desarrollan el mismo.

El contar con un sistema de registro es obligatorio para los valores representados mediante anotaciones en cuenta (art. 3 del *Reglamento UE 909/2014*), dejando en manos de la legislación nacional, la configuración del sistema de registro y anotación<sup>425</sup>. Las normas europeas, se centran en establecer finalidades y obligaciones, como la transparencia<sup>426</sup> y control, que en configurar el registro contable de valores<sup>427</sup>. Sin embargo, cabe hacer mención a una obligación expresa a tener en cuenta: los apartados 3 y 4 del art. 6 del *Reglamento UE 909/2014*, cuyo tenor literal es el siguiente:

*“3. Para cada sistema de liquidación de valores que gestionen, los DCV establecerán procedimientos que faciliten la liquidación de las operaciones con los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 5, apartado 1, en la fecha teórica de liquidación, con una exposición mínima de sus participantes a los riesgos*  
Cont. \_\_\_\_\_

informáticos tienen la posibilidad de clasificar valores e instrumentos financieros de forma automática.); y el código FISN (*Financial Instrument Short Name*), que ofrece una descripción uniforme y estandarizada de las principales características del instrumento financiero.

<sup>425</sup> El Considerando 39 del *Reglamento UE 909/2014*, alude a los diferentes sistemas de tenencia, directa e indirecta. Conviene tener presentes las observaciones que realizan DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. (obra citada), pág. 113 y ss. en el que advierten sobre los diferentes modelos de regulación y las dificultades que plantea la especialización y complejidad del sistema, reflejando el debate, ya antiguo, sobre el intervencionismo regulador de los estados, la creación de órganos supervisores independientes bajo el paraguas de administraciones autónomas y la autorregulación.

<sup>426</sup> A esta preocupación responde la *Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE*, modificada a su vez por la *Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2013 por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE*.

<sup>427</sup> Así se desprende del Considerando 40 del *Reglamento UE 909/2014*, o del art. 21 del *Reglamento Delegado UE 2017/392*, o del Considerando 4 y 116 de la *Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros*. Véase lo dicho anteriormente sobre las normas de primer nivel, y el trabajo de DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*; en La reforma del sistema de poscontratación en España, (citado), pág. 128 y ss. En dicho trabajo señalan, como desde el *Informe Lamfalussy* la apuesta de la Unión Europea ha sido clara por la autorregulación (pág. 128), que también se da en el derecho interno y con especial incidencia en la transparencia (en pág. 138 de su trabajo).

*de contraparte y de liquidez y una reducida proporción de fallos en la liquidación. Promoverán una pronta liquidación en la fecha teórica de liquidación a través de mecanismos adecuados.*

*4. Para cada sistema de liquidación de valores que gestionen, los DCV establecerán medidas que propicien e incentiven la liquidación a tiempo de las operaciones por parte de sus participantes. Los DCV exigirán a los participantes que liquiden sus operaciones en la fecha teórica de liquidación.*

Conviene hacer un inciso y precisar el alcance y valor de los Considerandos de los Reglamentos y Directivas. Éstos deben reconocerse como *criterios de interpretación auténtica*<sup>428</sup>, debiendo ser respetados y tomados en cuenta por el legislador nacional y también por la Sociedad de Sistemas. El Reglamento europeo persigue la finalidad de unificar bajo unas mismas reglas a los DCV pues, de otro modo, estarían sometidos a la interpretación nacional rompiendo la integridad de la regulación europea. La uniformidad del criterio interpretativo sobre las normas europeas no puede quedar en manos de las jurisdicciones nacionales, así se ve en la Ley Orgánica 7/2015, de 21 de julio, que introdujo un nuevo art. 4 bis en la *Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial*, según el cual *“Los Jueces y Tribunales aplicarán el Derecho de la Unión Europea de conformidad con la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea”*<sup>429</sup>.

---

<sup>428</sup> O'CALLAGHAN MUÑOZ, Javier y FERNÁNDEZ GONZÁLEZ, Begoña: *Compendio de Derecho Civil*. Tomo I: Parte general, (citado), pág. 93, al considerar que es la dada por el propio legislador. En el presente caso, a los Considerandos de los Reglamentos europeos, debe darse dicho valor pues, no en balde, se adopta sobre una pluralidad de ordenamientos jurídicos buscando una uniformidad en la aplicación de los mismos. Sobre los criterios de interpretación es conveniente también la lectura del artículo de ASCARELLI, Tullio: *Antigone e Porzia*. En *Problemi giuridici*. Milano, 1959, t. I, pág. 3 y ss.

<sup>429</sup> Sentencia del TJUE de 26-2-13, C399/11(ECLI:EU:C:2013:107): *“En efecto, según jurisprudencia asentada, en virtud del principio de primacía del Derecho de la Unión, que es una característica esencial del ordenamiento jurídico de la Unión (véanse los dictámenes 1/91, de 14 de diciembre de 1991, Rec. p. I-6079, apartado 21, y 1/09, de 8 de marzo de 2011, Rec. p. I-1137, apartado 65), la invocación por un Estado miembro de las disposiciones del Derecho nacional, aun si son de rango constitucional, no puede afectar a la eficacia del Derecho de la Unión en el territorio de ese Estado”*. También: STC 232/2015, de 5 de noviembre (ECLI:ES:TC:2015:232) FJ 5º: *“corresponde a este Tribunal velar por el respeto del principio de primacía del Derecho de la Unión cuando, como aquí ocurre según hemos avanzado ya, exista una interpretación auténtica efectuada por el propio Tribunal de Justicia de la Unión Europea. En estos casos, el desconocimiento y preterición de esa norma de Derecho de la Unión, tal y como ha sido interpretada por el Tribunal de Justicia, puede suponer una “selección irrazonable y arbitraria de una norma aplicable al*

**b) Normas de segundo nivel.**

Se incluyen las *normas estatales* que configuran las líneas generales del sistema de registro y anotación. Véase el §5.2 y la descripción del sistema de registro contable de las anotaciones en cuenta. Debe prestarse atención a los artículos 9, 75, 97 y 98 TRLMV, sobre las normas que regulan a los DCV, la organización de los registros, el funcionamiento de los mismos, y las relaciones entre las entidades participantes en el sistema de registro. Destaca el art. 101 LMV<sup>430</sup>, pues, además de considerar que las reglas que adopten los DCV son “normas de ordenación y disciplina” del mercado, establece las competencias de los DCV sobre el registro<sup>431</sup>, e impone también la sujeción al *Reglamento (UE) n.º 909/2014*.

Cont. \_\_\_\_\_

*proceso*”. También existe una labor de interpretación común de las reglas contractuales mediante la aplicación de los PECL, que puede verse en Sentencias del Tribunal Supremo como la STS 5/2019 de enero de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:13): *Aunque los Principios de Derecho Europeo de los Contratos no tienen carácter vinculante, la jurisprudencia de esta sala los ha utilizado reiteradamente como criterios interpretativos de las normas de derecho interno. Verbigracia, la sentencia 1180/2008, de 17 de diciembre, señala que “el origen común de las reglas contenidas en el texto de los Principios de Derecho Europeo de los Contratos (PECL) permite utilizarlos como texto interpretativo de las normas vigentes en esta materia en nuestro Código civil”, y cita múltiples sentencias en las que se han utilizado estos principios con esos fines*”. Véase también: ARROYO Y AMAYUELAS, Esther: *Los Principios del Derecho contractual comunitario*. ADC, tomo LXI, 2008, pág. 221 a 239.

<sup>430</sup> “Artículo 101. Normas internas de los depositarios centrales de valores. 1. Los depositarios centrales de valores se regirán por un reglamento interno cuya aprobación y la de sus modificaciones, con las excepciones que, en su caso, se establezcan reglamentariamente, corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe del Banco de España. Dicho reglamento interno regulará el régimen de funcionamiento de los depositarios centrales de valores, los servicios prestados por ellos, su régimen económico, los procedimientos de fijación y comunicación de tarifas, las condiciones y principios bajo los cuales prestarán los referidos servicios, los registros relativos a los servicios prestados y el régimen jurídico de sus entidades participantes. Asimismo, el reglamento regulará los procedimientos para gestionar la entrega de valores y su pago, la determinación del momento de firmeza de las instrucciones de liquidación, la política de gestión de riesgos, así como las garantías de todo tipo que puedan tener que constituir las entidades participantes en función de las actividades que desarrollen.

<sup>431</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus funciones normativas*” (citado), pág. 44. El autor ya apuntaba en este artículo de 1.999, que “la Ley sólo contiene unos principios generales, quedando en manos del desarrollo reglamentario tanto la organización y funcionamiento del sistema de registro, como los medios de identificación y control de los valores anotados”. En la pág. 45 advertía que el contenido del desarrollo reglamentario, en aquel momento el RD 116/1992, era más detallado en lo relativo a los principios generales, información y responsabilidad de las entidades adheridas, que “en lo referente a la organización de las anotaciones y el registro, circunstancias que en determinados aspectos deja a la concreción del Reglamento del SCLV”.

Dentro de este segundo nivel se encuentran también el RD 878/2015<sup>432</sup> y las normas procedentes de la CNMV, pues está habilitada por el art. 21 del TRLMV, que le otorga capacidad normativa, que puede ejercer mediante las Circulares<sup>433</sup>, dentro de las competencias que le otorguen las Leyes y Reglamentos<sup>434</sup>.

**c) Normas de tercer nivel.**

Comprende tanto la autorregulación como las reglas de “softlaw” emanadas de organismos supranacionales (AEVM, IOSCO...), tanto públicos como privados, algunas de las cuales se muestran como recomendaciones que en la práctica derivan obligatorias. Se incluyen aquí las normas dictadas por la Sociedad de Sistemas, el *Reglamento* interno y las *Circulares*, establecidas al amparo de la habilitación del art. 101.2 TRLMV<sup>435</sup>. El vigente *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, en su art. 2.6, dice textualmente que “*Las Circulares ordenarán el sistema de llevanza y control de los registros contables, los procesos de liquidación y establecerán las condiciones para la prestación de los servicios por parte de la Sociedad de Sistemas.*”

---

<sup>432</sup> El RD 878/2015, reemplazó al RD 116/1992, y es continuista ofreciendo soluciones similares a las del anterior Real Decreto, hasta el punto de coincidir literalmente muchos de sus preceptos. Conforme a la regulación del actual Real Decreto 878/2015, deben tenerse en cuenta los arts. 31 a 35 y 40 a 46, que se refieren a las cuentas que es preciso llevar, detalles y particularidades a tener presentes y modo de anotar y llevar las cuentas, tanto del registro central como de los de detalle.

<sup>433</sup> Dichas Circulares de la CNMV no deben confundirse con las de la propia Sociedad de Sistemas, que también desarrolla sus facultades mediante Circulares.

<sup>434</sup> Entre las competencias que atribuye a la CNMV el art. 17 de la LMV no se halla la de dictar los reglamentos de los DCV.

<sup>435</sup> “Artículo 101. Normas internas de los depositarios centrales de valores.

2. El reglamento interno podrá ser desarrollado mediante circulares aprobadas por el propio depositario central de valores. Dichas circulares deberán ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España, en los términos que reglamentariamente se prevean. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá oponerse a las mismas, así como suspenderlas o dejarlas sin efecto cuando estime que infringen la legislación aplicable, o perjudican el funcionamiento prudente y seguro del depositario central de valores y de los mercados de valores o la protección de los inversores.

3. El reglamento interno y los estatutos a los que se refiere el artículo 98 y el apartado 1 de este artículo tendrán carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, y especificarán las obligaciones y los requisitos organizativos y procedimentales necesarios para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014. El Ministro de Economía y Competitividad o, mediante su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán desarrollar la estructura y el contenido mínimo que deba tener el reglamento interno”.

De conformidad con el art. 70 del RD 878/2015, corresponde a la Sociedad de Sistemas, dado que es el DCV designado legalmente, ejercer *las funciones de liquidación y registro*<sup>436</sup> que le atribuyen el Real Decreto Legislativo, 4/2015, de 23 de octubre, este real decreto y, el propio reglamento<sup>437</sup>, a cuyo efecto dispone el citado artículo que “*las entidades participantes estarán obligadas a cumplir el reglamento interno y cuantas circulares adopten los depositarios centrales de valores*”<sup>438</sup> (art. 101.2 y 3 LMV).

Las normas del tercer nivel, Reglamento y estatutos de la Sociedad de Sistemas, están sometidas a la aprobación previa. El Reglamento interno por la CNMV, previo informe del Banco de España<sup>439</sup>. Las Circulares que adopten los DCV deben comunicarse a las mismas autoridades en el plazo de veinticuatro horas desde su adopción, pudiendo

---

<sup>436</sup> Téngase presente que con la entrada en funcionamiento del sistema *TARGET2 Securities* la liquidación se realiza a través de esta plataforma a la que se adhirió la Sociedad de Sistemas, que completó su acceso el 18 de septiembre de 2017. El BOE de 19 de octubre de 2017 contiene la “*Resolución de 6 de octubre de 2017, del Banco de España, por la que se publica la relación de participantes directos en TARGET2-Banco de España*”, que significó que la deuda pública española también se liquidase mediante dicho sistema.

<sup>437</sup> En la Disposición adicional Sexta del RD Legislativo por el que se aprobó el Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, reconocía ese valor normativo a las disposiciones anteriores de la Sociedad de Sistemas: “*En tanto la Sociedad de Sistemas no establezca otras disposiciones y decisiones en el ejercicio de las funciones de dirección, administración y ordenación que le atribuye esta ley continúan en vigor las disposiciones y decisiones que en la fecha de asunción efectiva de sus funciones por la Sociedad de Sistemas rijan los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores gestionados hasta entonces por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y por el Banco de España*”.

<sup>438</sup> RD 878/2015: Artículo 70. *Funciones de dirección y administración de los depositarios centrales de valores.*

1. *Las entidades participantes estarán obligadas a cumplir el reglamento interno y cuantas circulares adopten los depositarios centrales de valores en el marco de las funciones de liquidación y registro que le atribuyen la Ley 24/1988, de 28 de julio, este real decreto y, el propio reglamento.*

2. *Cuando las circulares a que se refiere el apartado anterior puedan afectar a la ordenación de los procesos de liquidación o del sistema de llevanza y control de los registros contables, los depositarios centrales de valores deberán comunicarlas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España en el plazo máximo de veinticuatro horas desde su adopción y publicarlas en los Boletines de los mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación a los que preste servicio.*

3. *La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá suspender la aplicación de las circulares o dejarlas sin efecto cuando estime que dichas circulares infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de la liquidación y del registro contable de acuerdo con los principios que, conforme a este real decreto, deben inspirarlas.*

<sup>439</sup> No indica la LMV, en el art. 101, ni el RD 878/2015, si el informe preceptivo del Banco de España es vinculante, ni si necesita ser positivo para aprobar el Reglamento interno. Todo sugiere que, tratándose de autoridades públicas, como mínimo, se tendrán en cuenta las observaciones que se formulen por el Banco de España, aunque sólo sea porque, en materia de valores negociados de deuda pública, es la máxima autoridad de dicho mercado.

*“suspender la aplicación de las circulares o dejarlas sin efecto cuando estime que dichas circulares infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de la liquidación y del registro contable”.* Deben referirse a *“los procesos de liquidación o del sistema de llevanza y control de los registros contable”.*

Entre las reglas de *soft law* están las recomendaciones del IOSCO y las resoluciones de la AEVM<sup>440</sup>, si es que no han sido incorporadas en la normativa europea o nacional, y que, pese a no ser normas en sentido estricto, ni obligatorias, se tienen en cuenta prácticamente como obligatorias por las instituciones de los mercados<sup>441</sup>.

## 1.2. *Problemas de ubicación de las normas emanadas de la Sociedad de Sistemas en el sistema de fuentes.*

El hecho de tratarse de una persona jurídica privada planteó problemas acerca de la **capacidad normativa**<sup>442</sup> del SCLV, hoy Sociedad de Sistemas y sobre la ubicación de

---

<sup>440</sup> *International Organization of Securities Commissions y Autoridad Europea de Valores y Mercados* respectivamente. La AEVM sustituyó al Comité de Supervisores de Mercados y fue creada por el *Reglamento UE 1095/2010*. Sobre el alcance de las normas emanadas de estos organismos, en concreto de la AEVM, véase el trabajo de JANER TORRENS, Joan David: *Límites y control de los actos adoptados por las agencias reguladoras de la Unión Europea: Comentarios a la sentencia del TJUE de 22 de enero de 2014, as. C-270/12, Reino Unido contra Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea apoyados por España, Francia, Italia y la Comisión Europea*; Rev. General de Derecho Europeo, nº 33, año 2014. Pág. 14 *“Las agencias reguladoras pueden adoptar disposiciones tanto de alcance general o individual, siempre que se delimite claramente el margen de discrecionalidad de las competencias ejercidas”.*

<sup>441</sup> Así lo mantienen DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. (obra citada), pág. 134. Hablan de *“compromisos adquiridos por la CNMV como miembro de la IOSCO, y por el Banco de España, el BCE y la Comisión Europea respecto del G-20 y el CPMI a través de instrumentos de soft law”.*

<sup>442</sup> Sobre el problema de la capacidad normativa de la Sociedad de Sistemas, puede verse el examen que de ello hace GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *“El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus funciones normativas”* (citado), y en *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, págs. 316 a 321; y los intentos de salvar las Circulares del SCLV, aunque en este trabajo reconocía que el SCLV carecía de capacidad normativa, pues ni la atribuía el art. 54 LMV, ni lo hacía el RD 116/1992. Pero este Real Decreto también apuntó la solución indirecta que se adoptó, la contemplada en el art. 73 RD 116/1992, *“las Entidades adheridas y las Entidades implicadas en la compensación y liquidación estarán obligadas a cumplir cuantas decisiones adopte el Servicio en el marco de las funciones que le atribuyen la Ley del Mercado de Valores y el presente Real Decreto y, en particular, el Reglamento de*

sus normas en el sistema de fuentes. Dado que la Sociedad de Sistemas no es un ente de derecho público, en principio carece de facultades para dictar normas que tengan ese carácter, por tanto, habrá que averiguar cuál sea la naturaleza de las facultades de ordenación que le concede el art.101 de la LMV<sup>443</sup> sobre el sistema de registro contable y sus participantes.

Cont. \_\_\_\_\_

*organización y funcionamiento que deberá aprobar*". También ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico* (citado), pág. 832, advertía que, aunque el SCLV tenga "facultades de ordenación", se trata de "reglas técnicas que no constituyen Derecho objetivo". Más en BELANDO GARÍN, Beatriz: *La protección pública del inversor en el Mercado de Valores*, analizando el valor normativo de las Circulares de la CNMV. Por su parte, ESCUÍN PALOP, Vicente: *Derecho administrativo, Derecho mercantil y Derecho comunitario en las personificaciones instrumentales de las Administraciones Públicas*, en AA.VV. "Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont", tomo I, Tirant lo blanch, Valencia 1995, pág. 1047 y ss., pese a su título, no aclara los problemas de capacidad jurídica de las administraciones públicas con forma privada, esencialmente mercantil, aunque da a entender que tienen capacidad para dictar actos administrativos. Con carácter general sobre el sistema de fuentes en el Derecho del Mercado financiero, advierte VICENT CHULIÁ, Francisco: *Generalidades sobre el sistema financiero español (características, organización bancaria, fuentes del derecho en la materia)*, (citado), pág. 20, quien sostiene que ha de establecerse una investigación que encierra tres juicios: a) el de la competencia legislativa; b) el de la jerarquía normativa; y c) el de la vigencia de las normas, y, tras ello, se debe "determinar cuál es la naturaleza jurídica de cada norma". También LÓPEZ SANTANA, Nieves: *El contrato bancario de administración de valores*. Ed. Universidad de Sevilla, 2002, pág. 140, donde coincide con la mayoría de autores citados en el sentido de negar esa capacidad normativa a las Circulares del SCLV, por no estar establecida de forma expresa en la norma con rango de Ley. Hoy día es pacífico que las entidades públicas autónomas, tienen potestad normativa, como la CNMV, basta con ver el art. 16.2 LMV, o el fundamental art. 21 sobre capacidad normativa, también el Banco de España tiene capacidad para dictar normas reconocida en la Ley 13/1994, de Autonomía del Banco de España (arts. 1 y 3) y en la Ley 26/1988, sobre Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito (Disp. Adicional octava).

<sup>443</sup> Merece la pena reproducir el artículo entero por su trascendencia y aportar claridad al carácter de norma de ordenación: **Art. 101 LMV: Normas internas de los depositarios centrales de valores.**

1. *Los depositarios centrales de valores se regirán por un reglamento interno cuya aprobación y la de sus modificaciones, con las excepciones que, en su caso, se establezcan reglamentariamente, corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe del Banco de España. Dicho reglamento interno regulará el régimen de funcionamiento de los depositarios centrales de valores, los servicios prestados por ellos, su régimen económico, los procedimientos de fijación y comunicación de tarifas, las condiciones y principios bajo los cuales prestarán los referidos servicios, los registros relativos a los servicios prestados y el régimen jurídico de sus entidades participantes. Asimismo, el reglamento regulará los procedimientos para gestionar la entrega de valores y su pago, la determinación del momento de firmeza de las instrucciones de liquidación, la política de gestión de riesgos, así como las garantías de todo tipo que puedan tener que constituir las entidades participantes en función de las actividades que desarrollen.*

2. *El reglamento interno podrá ser desarrollado mediante circulares aprobadas por el propio depositario central de valores. Dichas circulares deberán ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España, en los términos que reglamentariamente se prevean. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá oponerse a las mismas, así como suspenderlas o dejarlas sin efecto cuando estime que infringen la legislación aplicable, o perjudican el funcionamiento prudente y seguro del depositario central de valores y de los mercados de valores o la protección de los inversores.*

3. *El reglamento interno y los estatutos a los que se refiere el artículo 98 y el apartado 1 de este artículo tendrán carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, y especificarán las*

La solución que aporta este art. 101.3 LMV es atribuir al “*reglamento interno y los estatutos a los que se refiere el artículo 98 y el apartado 1 de este artículo*” .../... “*carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores*”. Existe una disposición legal expresa para que el reglamento interno de la Sociedad de Sistemas tenga la consideración de norma de ordenación, salvando las dudas planteadas con la anterior regulación, en la que dicha atribución se hacía por vía reglamentaria en el RD 116/1992<sup>444</sup> y no por una norma con rango de Ley.

Sobre esta cuestión de la adopción del Reglamento, en la redacción original de la LMV no aparecía el Reglamento interno entre las normas de ordenación y disciplina. Se solucionó con la nueva redacción del art. 101.3 TRLMV<sup>445</sup> dada por la Ley 11/2015, atribuyendo al “*reglamento interno y los estatutos a los que se refiere el artículo 98 y el apartado 1 de este artículo* .../... *carácter de normas de ordenación y disciplina del*

Cont. \_\_\_\_\_

*obligaciones y los requisitos organizativos y procedimentales necesarios para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014. El Ministro de Economía y Competitividad o, mediante su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán desarrollar la estructura y el contenido mínimo que deba tener el reglamento interno.*

<sup>444</sup> Así se establecía en el art. 73.1 del RD 116/1992.

<sup>445</sup> En la redacción original de la LMV de 1988, en su art. 95 final, decía: “*Se consideran normas de ordenación y disciplina del Mercado de Valores las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el número 1 del artículo 84 de esta Ley o a la actividad relacionada con el mercado de valores de las personas o entidades a que se refiere el número 2 del mismo y que sean de obligada observancia para las mismas. Entre las citadas disposiciones administrativas se entenderán comprendidas las disposiciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores previstas en el artículo 15 de esta Ley*”. No se aludía para nada a las disposiciones del SCLV que aún no se había creado. En la reforma de la LMV, por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, ya decía que: “*La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá hacer suyas, y transmitir como tales a las empresas de servicios de inversión y sus grupos, las guías que, dirigidas a éstos, aprueben los organismos o comités internacionales activos, relativas a los criterios, prácticas o procedimientos convenientes para favorecer una adecuada evaluación de los riesgos y un mejor cumplimiento de las normas de ordenación y disciplina*. Daba entrada a la legislación de “*soft law*” y consideraba imponerlas a las ESI haciéndolas propias previamente, pero no se refería a los DCV. Hasta la modificación de la LMV por la Ley 11/2015, de 18 de junio, no se introdujo la mención al Reglamento de los DCV como norma de ordenación y disciplina, tras la reforma: “*El reglamento interno y los estatutos tendrán carácter de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, y especificarán las obligaciones y los requisitos organizativos y procedimentales necesarios para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014. El Ministro de Economía y Competitividad o, mediante su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán desarrollar la estructura y el contenido mínimo que deba tener el reglamento interno*”.

mercado de valores”. Hasta la Ley 11/2015<sup>446</sup>, surgieron dudas con la anterior regulación, en la que dicha atribución se hacía por vía reglamentaria y no por una norma con rango de Ley. La nueva redacción aclaró aquello, pero tampoco resuelve todas las dudas sobre su adscripción, pues el Reglamento interno lo establece la propia Sociedad de Sistemas<sup>447</sup> como adoptado por la propia Sociedad con la firma de su consejero delegado, y el propio Reglamento establece la entrada en vigor el 27 de abril de 2016, antes de su publicación en el BOE<sup>448</sup>.

Por las cuestiones que debe desarrollar el Reglamento interno nada obsta a que se hubiese adoptado por vía administrativa, bien por parte del Ministerio correspondiente, bien por la CNMV<sup>449</sup>, pues se deben especificar:

*“el régimen de funcionamiento de los depositarios centrales de valores, los servicios prestados por ellos, su régimen económico, los procedimientos de fijación y comunicación de tarifas, las condiciones y principios bajo los cuales prestarán los referidos servicios, los registros relativos a los servicios prestados y el régimen*

---

<sup>446</sup> El Preámbulo I de la Ley 32/2011, decía que “El contenido de la reforma debe plasmarse en una gran variedad de textos normativos que a la vez constituyen las diferentes etapas por las que la reforma se irá materializando. Y continuaba en el apartado II diciendo que “Además, aprovecha para establecer normas de derecho corporativo que facilitarán las relaciones entre dicha entidad y el resto de los agentes del esquema de la contratación y la poscontratación. En particular, se completa la regulación de los convenios que puede llevar a cabo la Sociedad de Sistemas para dar una mejor cobertura legal al proyecto TARGET2-Securities comentado”.

El art. Único Tres de esa Ley modificaba el apartado 7 del art. 44 bis de la entonces vigente LMV en el siguiente sentido: “«La Sociedad de Sistemas podrá establecer convenios con entidades residentes y no residentes, públicas o privadas, que desempeñen todas o algunas funciones análogas, entidades de contrapartida central u otras, con sujeción a lo dispuesto en esta Ley, en su normativa de desarrollo y en el Reglamento a que se refiere el apartado 4 anterior, para la apertura y llevanza de cuentas, para la prestación técnica de servicios de compensación y liquidación de valores y efectivo o para otras actividades de la Sociedad de Sistemas.

Estos convenios no alterarán el régimen de responsabilidad respecto del cumplimiento de sus obligaciones, ni podrán implicar la pérdida del control de la actividad por parte de la Sociedad de Sistemas.

La adopción y modificación de estos acuerdos requerirá la previa aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe del Banco de España o la Comunidad Autónoma con competencia en la materia, en el caso de mercados de ámbito autonómico».

<sup>447</sup> Puede observarse en el BOE que, el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, sólo aparece en la sección de Anuncios Particulares BOE núm. 106, de 3 de mayo de 2016.

<sup>448</sup> De conformidad con el art. 131 de la Ley 39/2015, las normas administrativas deben publicarse en el Boletín oficial que corresponda.

<sup>449</sup> Véanse los art. 9.4 y 21 del TRLMV respectivamente.

*jurídico de sus entidades participantes. Asimismo, el reglamento regulará los procedimientos para gestionar la entrega de valores y su pago, la determinación del momento de firmeza de las instrucciones de liquidación, la política de gestión de riesgos, así como las garantías de todo tipo que puedan tener que constituir las entidades participantes en función de las actividades que desarrollen*

El art. 101.3 marca los límites competenciales de esas facultades de ordenación y disciplina, las obligaciones y los requisitos organizativos y procedimentales necesarios para dar cumplimiento a sus fines, pero no aclara cuál sea la naturaleza jurídica de dicha “norma”, si pertenece al ámbito del Derecho administrativo o al Derecho civil. El hecho de considerar a los Estatutos sociales y a su Reglamento interno como “*normas de ordenación y disciplina*” no los convierte necesariamente en normas administrativas, nadie duda que los estatutos de una sociedad anónima son fruto de la voluntad privada, e imponen concretas formas de organización y disciplina de su actividad sobre los socios. Bien es cierto que el Reglamento y Estatutos se hallan sometidos a un riguroso control, y que, quizá en desafortunada redacción, se les otorga esa característica de normas de ordenación y disciplina con la finalidad de reforzar su observancia por las entidades participantes, por ello conviene hacer unas precisiones que quedan para la parte de responsabilidad por las facultades normativas de la Sociedad de Sistemas y se tratan en su lugar.

La Sociedad de Sistemas, en el uso de la facultad concedida por el art. 101 LMV, está sujeta al respeto y cumplimiento de las normas y principios establecidos en los niveles anteriores, las normas europeas y las nacionales, debe quedar dentro de los límites que marca la legislación de los dos primeros niveles. Esta autorregulación no suele establecer los elementos esenciales de las instituciones o contratos. Con palabras de CUÑAT EDO<sup>450</sup>, dice que “*van fundamentalmente dirigidas a ordenar los modos de manifestación de la voluntad, esto es el uso del medio, pero no a modificar la regulación de*

---

<sup>450</sup> Sobre las reglas del comercio electrónico, CUÑAT EDO, Vicente: “Régimen de comercialización a distancia de los servicios financieros”, en MARIMÓN DURÁ, Rafael: *La tutela del usuario en el contrato bancario electrónico*. En Revista Aranzadi de Derecho y Nuevas Tecnologías, monografía. Pamplona 2010. Pág. 30.

*las relaciones contractuales sustantivas a las cuales el medio sirve*". Las facultades de ordenación de la Sociedad de Sistemas, no modifican el régimen de anotaciones en cuenta, ni los derechos asociados a ellos, pero sí organizan el registro, las cuentas y los modos de acceder al mismo. Al dejar en manos de Los DCV, que son entidades del mercado, una parte de la organización y funcionamiento del sistema de registro, la normativa que pueda desarrollar la Sociedad de Sistemas cabe encuadrarla como autorregulación. Ésta es complementaria de la legislación europea, que, al dirigirse a diversos sistemas de registro, impone finalidades a conseguir más que estrictas normas de ordenación. Así, el Considerando 40 del Reglamento UE 909/2014, que se concreta en el art. 33 del propio Reglamento<sup>451</sup>, traslada al cuerpo normativo la finalidad perseguida de regirse por principios y criterios de transparencia, objetivos y no discriminatorios<sup>452</sup>. Finalidad que atiende la Sociedad de Sistemas en el art. 4 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, que prácticamente copia el Reglamento europeo cuando dice:

---

<sup>451</sup> Compárese con el Reglamento UE 909/2014. Art. 33.1: *"En relación con cada sistema de liquidación de valores que exploten, los DCV dispondrán de criterios de participación que permitan un acceso abierto y equitativo a todas las personas jurídicas que se propongan convertirse en participantes y que se harán públicos. Estos criterios serán transparentes, objetivos y no discriminatorios, a fin de garantizar un acceso abierto y equitativo al DCV, y tendrán debidamente en cuenta los riesgos para la estabilidad financiera y el correcto funcionamiento de los mercados. Solo se autorizarán criterios que restrinjan el acceso cuando su objetivo sea controlar de manera justificable un riesgo especificado para el DCV"*.

<sup>452</sup> Aunque el Reglamento recoge, en su Considerando 5, el principio de seguridad jurídica, lo cierto es que refleja en más ocasiones su preocupación por la transparencia, como se aprecia en el *Reglamento UE 909/2014, Considerando 40: Las normas de conducta deben promover la transparencia de las relaciones entre el DCV y sus usuarios. En particular, todo DCV debe aplicar, a efectos de la participación en el sistema de liquidación de valores, criterios que se hayan publicado, que sean transparentes, objetivos y no discriminatorios y que solo permitan restringir el acceso de los participantes en función de los riesgos existentes. Procede poner a disposición de las autoridades competentes una solución rápida y adecuada para hacer frente a una posible negativa injustificada de los DCV a prestar sus servicios a los participantes*". También en el art. 2, cuando establece las *Definiciones: 34) «procedimientos y normas internacionales abiertos de comunicación»: normas internacionalmente aceptadas para los procedimientos de comunicación, como los formatos de mensaje normalizados y la representación normalizada de datos, a las que puede acceder en condiciones equitativas, abiertas y no discriminatorias cualquier interesado; Y concretamente sobre los participantes: Artículo 33. Requisitos para la participación. 1. En relación con cada sistema de liquidación de valores que exploten, los DCV dispondrán de criterios de participación que permitan un acceso abierto y equitativo a todas las personas jurídicas que se propongan convertirse en participantes y que se harán públicos. Estos criterios serán transparentes, objetivos y no discriminatorios, a fin de garantizar un acceso abierto y equitativo al DCV, y tendrán debidamente en cuenta los riesgos para la estabilidad financiera y el correcto funcionamiento de los mercados. Solo se autorizarán criterios que restrinjan el acceso cuando su objetivo sea controlar de manera justificable un riesgo especificado para el DCV. Si el anterior artículo citado se refería a las entidades participantes, el art. 49.2: Libertad para emitir en un DCV autorizado en la Unión, establece la misma obligación para el acceso de los emisores.*

*“Artículo 4. Objetivos, principios y régimen de actuación de la Sociedad de Sistemas: .../...”*

*2. 2. En el marco del objetivo de respaldo a la estabilidad y seguridad del sistema financiero y para el desempeño de las funciones propias de un depositario central de valores, la Sociedad de Sistemas actuará de acuerdo con criterios transparentes, objetivos, no discriminatorios<sup>453</sup>, y de acceso abierto y equitativo adoptando las cautelas necesarias para evitar una exposición indebida a riesgos que pudieran afectar al adecuado desempeño de las funciones que le están legalmente atribuidas”.*

También dentro de las finalidades, procede observar los arts. 35 y 36 del *Reglamento 909/2014*, que obligan a que “*el DCV contará con normas y procedimientos adecuados, por los que, la Sociedad de Sistemas debe lograr “la eficiencia del registro, el pago y la liquidación” (art. 35) y “contribuir a garantizar la integridad de las emisiones de valores, y reducir y gestionar los riesgos asociados a la custodia y la liquidación de operaciones con valores” (art. 36) sin precisar el modo de lograrlo, ni establecer unos protocolos concretos, ni siquiera estando la liquidación automatizada*<sup>454</sup>.

---

<sup>453</sup> Puede observarse, en el artículo 100.2. LMV, Memoria y presupuesto de los depositarios centrales de valores: *La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir al depositario central de valores la ampliación de la documentación recibida y podrá establecer excepciones o limitaciones a los precios máximos de esos servicios cuando puedan afectar a la solvencia financiera del depositario central de valores, provocar consecuencias perturbadoras para el desarrollo del mercado de valores o los principios que lo rigen, o introducir discriminaciones injustificadas entre los distintos usuarios de los servicios de la entidad.* O en el Art. 113.2. *Acceso a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación; 2. El acceso a estos sistemas estará sujeto a los mismos criterios objetivos, transparentes y no discriminatorios que se aplican a los miembros locales.*

<sup>454</sup> Debe establecer su sistema dentro de la obligación de automatización de la liquidación, a la que se refieren los arts. 4 y 5 del *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229 de la Comisión de 25 de mayo de 2018 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la disciplina de liquidación*, que afecta a los procedimientos de liquidación, case y transmisión de órdenes, debiendo cumplir la finalidad de los preceptos citados, normativa que desarrolla la Sociedad de Sistemas. LÓPEZ MARQUÉS, Carlos: *Actividad legislativa e infraestructuras de mercado: MIFID II / MIFIR, EMIR, CSDR y otras normativas*. En Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2015). Pág. 113, donde ya advertía de dicha obligación de automatizar los procesos.

La regulación de las cuentas, siguiendo las líneas maestras del art. 38 del *Reglamento UE 909/2014*, debe ofrecer la posibilidad de segregación, que, conforme a lo dispuesto en el Reglamento europeo en el *Considerando 42*, ofrecerán mayor o menor seguridad jurídica<sup>455</sup>. La Ley del Mercado de Valores ya contaba con el sistema de doble escalón en el art. 9, que pareció anticiparse en el tiempo a la segregación de cuentas del Reglamento europeo<sup>456</sup>. La definición se completa en el RD 878/2015, al concretar los tipos de cuentas. El modo de anotar, los protocolos de comunicación y medios que deben usarse, resolución concreta de incidencias, etc. que inciden sobre cada tipo de cuentas corresponde desarrollarlo a la Sociedad de Sistemas<sup>457</sup>. Además son de aplicación, en la medida en la que no estén recogidos en el Reglamento UE 909/2014, o incorporados a la LMV, los “*Principios para las infraestructuras de los mercados financieros*” de la OICV/IOSCO<sup>458</sup>, que, formulados en forma de recomendaciones, en la práctica se aplican obligatoriamente por los DCV.

En el marco normativo, siguiendo el artículo 101 de la LMV y los arts. 32 y 33 del RD 878/2015, el *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* debe detallar la estructura del registro contable y tipos de cuentas y protocolos de actuación<sup>459</sup>. Así, el art. 19.4 de su

---

<sup>455</sup> Por ejemplo, entre las reglas que puede adoptar está el desarrollo concreto de la obligación de llevar el *Libro diario de inscripciones*, que establece el art. 25 del RD 878/2015, que, a su vez, cumple con parte de las obligaciones de registro de datos que impone el Reglamento Delegado UE 392/2017, al establecer el registro cronológico de las inscripciones y de los hechos que las motivan, permitiendo una trazabilidad de las operaciones. Tiene un amplio grado de libertad para conformar el sistema de registro contable dentro de los principios y obligaciones que marcan las normas de primer y segundo nivel y de hecho se auto organiza y organiza todo el sistema de registro.

<sup>456</sup> Aunque se definió como sistema de doble escalón, lo cierto es que el SCLV sólo llevaba el registro central, en el RD 116/1992 no se contemplaba que el SCLV llevase directamente cuentas segregadas de clientes.

<sup>457</sup> Dado el peso de la actividad que corresponde a los DCV no extraña que el Considerando 35 del Reglamento UE 909/2014, desarrollado en los arts. 26 y 27 del mismo Reglamento, exija profesionalidad, idoneidad y gestión prudente a los directivos de los DCV.

<sup>458</sup> BPI-IOSCO: *Principios para las infraestructuras de los mercados financieros de la OICV/IOSCO*; diciembre 2012.

<sup>459</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Fco. *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada, pág. 287), advierte que. “*el desarrollo reglamentario de los arts. 5 a 12 LMV se efectuó, como es sabido, por el RD 116/1992, de 14 de febrero. Su contenido, sin embargo, es más detallado en lo relativo a la regulación de principios generales en materia de publicidad (v.gr. escritura pública) y responsabilidad de las Entidades encargadas, que en lo referente a la organización de las anotaciones y el registro, circunstancias*

Reglamento interno, establece que: “La Sociedad de Sistemas determinará las reglas de codificación de las cuentas y otra información estandarizada<sup>460</sup> para la llevanza de las cuentas de detalle de terceros...”.

Aunque la Sociedad de Sistemas está obligada a cumplir una normativa extensa, tanto europea como nacional, lo cierto es que la capacidad normativa de la Sociedad de Sistemas, esa facultad de ordenación “privada”<sup>461</sup> de los DCV le viene atribuida por el TRLMV<sup>462</sup> y plantea numerosos problemas.

Queda fuera de toda duda el valor vinculante del Reglamento de la Sociedad de Sistemas al ser considerada como “norma de ordenación y disciplina<sup>463</sup>” por la aplicación del art. 101.3 LMV. Pero esta afirmación legal puede resultar imprecisa al no tener un encaje claro en el sistema de fuentes del Derecho español.

Cont. \_\_\_\_\_

que en determinados aspectos deja a la concreción del Reglamento del SCLV, o –con más límites- a la actuación de las Entidades encargadas para los registros de valores no cotizados”. Citaba en apoyo de esta opinión el art. 31.6 del RD 116/1992, que hoy tiene su equivalente en el art. 70.2 del RD 878/2015.

<sup>460</sup> En el apartado anterior se han visto algunos de los aspectos que debe desarrollar la Sociedad de Sistemas, por ejemplo, en el *Reglamento Delegado UE 392/2017*, detalla los datos que deben recogerse, pero no aclara cuáles forman parte de la propia anotación y cuáles han de ir al sistema de información previsto en el art. 114 LMV y que corresponde precisar a la Sociedad.

<sup>461</sup> La Sociedad de Sistemas es persona jurídica privada. Sobre la **capacidad normativa** de los DCV, véase: DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autoregulación regulada* (citado), pág. 136. MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R; ZAPATA CIRUGEDA, FJ; HERNÁNDEZ ALER, G Y JIMÉNEZ FERNÁNDEZ, A, en: *Informe y Conclusiones del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009)*. (citado), pág. 38, pese a los escándalos seguían apostando por la autorregulación: “...mantener las iniciativas de autorregulación en algunas materias podría contribuir a aligerar la industria de un excesivo número de reglas. Una reacción de la industria proponiendo soluciones a las ineficiencias detectadas y autoimponiéndose códigos y pautas de actuación sería bienvenida”. SAINZ MORENO, Fernando: *Ejercicio privado de funciones públicas*. En *Revista de la Administración Pública*, nº 100-102, 1983, págs. 1699 a 1783.

<sup>462</sup> Son varios los artículos del Reglamento UE 909/2014, que asignan tareas de ordenación, supervisión e incluso facultades de penalización a los DCV, pero el Reglamento europeo, por dirigirse a diferentes ordenamientos jurídicos y sistemas de registro, no contempla aspectos que corresponde definir a las legislaciones nacionales como se ha reiterado.

<sup>463</sup> El Reglamento de la Sociedad de Sistemas fue aprobado inicialmente por el Consejo de la CNMV en su sesión del 22 de diciembre de 2015. Fue publicado el martes 3 de mayo de 2016 en el BOE, Sección V. C. Anuncios particulares, por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores. SAU, bajo la rúbrica de su Consejero Delegado D. Jesús Salvador Benito Naveira. Modificado el 4 de agosto y publicado en la misma sección del BOE, en las mismas condiciones el 18 de agosto de 2016. La última actualización es de 6 de septiembre de 2017, elaborando un *Texto refundido del Reglamento de la Sociedad de Sistemas*.

En cuanto a los autores que han tratado el tema de *las fuentes normativas*<sup>464</sup>, la naturaleza de las fuentes de regulación de la actividad financiera (afecta esencialmente a la actividad bancaria y del mercado de valores), son conscientes de hallarse ante un problema de difícil encaje en las categorías normativas al uso, no existe un criterio único, aunque sí numerosas críticas a su indefinición. GUILLEM CARRAU<sup>465</sup> señala *“Como elemento clave en la mejora de los entornos normativos, la tendencia en el seno de la UE y de la OCDE consiste en profundizar en los conceptos de autorregulación y de correulación como vías alternativas a la regulación en consonancia con el Informe del Consejo de Estocolmo. Siguiendo a este autor, puede pensarse que el Reglamento de la Sociedad de Sistemas y las Circulares entrarían dentro de ese entorno alternativo de la autorregulación.*

Varios autores, e informes de expertos<sup>466</sup>, advierten que la opción por reforzar las normas de supervisión financiera y creación de autoridades en cada uno de los sectores financieros afectados: banca, bolsa y seguros, no limitó la autorregulación, sólo la acotó y se adoptaron normas técnicas que incorporaron los estándares vigentes en cada

---

<sup>464</sup> Es recomendable ver el artículo de IRTI, Natalino: *Derecho y mercado*; Revista de Derecho Patrimonial; nº 3, 1999. Págs. 21 a 26. En el mismo da cuenta sobre las tensiones entre la “orientación naturalista”, o economicista y la “orientación político-jurídica”, es decir, entre la economía regulada por leyes naturales que los estados deben limitarse a reconocer y la decisión política y elección legislativa, como reflejo de la cultura imperante que alcanza incluso a las formulaciones constitucionales. En pág. 25 dice: *“Y he aquí una doble conclusión. La teoría nos dice que el mercado no extrae de sí mismo su propio derecho, sino que el derecho desde el exterior lo constituye y conforma. También nos recuerda que el contenido de las normas siempre procede de una elección política; por tanto, que la fisonomía jurídica del mercado está trazada por una decisión de poder, y no por la pretendida neutralidad de las tecnocracias. La economía de mercado asciende así desde la naturalidad a la historicidad: diseña una propuesta de política legislativa, sometida al conflicto con otras propuestas, y que, de tiempo en tiempo, vence o sucumbe. El problema de la economía de mercado es problema de contenido de la decisión política”.*

<sup>465</sup> GUILLEM CARRAU, Javier: *La mejora de los entornos normativos y la competitividad económica: el ajuste regulatorio (REFIT) de la UE*. Anuario de derecho parlamentario. Corts valencianes, nº 28, 2015. Pág. 194. También aluden a la cooperación normativa HIERRO ANIBARRO, Santiago en: *El nuevo mercado de valores tecnológicos*. (citado). Pág. 57. SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 1030, habla de *“atribución de funciones públicas a sujetos privados y las técnicas de coordinación entre regulados”.*

<sup>466</sup> Informes de los grupos de expertos: Lamfalussy, Giovaninni I y II, Larosière. Véase también la Introducción de este trabajo y las citas de este epígrafe, donde se da cuenta de esos estudios.

sector<sup>467</sup>. Pero no se trata de la regulación de las autoridades nacionales y supranacionales, el problema tiene que ver con el encuadre de facultad normativa de una entidad privada<sup>468</sup>, de una Sociedad Anónima privada (en contraposición a las Sociedades públicas de forma privada)<sup>469</sup>.

Nos hallamos ante un fenómeno habitual en los últimos años<sup>470</sup>. La calificación de la potestad normativa atribuida a los DCV, en este caso a la Sociedad de Sistemas, no es

---

<sup>467</sup> DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. (citado). Pág. 133.

<sup>468</sup> El art. 128.1 de la Ley 39/2015, no contempla en ningún caso la potestad reglamentaria en favor de entidades privadas. Con independencia de las polémicas suscitadas en su día por las facultades regulatorias del Banco de España y de la CNMV, véase la nota a pie de página al inicio de este apartado referida a la capacidad normativa. DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. (citado). Pág. 140, dan cuenta del aval que supuso para la CNMV que la STC 135/1992, de 5 de octubre (ECLI:ES:TC:1992:135), reconociese la facultad reglamentaria de las administraciones independientes. Estas autoras ponen en cuestión la adopción de instrumentos de derecho blando como las guías técnicas procedentes del IOSCO, que, pese al reconocimiento expreso en el art. 21 del actual TRLMV, introducido en la reforma de la LMV mediante la Ley 5/2015, de 5 de abril, plantean problemas de seguridad jurídica al no estar clara su delimitación, debiendo, en todo caso, estar sujetas a la jurisdicción contencioso-administrativa (pág. 142), aunque se refieren a las Circulares y Guías Técnicas de la CNMV.

<sup>469</sup> En el derecho comparado, puede verse un antecedente de otorgamiento de facultades regulatorias a entes privados en el NASD estadounidense, en el que, según el profesor HIERRO ANIBARRO, Santiago en: *El nuevo mercado de valores tecnológicos*. (citado). Pág. 66: “El gobierno de Estados Unidos ha delegado en la NASD la función de regular el mercado NASDQ y el resto de mercados extrabursátiles de ese país, al amparo de la *Securities Exchange Act de 1934*”. ALONSO SOTO, Ricardo: *Las funciones de seguimiento y control llevadas a cabo por las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores*. En La reforma del sistema de poscontratación en España (citado). Para el autor, la complejidad de la normativa es problemática para determinar la naturaleza jurídica de los DCV y ECC. En pág. 1002, hablando de las funciones de supervisión, literalmente dice: “La atribución de funciones de inspección, supervisión, control y sanción a estas últimas entidades supone la consolidación a nivel legislativo de la tendencia hacia una privatización del control de las operaciones de poscontratación de valores, que se lleva a cabo mediante el traslado de funciones típicamente públicas a entidades privadas que son fiscalizadas por las autoridades públicas de supervisión (CNMV, Banco de España y AEVM) y en las que el control de legalidad de sus decisiones se realiza por la jurisdicción contencioso-administrativa”. Pero no sólo afecta a la supervisión, sino a la elaboración de normas, como sucede con el Reglamento interno de la Sociedad de Sistemas. SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*, (citado). En pág. 1029 “son sujetos privados quienes llevan a cabo la actividad de registro, compensación y liquidación...”.

<sup>470</sup> de BELANDO GARÍN, Beatriz: *La protección pública del inversor en el Mercado de Valores*, (citado), señala que: “La desregulación aparejada a la liberalización, no ha supuesto la sustitución de toda reglamentación pública por normativa de carácter privado, sino la elaboración de las normas necesarias bajo parámetros de eficacia”. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El Derecho bancario: consideraciones generales*; en Anuario da Facultade de Dereito; N<sup>o</sup> 3, 1999, 243-306. Refiriéndose al Derecho bancario pero aplicable

una cuestión ociosa, téngase presente las normas administrativas están sujetas al control jurisdiccional, pues el art. 106 de la Constitución española establece que: *“Los Tribunales controlan la potestad reglamentaria y la legalidad de la actuación administrativa, así como el sometimiento de ésta a los fines que la justifican”*. Ello indica que el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, en cuanto es considerado norma de ordenación y disciplina del mercado de valores por el art. 101.3 de la LMV no puede quedar en el limbo jurisdiccional, estaría sometido al control jurisdiccional, pero el encaje del Reglamento de la Sociedad de Sistemas no es fácil, precisamente por la atribución de la cualidad de norma que realiza el TRLMV, y obliga a tratar su encaje en las disciplinas jurídicas al uso.

Si bien el Reglamento de la Sociedad de Sistemas puede encajar dentro de la *autorregulación*<sup>471</sup>, el art. 101.1 LMV otorga facultades a los DCV para fijar *“las condiciones y principios bajo los cuales prestarán los referidos servicios, incluso “el régimen jurídico de sus entidades”* participantes<sup>472</sup> que el apartado 3 convierte en norma

Cont. \_\_\_\_\_

igualmente al Derecho del mercado de valores, dice: *“el Derecho bancario es un Derecho profesional/funcional, que afecta a todos los aspectos del estatuto del banquero y del régimen de sus operaciones, incluyendo sus relaciones con el poder público, por lo que la incidencia de la reglamentación administrativa es muy considerable. En este sentido, el Derecho bancario español impone a las entidades de crédito la obtención de previas autorizaciones administrativas, de índole constitutiva y “de inserción”, así como la adopción de especiales estructuras organizativas de conformación”*. Añade que, así visto, el Derecho bancario es un conglomerado de *“diferentes normas, pertenecientes a los más diversos ámbitos del Ordenamiento”*. Completa su reflexión diciendo que existe un predominio de normas administrativas, si bien ello no afecta a la naturaleza privada de su actividad. Hablando del sistema bancario alude a que el Derecho bancario debe referirse a *“las operaciones y los sujetos”*, pero debe añadirse el *“régimen de las relaciones administrativas”* y que *“se deja en el aire el aspecto funcional”*. Respecto del Derecho Bancario sostiene que *“En principio, el “Derecho bancario” es un Derecho eminentemente profesional, como el Derecho mercantil, que contempla y regula el ejercicio de una actividad -la actividad bancaria- con un sujeto actor o agente -el “Banco”, en sentido amplio, y que, desde el punto de vista jurídico se traduce en el establecimiento de relaciones jurídicas. De estas relaciones, unas son “de organización”; relaciones que, o bien son internas, o bien establecen un vínculo con la Administración del Estado, que interviene sobre el sector económico de la actividad bancaria. Y otras son relaciones patrimoniales externas, establecidas con otros sujetos mediante la conclusión de contratos: los contratos “bancarios”*. Extrapolando su visión del Derecho Bancario al Derecho del mercado de Valores, la relación conceptual vendría a ser la misma.

<sup>471</sup> Sobre la evolución de la autorregulación en los mercados de valores estadounidenses puede verse HIERRO ANIBARRO, Santiago en: *El nuevo mercado de valores tecnológicos*. (citado). Pág. 68. Señala que *“hizo aparición paralelamente a la fundación del primer mercado bursátil en Nueva York en 1792*

<sup>472</sup> HIERRO ANIBARRO, Santiago en: *El nuevo mercado de valores tecnológicos*. (citado). Pág. 71, citando la *Securities Exchange Act* norteamericana: *“La autorregulación se define como la autorización estatal para que una persona jurídica privada, conocida por las siglas SRO (self-regulatory organization),*

y va más allá de lo que se entiende por autorregulación. El RD 878/2015 establece su obligatoriedad para las entidades participantes en los arts. 70.1, 73.3 y 74.1 y 2. Pero el vínculo es doble, pues también se obligan contractualmente las entidades emisoras y las entidades participantes<sup>473</sup> a cumplir el Reglamento y las Circulares así como las Instrucciones y el Manual de Procedimientos, en el contrato de adhesión que firman con la Sociedad de Sistemas.

Dentro de las competencias de ordenación caben también las derivadas del *Reglamento (UE) n.º 909/2014* en aquello que necesite concreción, y que no haya sido regulado por la propia LMV o la normativa de desarrollo y se corresponda con la atribución legal del TRLMV<sup>474</sup>, mientras que otras serán competencia del Gobierno o Ministerio correspondientes<sup>475</sup>, como el citado art. 98.5 TRLMV, cuando establece que reglamentariamente se determinarán las competencias de seguimiento y control a favor de los DCV sobre las entidades participantes.

Cont. \_\_\_\_\_

*pueda regularse y hacer cumplir tanto las normas producto de esa autorregulación como las leyes del mercado de valores a sus miembros, e incluso a quienes no lo son”.*

<sup>473</sup> DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada.* (Citado). Pág. 160.

<sup>474</sup> Téngase presente que el Reglamento UE 909/2014, no indica expresamente si corresponde a la autoridad administrativa o los DCV establecer el régimen de funcionamiento de los DCV y los sistemas de liquidación y registro, por dirigirse a diferentes sistemas legales y opciones de configuración del mercado, por tanto, en ausencia de una atribución directa del Reglamento europeo, si la cuestión que deba ser regulada no entra dentro de las previstas en el art. 101 del TRLMV, la Sociedad de Sistemas no podrá ordenarlo, pudiendo hacerlo la autoridad administrativa prevista legalmente, pues son muchas las remisiones al desarrollo reglamentario, que puede realizarse bien por el Ministerio de Economía, bien por la CNMV.

<sup>475</sup> Hay otras previsiones de facultades y obligaciones que corresponden a la sociedad de Sistemas, como las del *Art. 98.5 LMV* que se corresponden más bien con la regulación de la propia Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, no necesariamente referidas a la capacidad normativa sobre el registro contable: *5. Reglamentariamente se determinarán las funciones concretas de seguimiento y control que deberán ejercer los depositarios centrales de valores sobre sus entidades participantes, los requisitos de solvencia exigibles a sus entidades participantes, los tipos de entidades que podrán acceder a la condición de entidad participante, los requisitos de organización contable, medios técnicos, obligaciones específicas de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y cuantos otros aspectos se consideren necesarios para su adecuado funcionamiento, atendiendo, entre otros, a criterios de proporcionalidad en función de su nivel de actividad.*

Como se ha indicado, todo ello sin perjuicio de la facultad de desarrollo reglamentario directo a favor del Gobierno, para el esclarecimiento del sistema de registro previsto en los arts. 9.4, 97.1.b) y 98.5 LMV, reproducidos o desarrollados en los arts. 2.3, 57 y 70 del RD 878/2015, en cuyo último precepto citado, el art. 70, establece la obligatoriedad de cumplir con “*cuantas circulares adopten los depositarios centrales de valores en el marco de las funciones de liquidación y registro que le atribuyen la Ley 24/1988, de 28 de julio, este real decreto y, el propio reglamento*”, dictado al amparo de las previsiones legales citadas anteriormente.

Ahora bien, dado que la norma reglamentaria, el RD 878/2015, tampoco puede llegar al grado de detalle que demanda la agilidad del mercado y la complejidad técnica de éste, señala las líneas generales por las que ha de regirse la Sociedad de Sistemas y el registro contable, dejando múltiples detalles a la regulación de la propia Sociedad y al modo de establecer las relaciones con las entidades participantes, sin que ello implique que las normas de ésta sean normas administrativas, por varias razones, la primera y principal porque no tiene esa competencia como se ha visto, y la segunda porque está prohibida la subdelegación<sup>476</sup>, no se admite la delegación de competencias que se ejercen por delegación, salvo autorización expresa, según el art 9 de la Ley 40/2015, modo en el que debe interpretarse el art. 101.3 LMV, y que, en ningún caso prevé la delegación en personas jurídicas privadas.

No plantean tanto problema las Circulares de la Sociedad de Sistemas, a las que no se atribuye la cualidad de norma<sup>477</sup> y no requieren aprobación previa de la CNMV,

---

<sup>476</sup> Sobre la posible capacidad normativa de las personas privadas y la subdelegación, véase: ÁLVAREZ GARCÍA, Vicente: *La capacidad normativa de los sujetos privados*, en Civitas Revista Española de Derecho Administrativo, nº 99, julio-septiembre 1.998. Págs. 343 y ss. quien sostiene que la competencia que atribuyen las Leyes, en este caso la LMV, en favor del Gobierno, o del Ministro que corresponda, son indelegables, no se admite la subdelegación, reflexionando para ello sobre los arts. 82, 97 y 98 de la Constitución española y el art. 12 de la Ley 30/92, y para que ello fuese posible se necesitaría una autorización doble: Que no lo prohíba la Constitución y que expresamente se prevea esta posibilidad por norma con rango de Ley en sentido formal y sobre materia no sometida a reserva de Ley.

<sup>477</sup> PADRÓS REIG, Carlos: *La relevancia de la culpa in vigilando en la regulación y supervisión financiera y bancaria*. RDBB núm. 128. Octubre – Diciembre, 2012. Pág. 120, aplicable a las Circulares: “frente al paradigma tradicional donde la Administración actuaba de garante del cumplimiento de las normas sectoriales mediante una autorización administrativa previa al ejercicio de actividades económicas, la DSMI plantea ahora la aplicación generalizada del principio de libertad de establecimiento y el carácter

aunque deben ser comunicadas a la CNMV y al Banco de España, y la CNMV puede suspenderlas o *dejar sin efecto*, (en expresión de la Ley, art. 101.2) si considera “*que infringen la legislación aplicable, o perjudican el funcionamiento prudente y seguro del depositario central de valores y de los mercados de valores o la protección de los inversores*”<sup>478</sup>. A su vez, pueden ser completadas por *Instrucciones*<sup>479</sup> *Notas informativas* y *Avisos*, de carácter técnico no contemplados en el TRLMV, que forman parte del desarrollo del sistema (art. 2.5 y 7 del TR del Reglamento de la Sociedad de Sistemas), integrándose dentro de las relaciones entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes conforme a las previsiones de los art. 73 y 74 del RD 878/2015.

Se plantea SALVADOR ARMENDÁRIZ<sup>480</sup>, “*si el incumplimiento de lo establecido en estas normas de elaboración privada, configuradas por la Ley como normas de ordenación y disciplina, quedan incluidas en lo que el art. 271 califica como «disposiciones de carácter general», y si su incumplimiento es susceptible de ser calificado como infracción leve, en aplicación del art. 300 TRLMV*”. De ser incluidas en el art. 271 TRLMV, se estaría admitiendo la producción privada de normas administrativas, lo que, a efectos de determinar la responsabilidad también significaría el seguimiento del procedimiento administrativo para ello. La Sociedad de Sistemas es una entidad privada<sup>481</sup>, por lo que en principio carece de facultades para dictar normas que tengan carácter público<sup>482</sup>.

Cont. \_\_\_\_\_

*sólo subsidiario de dicha intervención administrativa. A efectos prácticos, la autorización desaparece y se convierte en autodeclaración responsable y comunicación a la Administración. Tanto en un caso como en otro, la Administración pública pierde su capacidad de examen del proyecto de actividad y simplemente recepciona el documento que entregan los privados”.*

<sup>478</sup> El art. 70 del RD 878/2015, establece esta posibilidad del siguiente modo: “*cuando estime que dichas circulares infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de la liquidación y del registro contable de acuerdo con los principios que, conforme a este real decreto, deben inspirarlas.*

<sup>479</sup> Según el art. 2.7 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*: “*Las Instrucciones recogerán, de conformidad con las Circulares, cualquier desarrollo y modificación de los procedimientos técnicos que se apliquen al conjunto de los valores u operaciones. Su aprobación corresponde a los Directores designados por el Consejo de Administración*”.

<sup>480</sup> SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), en pág. 1068.

<sup>481</sup> ALONSO SOTO, Ricardo: *Las funciones de seguimiento y control llevadas a cabo por las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores*. En La reforma del sistema de

poscontratación en España (citado). Pág. 1021, mantiene que, tanto BME Clearing como la Sociedad de Sistemas, “son entidades privadas de tipo societario y naturaleza mercantil, que, sin embargo, desarrollan funciones públicas de interés general consistentes en velar por el buen funcionamiento del mercado de valores y, más en concreto, de las operaciones de poscontratación de valores”. Pero el desarrollo de funciones o servicios públicos no es suficiente para determinar si sus propias reglas organizadoras son administrativas o privadas.

<sup>482</sup> No encaja en el art. 21.4 del TRLMV, por el que la CNMV puede hacer suyas las guías que “aprueben los organismos o comités internacionales activos en la regulación y supervisión del mercado de valores”. Respecto de su ubicación dentro de la delegación reglamentaria prevista en el art. 129.4 in fine, de la Ley 39/2015, según el cual “Las leyes podrán habilitar directamente a Autoridades Independientes u otros organismos que tengan atribuida esta potestad para aprobar normas en desarrollo o aplicación de las mismas, cuando la naturaleza de la materia así lo exija”, este precepto es precisamente el que habilita a la CNMV para aprobar sus Circulares, pues se refiere precisamente al desarrollo reglamentario de la Ley, que debe interpretarse coherentemente con el apartado 4, primer párrafo de dicho artículo: “A fin de garantizar el principio de seguridad jurídica, la iniciativa normativa se ejercerá de manera coherente con el resto del ordenamiento jurídico, nacional y de la Unión Europea, para generar un marco normativo estable, predecible, integrado, claro y de certidumbre, que facilite su conocimiento y comprensión y, en consecuencia, la actuación y toma de decisiones de las personas y empresas”.

El art. 52.1 de la Ley 30/1992, disponía: “Para que produzcan efecto jurídico las disposiciones administrativas habrán de publicarse en el Diario Oficial que corresponda”. Su equivalente actual sería el art. 45 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, pero este último se refiere sólo a los actos administrativos. Aunque el art. 73 RD 116/1992, imponía la publicación: “Cuando las decisiones a que se refiere el número anterior puedan afectar a la ordenación de los procesos de compensación y liquidación o del sistema de llevanza y control de los registros contables, el Servicio deberá comunicarlas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o en su caso, a la Comunidad Autónoma correspondiente en el plazo máximo de las veinticuatro horas siguientes a su adopción y publicarlas en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores. Dichas Entidades públicas podrán suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estime que dichas decisiones infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de la compensación y liquidación de acuerdo con los principios que, conforme al presente Real Decreto, deben inspirarlas”. Conforme al primer precepto citado, de la Ley 30/1992, ha de matizarse que el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores no tiene la consideración de Boletín Oficial, aunque ello no es determinante, pues, por ejemplo, también se publican determinados aspectos de las sociedades en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, que sí es oficial, y sin embargo no tiene esa consideración lo publicado, sino el medio de publicación, piénsese, sin ir más lejos, en una convocatoria de Junta General de accionistas. Sobre la distinción entre acto administrativo y reglamento, puede verse MARTÍN REBOLLO, Luis, en *Disposiciones administrativas y actos administrativos*, en “La Nueva Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común” (LEGUINA VILLA, Jesús y SÁNCHEZ MORÓN, Miguel, directores), Ed. Tecnos, Madrid 1993, para quien “el reglamento es una norma que innova, se integra en el ordenamiento, subsiste mientras no sea derogada y no se consume, mientras el acto es algo ordenado, que aplica la normativa vigente al caso concreto, no se integra en el ordenamiento y se consume con su ejercicio”, que tiene trascendencia en orden a la competencia para dictar actos y reglamentos y la distinción entre ambos, requisitos para la revocación de los actos frente a la libre derogación de los reglamentos, la diversa forma de atacar la nulidad de los actos y reglamentos, la publicación necesaria de los reglamentos..., etc., y los actos deben emanar de una Administración pública, el contenido del acto, su causa y su fin deben ajustarse al ordenamiento jurídico, y seguir el procedimiento y forma de manifestación señalados, a lo que cabría añadir, siguiendo a BOQUERA OLIVER, José María, que acto administrativo es aquél dictado en uso de la potestad jurídico-pública. Por tanto, las Circulares del SCLV (entre ellas el Reglamento de Organización y Funcionamiento), decisiones, etc. no están sujetas a la jurisdicción contencioso-administrativa, porque no se trata de una verdadera potestad reglamentaria.

Así pues, la Sociedad de Sistemas organiza el sistema de registro dentro de un ámbito normativo extenso que MARTÍNEZ FLÓREZ, GARCIMARTÍN ALFÉREZ y RECALDE CASTELLS<sup>483</sup>, describen como “*un complejo sistema normativo que se integra por una pluralidad de sistemas, públicos y privados, de origen nacional y supranacional, y refleja con claridad la ósmosis entre lo público y lo privado que caracteriza al sector*”. Ya con anterioridad, advertía CORTÉS DOMÍNGUEZ<sup>484</sup> que la regulación financiera sigue siendo un “*enorme desafío para la teoría de las fuentes del Derecho*”, y, en expresión de las autoras DARNACULLETA GARDELLA y LEÑERO BOHOÓRQUEZ<sup>485</sup>, se trata de fuentes heterogéneas, “*en cuanto al origen, naturaleza y alcance de las fuentes .../... que da lugar a la aparición de una pluralidad de sistemas normativos, públicos y privados, de origen nacional y supranacional*”.

---

<sup>483</sup> MARTÍNEZ FLÓREZ, GARCIMARTÍN ALFÉREZ y RECALDE CASTELLS: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (obra citada), pág. 39. En el mismo sentido: SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*. En la misma obra de los anteriores. En pág. 1028, la autora habla de entrecruzamiento entre lo público y lo privado y de su dificultad de encuadramiento en las categorías tradiciones del sistema de fuentes.

<sup>484</sup> CORTÉS DOMÍNGUEZ, Luis Javier: *Lecciones de contratos y mercados financieros*. Ed. Thomson-Civitas, Madrid 2004. Pág. 34. Considera que “*desde una perspectiva formal, la regulación de los mercados financieros se lleva a cabo mediante un sistema de fuentes ciertamente complejo*”. Así, señala que el desborde del ámbito de la economía propicia la regulación supranacional, pero los mercados siguen teniendo una *base estatal* (pág. 37) y se delega en la potestad reglamentaria de los organismos administrativos especializados conocedores del ámbito al que se dirigen. Junto a estas normas públicas, existen *reglas privadas*, que “*se establecen por los propios interesados, en punto a materias como el funcionamiento operativo de los mismos y que introducen una mayor dosis de flexibilidad en el conjunto regulador*”.

<sup>485</sup> DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. (Citado). En su trabajo aluden al debate ideológico entre los *standarts* internacionales entre la autoregulación y la armonización internacional mediante normas de “*hard Law*”. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (obra citada), pág. 115. BATALLER GRAU, Juan: *La desregulación de los seguros privados*. Revista española de Seguros; n<sup>o</sup> 97, 1999, advertía en esa fecha que existían dos tendencias: la desregulación y la privatización, y que, dentro de esta última, podía distinguirse entre la privatización en sentido formal, mediante la cual se sujetaban “*determinadas actividades desarrolladas por los poderes públicos al derecho común; y privatización en sentido material, que consiste en la traslación, total o parcial, al sector privado de actividades empresariales que hasta dicho momento eran desempeñadas por los poderes públicos*”.

Opina ALONSO SOTO<sup>486</sup> que se trata de una privatización de facultades habituales de la Administración y Señala IGLESIAS RODRIGUEZ<sup>487</sup> que inicialmente existía una preeminencia por la técnica auto regulatoria entre los años 2002 y 2009, pero tras la crisis económica se ha desarrollado una amplia normativa, y la Sociedad de Sistemas viene obligada a cumplir con las normas de diversas fuentes, aunque persiste la autorregulación<sup>488</sup>.

El Reglamento de la Sociedad de Sistemas es calificado como reglamento interno y, como tal, se entiende que es aquél que establece su propia organización y funcionamiento<sup>489</sup>, y nada obsta a que organice su modo de relacionarse y fijar las condiciones bajo las que desarrolla sus funciones. El Reglamento de la Sociedad de Sistemas regula la organización de los sistemas de registro, compensación y liquidación (a los que hace referencia la denominación social), funciones que le atribuye la LMV por la que *“especificarán las obligaciones y los requisitos organizativos y procedimentales necesarios para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Reglamento (UE) n.º 909/2014”*, y no se dirige a una pluralidad de usuarios, sino que está restringido a los miembros de los

---

<sup>486</sup> ALONSO SOTO, Ricardo: *Las funciones de seguimiento y control llevadas a cabo por las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado). Pág. 1002. Véase también a SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 1030, habla de *“atribución de funciones públicas a sujetos privados”*.

<sup>487</sup> IGLESIAS RODRIGUEZ, Pablo, en *Procesos armonizadores en el ámbito de la poscontratación en la UE. El proceso de la reforma y conexión de Iberclear a TARGET2-Securities (T2S)*, en: La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. (obra citada), pág. 75 y ss. donde relata cronológicamente los sucesivos intentos de regulación europea, así como los de carácter privado a través de las normas de autorregulación, bien a través de las instituciones especializadas, como actualmente la AEVM, o el IOSCO, o bien mediante la adopción de normas de *“soft law”*, con la adopción de códigos y principios de actuación. Véase §4.2.1 y §4.2.2. Actualmente, la regulación de los sistemas financieros en general ha dado lugar un sinnfín de normas, europeas, nacionales y también a normas de autorregulación, estas últimas son frecuentemente origen de discusiones acerca de su alcance y obligatoriedad.

<sup>488</sup> Si la normativa adoptada es suficiente es pronto para juzgarla, depende de muchos factores, aunque quizá no dependa tanto de la normativa como de la propia economía financiera.

<sup>489</sup> Fue una controversia doctrinal en el ámbito del Derecho administrativo sobre los reglamentos organizativos de las Administraciones autónomas o independientes, a los que un sector de la doctrina los califica como *“no jurídicos”*, como relata DARNACULLETA I GARDELLA, Mercè: *Reflexiones sobre el ejercicio de la potestad organizatoria en el ámbito de las personificaciones instrumentales: análisis de la aplicación de la Ley 4/1985, de 29 de marzo, del Estatuto de la Empresa Pública catalana*. Rev. Autonomies, nº 23, junio de 1998. Pág. 265 y ss.

mercados y entidades participantes<sup>490</sup>. Esta alusión permanente en el TRLMV y el RD 878/2015 a que se trata de un reglamento interno, no clarifica si nos hallamos ante una norma de derecho privado o público, pues el calificativo interno se refiere a cómo se organiza y estructura, en el que cabe incluir las relaciones con sus miembros, mientras debe entenderse por externo cuando es general y va más allá de la propia organización.

Parece que el *cumplimiento de los requisitos* de información previa por el Banco de España y aprobación por la CNMV<sup>491</sup> sean requisitos formales ineludibles, y por tanto, si el defecto de procedimiento podría suponer su anulación<sup>492</sup>. El acto

---

<sup>490</sup> Se trata de normativa interna, y así lo contempla expresamente el RD 878/2015, en el art. 34.6, que utiliza exactamente la expresión normativa interna:

*“La llevanza de los registros a que se refiere este artículo y, en particular, los datos que deberán constar en cada inscripción, se ajustará a lo que señala el artículo siguiente, así como a la normativa interna de los depositarios centrales de valores.*

Y en el art. 35:

*“Control de los registros de detalle. 1. Con objeto de facilitar el control y la conciliación de los saldos de valores reconocidos en las cuentas generales de terceros con los anotados en las cuentas de detalle, las entidades participantes organizarán los registros de detalle mediante un sistema de codificación único y estandarizado de cuentas que será regulado por el depositario central de valores en su normativa interna”.*

También hay un reconocimiento sobre el hecho de tratarse de normativa interna en el art. 79 del RD 878/2015, cuando alude en sus apartados 1 y 2 a que:

*“1. Los depositarios centrales de valores determinarán en sus reglamentos internos los requisitos que deben contener las órdenes de transferencia de valores y efectivo que reciban de sus entidades participantes, a fin de aceptarlas y proceder a su liquidación.*

*2. En atención a las modalidades de contratación o a la posible intervención de una entidad de contrapartida central, los depositarios centrales de valores establecerán en su normativa interna las diversas modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia de valores y efectivo.*

<sup>491</sup> En la actualidad corresponde al Presidente o Vicepresidente de la CNMV aprobar el Reglamento de la Sociedad de Sistemas o sus modificaciones, de conformidad con el art. 14 del *Acuerdo de 27 de septiembre de 2018, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias*.

<sup>492</sup> Como contraste con la Sociedad de Sistemas, el art. 21 de la LMV, otorga directamente capacidad normativa a la CNMV, para el desarrollo de los Reales Decretos del Gobierno o las órdenes ministeriales, siempre que exista habilitación expresa para ello, labor que realiza mediante las Circulares que *“no surtirán efectos hasta tanto sean publicadas en el «Boletín Oficial del Estado» y entrarán en vigor conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1 del Código Civil”*. Opina ALLI ARANGUREN, Juan-Cruz, en: *La inactividad de la administración en el ordenamiento jurídico-administrativo*. En Organización y procedimientos administrativos: libro homenaje al profesor Francisco González Navarro. Ed. Aranzadi. Pamplona 2007, pág. 514, que *“En la STC 136/1995, de 25 de septiembre, invocó la doctrina dictada en la STC 37/1995 sobre el derecho a la tutela judicial efectiva (art. 24.1 CE) como derecho de acceso a la justicia para provocar la decisión judicial (STC 20/1981), que obliga a interpretar las normas judicial en el sentido más favorable a la eficacia del derecho fundamental (STC 159/1990), porque “...El principio pro actione exige que el orden contencioso-administrativo “no puede ser concebido un cauce jurisdiccional para la protección de la sola legalidad objetiva o, si se prefiere, como un proceso al acto sino fundamentalmente,*

administrativo de aprobación corresponde a la CNMV, quien debe sujetarse al Procedimiento Administrativo Común de la Administraciones Públicas, según el art. 16.2 del TRLMV, pues no hay previsión expresa en la propia Ley<sup>493</sup>.

El art. 101.3 plantea problemas de interpretación sobre el alcance del reglamento interno y sobre su ubicación en el derecho privado o público. Esta atribución pone de relieve cuestiones como la del art. 101.1 LMV, al señalar que el Reglamento establecerá “*el régimen jurídico de sus entidades participantes*”, ajustándose al Reglamento UE 909/2014, que menciona expresamente el art. 101.3 LMV, y que deja en manos privadas decidir sobre parte del régimen jurídico de las empresas participantes<sup>494</sup>.

Cont. \_\_\_\_\_

*como una vía jurisdiccional para la efectiva tutela de los derechos e intereses legítimos de la Administración y de los administrados”.*

<sup>493</sup> Entre los acuerdos que publica la CNMV no se puede encontrar el de aprobación. En la actualidad corresponde al Presidente o Vicepresidente de la CNMV aprobar el Reglamento de la Sociedad de Sistemas o sus modificaciones, de conformidad con el art. 14 del *Acuerdo de 27 de septiembre de 2018, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias*. Resulta paradójico que, en la información que publica la CNMV a la que está obligada por el art. 17.2 LMV, no contenga referencia alguna al acto administrativo de aprobación del Reglamento de la Sociedad de Sistemas. En la Sección de Anuncios particulares del BOE, núm. 106 de 3 de mayo de 2016, literalmente consta lo siguiente: Madrid, 25 de abril de 2016.- Jesús Salvador Benito Naveira, Consejero Delegado. La única referencia que se puede encontrar en la CNMV sobre el acto de aprobación se encuentra en el *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación 2015*, que literalmente, en su pág. 1173, dice: “*Por otra parte, con fecha 22 de diciembre de 2015, el Consejo de la CNMV aprobó el Reglamento de Iberclear, que sustituyó al Reglamento de Organización y Funcionamiento. El contenido del reglamento viene definido por lo previsto en el artículo 101 del texto refundido de la LMV*”. En el texto del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, accesible desde su página web, se hace constar literalmente: “*Reglamento de la Sociedad de Sistemas aprobado por el Consejo de la CNMV el 22 de diciembre de 2015. Incorpora las modificaciones aprobadas por el Consejo de la CNMV en sus sesiones del 27 de julio de 2016 y el 6 de septiembre de 2017*”. CNMV: <https://www.cnmv.es/Portal/legislacion/legislacion/cronologico.aspx?id=2016>. En el índice cronológico de legislación del año 2016, sólo aparece una referencia al Reglamento de la Sociedad de Sistemas y no es el acto de aprobación del Reglamento, sino de la modificación del mismo que remite al anuncio en el BOE, núm. 199, de 18 de agosto de 2016. Sobre las clases de actos administrativos véase: DE LA QUADRA-SALCEDO FERNÁNDEZ DEL CASTILLO, Tomás: *Los actos administrativos (i): concepto, clases y elementos*. UC3M, octubre 2015.

<sup>494</sup> El art. 70.1 del RD 878/2015 establece la obligatoriedad de cumplir el Reglamento por las entidades participantes RD 878/2015, art. 70.1: “*Las entidades participantes estarán obligadas a cumplir el reglamento interno y cuantas circulares adopten los depositarios centrales de valores en el marco de las funciones de liquidación y registro que le atribuyen el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, este real decreto y, el propio reglamento*”. Realmente afecta también a terceros pues “*el reglamento regulará los procedimientos para gestionar la entrega de valores y su pago, la determinación del momento de firmeza de las instrucciones de liquidación...*”.

Tampoco da pistas el acto formal de aprobación del Reglamento por la CNMV. El Reglamento actual, fue aprobado por la CNMV el 22 de diciembre de 2015, y modificado y aprobado también por la CNMV el 27 de julio de 2016 y 6 de septiembre de 2017. Si atendemos al Preámbulo III, dice: *“El nuevo Reglamento se encuadra en el marco de la Reforma del Sistema Español de Compensación y liquidación, que fue impulsada por la Ley 32/2011, de 4 de octubre y culminada con la disposición final primera de la Ley 11/2015, de 18 de junio, con la finalidad de alcanzar una cierta homogeneización de las actividades de post-contratación españolas con aquellas estructuras de nuestros principales socios europeos”*. El Reglamento de la Sociedad de Sistemas se publicó en el BOE como anuncio el martes 3 de mayo de 2016. Advierten DARNACULLETA GARDELLA, y LEÑERO BOHOÓRQUEZ<sup>495</sup>, que *“una vez que el régimen de derechos y obligaciones que va a vincular a la infraestructura con participantes y miembros queda fijado con la autorización por la CNMV del reglamento interno, y, en su caso, de las condiciones generales, estos contenidos se independizan de la voluntad de la infraestructura que las formuló, que no puede apartarse de aquéllos salvo que se inste un procedimiento de modificación de las disposiciones, sujeto a ulterior autorización administrativa”*. Ello implica que las modificaciones deben ser aprobadas también por la CNMV.

ALONSO SOTO<sup>496</sup>, hablando de los reglamentos internos de BME Clearing y de la Sociedad de Sistemas, considera que *“son normas jurídicas de tipo privado que persiguen una finalidad pública: el buen funcionamiento del mercado, y a las que, por esta razón, se les atribuye la naturaleza jurídica de normas de ordenación y disciplina del mercado de valores”*. Apunta también que *“la convivencia entre funciones públicas y privadas que tienen asignadas las ECC y los DCV y la conjunción de normas públicas de ordenación y disciplina del mercado dentro de los mismos textos normativos, dificultan en múltiples ocasiones la identificación de la verdadera naturaleza jurídica de algunas de dichas*

---

<sup>495</sup> DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. (citado), pág. 147.

<sup>496</sup> ALONSO SOTO, Ricardo: *Las funciones de seguimiento y control llevadas a cabo por las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores*. En *La reforma del sistema de poscontratación en España* (citado). Pág. 1023.

normas, esto es, si pertenecen al ámbito del derecho público, por ser regulación administrativa, o al del derecho privado por tratarse de regulación contractual”, proponiendo como solución la elaboración de un listado legal de las que pertenecen a cada categoría para clarificar el tema.

La consideración de los *Estatutos sociales* y el *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* como normas de ordenación y disciplina del mercado de valores en el art. 101 LMV, se justifica por la importancia económica adquirida por los mercados de valores<sup>497</sup> que afecta al *interés público*<sup>498</sup>, por lo que sus normas y principios reguladores formarían parte del *orden público económico* al que se refiere DIEZ PICAZO<sup>499</sup>, fundamentando la obligatoriedad de su observancia para las entidades participantes<sup>500</sup>. Pero, que el Reglamento de la Sociedad de Sistemas sirva al interés público tampoco clarifica su adscripción, pues son muchas las actividades que son de interés público, y

---

<sup>497</sup> La Exposición de Motivos de la Ley 24/1988, hablaba de “ordenación vigente de nuestros mercados de valores”, o, como dice el Preámbulo del TR de la Ley del Mercado de Valores 4/2015, “sus numerosas modificaciones han sido el fiel reflejo de la evolución que, a lo largo de los años, ha experimentado el mercado de valores y que tienen su origen en diversos factores, como son la creciente complejidad y dinamismo asociados al ordenamiento bancario y financiero, que exigen una labor constante de adaptación del sistema normativo a la realidad de los mercados”. La normativa de la Sociedad de Sistemas debe servir también a ese interés público, no sólo las que adopte en lo sucesivo, también las anteriores, como se desprende de la Disposición Adicional 6ª del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores: “En tanto la Sociedad de Sistemas no establezca otras disposiciones y decisiones en el ejercicio de las funciones de dirección, administración y ordenación que le atribuye esta ley, continúan en vigor las disposiciones y decisiones que en la fecha de asunción efectiva de sus funciones por la Sociedad de Sistemas rijan los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores gestionados hasta entonces por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y por el Banco de España. La Sociedad de Sistemas y el Banco de España mantendrán la debida coordinación a fin de sustituir la normativa vigente por las reglas de la Sociedad de Sistemas que se aprueben en el futuro.

<sup>498</sup> Basta con ver el primer párrafo del Preámbulo del RD 878/2015 para apreciarlo. CUÑAT EDO, Vicente: *Las fuentes reguladoras de la actividad contractual bancaria*, (citado), pág. 620 y ss. alude al “sentido integrador de las distintas ramas del Derecho público y del Derecho privado, utilizando las normas privadas para canalizar la aplicación de las normas de carácter público al tráfico privado, cuanto éstas han surgido precisamente para atender derechos de los particulares”, y concluye considerando que esta facultad privada de ordenación debe integrarse en el concepto de “orden público”.

<sup>499</sup> DÍEZ-PICAZO, Luis, en *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; La responsabilidad civil extracontractual*. Ed. Civitas, Tomo V, 2011, págs. 53 a 72, que sería el “conjunto de principios y de líneas de inspiración sobre las cuales la actividad económica de la sociedad se desarrolla (pág. 54) .../... que “poseen la fuerza y eficacia de los principios jurídicos generales dentro de los cuales se encuentran (pág. 55).

<sup>500</sup> Véanse al respecto los apartados 1 y 7 del Preámbulo de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

por ello se justifica la intervención de los poderes públicos, pero cuyo ejercicio queda en manos privadas.

LEÓN SANZ<sup>501</sup> considera que la conexión de las normas internas (de los DCV en este caso) con las normas de ordenación económicas de la libertad empresarial sería funcional, en virtud de los intereses que se intentan proteger y que están en juego. Por ello *“las normas en materia de poscontratación en los mercados de valores no se podrían considerar propiamente como normas de Derecho patrimonial privado”*. Sin embargo, admite que técnicamente las normas administrativas reguladoras de la post contratación quedan reservadas a las que estrictamente regulan las CNMV. Los Reglamentos internos de los DCV y las ECC, pese a su reconocimiento como normas de ordenación y disciplina, no son propiamente normas administrativas.

Dado que la relación entre la Sociedad de Sistemas y las participantes, era y es contractual, también se calificó como contrato normativo<sup>502</sup> al contrato de adhesión entre ellas, que ayudaba a justificar las facultades de ordenación del sistema registral de la Sociedad de Sistemas<sup>503</sup>. Ciertamente que la consideración del Reglamento interno como

---

<sup>501</sup> LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (Citado), pág. 47. También DE LA CUESTA RUTE, José María, en *Incidencia del fenómeno regulatorio en la noción del Derecho*; en Estudios de Derecho Mercantil, liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá. Ed. Tirant lo Blanc. Valencia 2013. Pág. 18 y ss. Si bien ha disminuido la intervención administrativa, tampoco es propiamente una regulación civil. Añadiendo que *“en los derechos regulatorios se presentan en una mezcla tan indisoluble las normas de derecho público y derecho privado que no se puede reconocer la diferencia entre ellas y, por lo tanto, tampoco se pueden deducir de esa diferencia las pertinentes consecuencias de orden técnico-jurídico”*.

<sup>502</sup> Véase §5.2.6.2 sobre la consideración como contrato normativo del contrato de adhesión entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes. El art. 8 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas establece los “derechos y obligaciones de las entidades participantes”, y las condiciones de acceso y pérdida de la esa situación de participante. GONZÁLEZ CASTILLA, Fco.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (citado), en pág. 331 atribuye el carácter de contrato normativo al suscrito entre las entidades emisoras y el SCLV, por cuanto *“la prestación objeto del contrato es la ordenación registral de los valores emitidos y de sus titulares”*.

<sup>503</sup> CAÑIZARES LASO, Ana: *Condición potestativa, cumplimiento del contrato al arbitrio de una de las partes y derechos potestativos*, en InDret nº 4 de 2017. Pág. 17: *“El derecho potestativo confiere al titular un “poder” jurídico que se traduce en la posibilidad de producir efectos jurídicos sólo según su voluntad, para cuya producción en otro caso, dado que por ello se afecta la esfera jurídica de otro, se requeriría normalmente el consentimiento de éste”*. Hace descansar el concepto de condición potestativa: *“sólo se comprende si se observa el supuesto de hecho en su peculiaridad y no se equipara a la “condición” entendida como acontecimiento futuro e incierto”*.

norma de *ordenación y disciplina del mercado de valores*, resuelve las dudas que pudieron existir entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, por la imposición unilateral de obligaciones, pues la afirmación del art. 101.3 Del TRLMV supone otorgar al Reglamento carácter de norma de obligada observancia para las entidades emisoras y participantes, salvando la aplicación del art. 1256 del C.c. si sólo se considerase la faceta contractual<sup>504</sup>. Calificado como norma de ordenación, y vista la atribución competencial que le da el TRLMV, alcanza a disciplinar las relaciones con las entidades participantes, incluso con otras entidades del mercado en cuanto se refiere a la ordenación del sistema de registro y liquidación, e implícitamente concede facultades de modificación del Reglamento interno sin necesidad de contar con la voluntad de las participantes.

El profesor ILLESCAS<sup>505</sup>, aludiendo a la condición de contrato y a su aceptación, advertía que: *“Sin embargo el tráfico requiere de normas cuando las conductas comienzan a tipificarse socialmente por vía de su reiteración: no se dicta la norma de rango legal ni los contratos son suficientes”*. Alude como tercer factor a tener en cuenta a *“la realidad contemporánea y, por ende, determinante de autorregulación: la mutabilidad de las relaciones y de sus técnicas de instrumentación”*. .../... *“A la par, y en la medida en que no hay tiempo para convertir cláusulas en usos, aquellas son objeto de directa formulación por los operadores y sus agencias”*.

---

<sup>504</sup> El reconocimiento del Reglamento interno y los estatutos sociales, como norma de ordenación y disciplina en el art. 101.3 LMV, despeja la duda y resuelve un problema que se planteó en su día con el reglamento de la Sociedad de Sistemas, cuya habilitación provenía del RD 116/1992.

<sup>505</sup> ILLESCAS, Rafael: *La autorregulación, entre la quiebra de la relatividad y la obligatoriedad de la declaración unilateral de voluntad*. En Derecho Privado y Constitución, nº 17, 2003. Pág. 299. Añade, en pág. 301 que: *“Resulta cada vez más frecuente en los tiempos actuales encontrar en el texto de leyes formales nacionales —españolas y no— invocaciones a la autorregulación y al código de conducta. Las convoca el legislador a modo de pieza reglamentaria, jurídico-privada obviamente; o de desarrollo legislativo en concretos aspectos de la realidad normativizada a cuyos detalles el propio legislador, por una u otra razón a las que se aludirá más adelante, renuncia a descender con una norma directa y específica”*. .../... *“este proceso no puede, sin embargo hacer olvidar, que el resultado es incompleto mientras que no se establezca la causa inmediata de obligar de la norma autorregulada. Junto con los factores de fondo expuestos determinantes de la eclosión de la autorregulación, así pues, habrá de mencionarse la causa nominal de su fuerza de obligar. La fuerza de obligar de la autorregulación, sencillamente, estriba en el consentimiento prestado por el autorregulado. No existe en el ordenamiento jurídico —ni puede existir— ninguna otra fuerza de obligar de una regla de derecho: o el poder público la impone con su fuerza delegada o el ciudadano la acepta voluntariamente cuando aquella imposición no existe”*.

El profesor ILLESCAS<sup>506</sup>, afirma su naturaleza privada en un momento en el que no se había producido aún el reconocimiento como “norma de ordenación y disciplina”<sup>507</sup> del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, y dice al respecto:

*“Así las cosas, no puede afirmarse que estemos ante un contrato ni siquiera unilateral —en el sentido propio de producir obligaciones para una sola de sus partes—: lo impedirían la carencia del doble o plural consentimiento, así como la quiebra de su relatividad y la producción de efectos erga omnes. Más bien las nuevas figuras —excluida plenamente la intervención de la ley en su fuerza de obligar— encajan en lo que habitualmente se conoce como declaración unilateral de voluntad en cuanto que fuente de obligaciones privadas. Todas estas consideraciones son cuestiones que quedan pendientes para su examen por la doctrina civilista y administrativista y que excede el ámbito de análisis de este trabajo. .../... No es fácil afirmarlo y ciertamente que un mayor esfuerzo de construcción conceptual de la autorregulación es necesario realizar, en particular a medida que los datos fácticos al respecto se vayan haciendo más homogéneos. Será imprescindible dicha construcción para proceder al exacto emplazamiento de la autorregulación en el tronco común o para concluir sin género de duda razonable acerca de su particularismo: por esa vía el trecho recorrido en estas páginas bien corto y escaso resulta. Existen, no obstante, elementos suficientes para excluir su encaje en el contrato ni siquiera unilateral; idénticos elementos permiten establecer el efecto general — ya que no relativo ni universal— de los códigos de conductas y autorregulaciones. Debiendo excluirse, por otra parte, su origen legal directo e inmediato, no le restan al intérprete muchos más recursos para atribuirles una ubicación apropiada en el sistema jurídico: la ya mencionada declaración de voluntad unilateral resulta ajustada a la realidad. Su inconveniente estriba en la falta de reconocimiento de dicho emplazamiento por el Derecho común”.*

---

<sup>506</sup> Ibídem. Pág. 305. La transcripción del texto es indicativa de las dificultades que plantea.

<sup>507</sup> Recuérdese que la atribución como norma de ordenación y disciplina se produce con la reforma de la Ley 11/2015, de 18 de junio.

DARNACULLETA GARDELLA, y LEÑERO BOHOÓRQUEZ<sup>508</sup>, aluden a dicho problema diciendo que:

*“Esto es, el legislador europeo puede renunciar inicialmente a establecer un marco jurídico obligatorio como medida de fomento de la autorregulación voluntaria. En algunos casos puede incluso imponer jurídicamente que se autorregulen. Esto es, aunque parezca una contradicción en sus propios términos, la autorregulación puede ser también obligatoria, como indica elocuentemente la distinción establecida por la doctrina anglosajona entre «voluntary, mandated y coerced self-regulation». Si los operadores de los mercados logran adoptar y aplicar con éxito un instrumento normativo de autorregulación –un código de conducta, un reglamento interno o una norma técnica de carácter voluntario- el legislador puede considerar dicho instrumento como sustitutorio de la regulación pública, otorgándole incluso efectos jurídicos públicos”<sup>509</sup>.*

Apuntan también las autoras al hecho de no contar con procesos definidos para la adopción de sus reglamentos (se refieren indistintamente a la elaboración de éstos por las ECC y los DCV)<sup>510</sup> y que su publicidad no está sujeta a las formalidades del Derecho

---

<sup>508</sup> DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. En *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*; Aranzadi, Pamplona 2017. Pág. 129 y pág. 136. MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R; ZAPATA CIRUGEDA, FJ; HERNÁNDEZ ALER, G Y JIMÉNEZ FERNÁNDE, A, en: *Informe y Conclusiones del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009)*. (citado), pág. 38, pese a los escándalos seguían apostando por la autorregulación: “...mantener las iniciativas de autorregulación en algunas materias podría contribuir a aligerar la industria de un excesivo número de reglas. Una reacción de la industria proponiendo soluciones a las ineficiencias detectadas y autoimponiéndose códigos y pautas de actuación sería bienvenida”.

<sup>509</sup> DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada* (citado), pág. 146 y ss. ZUNZUNEGUI, F. *La regulación jurídica internacional del mercado de financiero*. en RDMF, mayo 2008; pág. 11: *La regulación jurídica internacional del mercado financiero*, sostiene: “Como estamos viendo, la complejidad de los nuevos productos y mercados financieros desborda la capacidad de los reguladores nacionales para ordenar la vida financiera y se hace necesario contar con la industria financiera y sus asociaciones en la ordenación financiera. Los Estados y los organismos internacionales asumen como propios los estándares y las mejores prácticas de la industria financiera. De este modo, mediante una autorregulación regulada se transforma la regla privada en norma pública”.

<sup>510</sup> Debe añadirse a la crítica que realizan la autoras, que la CNMV sí ha adoptado en otras ocasiones un protocolo de aprobación de reglamentos, como puede observarse en la *Circular 3/2010, de 14 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos de*

administrativo, pese a que se publican como anuncios en el BOE, de hecho, ni siquiera exige que el acto de aprobación del Reglamento por la CNMV se publique en dicho medio oficial. Entienden que *“la incompatibilidad entre la definición general de NODs (Normas de Ordenación y Disciplina) que acogía inicialmente la LMV y estos supuestos concretos no puede salvarse por la vía de entender que se opera una «administrativización» de estas disposiciones, al quedar su vigencia condicionada a la autorización del Ministerio competente –ahora, la CNMV”*. Aluden a que su elaboración corresponde a entidades estrictamente privadas y sus cauces de tramitación tampoco tienen nada que ver con los de elaboración de reglamentos de la administración pública.

Los autores que han tratado este problema expresamente, como DARNACULLETA GARDELLA y LEÑERO BOHOÓRQUEZ<sup>511</sup>, señalan que el recurso al contrato, como forma de vincular el cumplimiento del Reglamento de la Sociedad de Sistemas por las entidades participantes, es cuestionable, si bien tiene el efecto de salvar algunas limitaciones, *“el contrato se instrumentaliza para conseguir la sujeción de los operadores financieros a un corpus normativo armonizado, superando así las limitaciones de alcance territorial y la rigidez de los procesos de producción normativa del derecho objetivo como se ha encargado de subrayar la propia IOSCO”*. En las relaciones contractuales se obligan las participantes al cumplimiento del Reglamento y Circulares, que ayuda a afirmar la condición de contrato normativo al suscrito con la Sociedad de Sistemas, estando obligadas a respetar las reglas que marca la Sociedad de Sistemas, aunque sólo sea por el respeto al orden público establecido<sup>512</sup>.

Cont. \_\_\_\_\_

*autorización de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, de autorización de las modificaciones de sus reglamentos y estatutos y de comunicación de los cambios de consejeros y directivos.*

<sup>511</sup> DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. (citado). Pág. 146.

<sup>512</sup> LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Obra colectiva, (Martínez, Garcimartín, Recalde directores), Pamplona. Aranzadi 2017. Pág. 61: *“Se trata de acuerdos que quedan sujetos a la normativa europea y nacional sobre la poscontratación y, en este sentido, se debe considerar como un régimen especial y completo que desplaza la regulación general en materia de obligaciones y contratos. Lo dispuesto en el Código civil tendría un carácter supletorio, de acuerdo con lo previsto de manera general con relación al ordenamiento jurídico español, de conformidad*

A diferencia del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, el Reglamento de BME Clearing incorpora *Condiciones generales*<sup>513</sup>. Sobre este aspecto, dada la función que tienen los Reglamentos de la Sociedad de Sistemas y de BME Clearing, en cuanto ordenan un mercado privado, fuertemente intervenido administrativamente pero privado en esencia conforme a lo visto, debe contemplarse si los Reglamentos forman parte de la capacidad auto organizativa que se reconoce a los particulares, en cuyo caso, las condiciones que pueden imponer a las participantes y entidades que intervienen en los procesos regulados por la Sociedad de Sistemas pueden ser consideradas como condiciones generales y sujetas al régimen de la *Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación*<sup>514</sup> en aquellos aspectos cuyos efectos no estén expresamente determinados en la normativa europea, en la LMV o el RD 878/2015. DARNACULLETA GARDELLA y LEÑERO BOHOÓRQUEZ<sup>515</sup> son críticas respecto de la

Cont. \_\_\_\_\_

con lo dispuesto en el artículo 4.3 de este cuerpo legal". Véase la cita a CUÑAT EDO, Vicente: *Las fuentes reguladoras de la actividad contractual bancaria*, en "Libro Homenaje a Evelio Verdura Tuells", Civitas, 1994, pág. 620 y ss, en §4.3.1.4.

<sup>513</sup> Art. 1.1 del Reglamento BME Clearing: *Las Condiciones Generales de cada Segmento de BME CLEARING desarrollarán este Reglamento, formando parte integrante del mismo. 1.4. Condiciones Generales: Normas que, desarrollando el presente Reglamento y formando parte integrante del mismo, establecen los términos y condiciones aplicables en cada uno de los Segmentos en relación a los servicios y funciones que BMECLEARING lleva a cabo y pueden establecer condiciones y requisitos específicos en relación con la actividad de los Miembros y de los Clientes a propósito del Segmento al que se refieran.* BME Clearing ha desarrollado diversas Condiciones Generales que cubren los diferentes segmentos de contratación a los que se dirigen.

<sup>514</sup> Conforme a la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación, en su Preámbulo: *"Una cláusula es condición general cuando está predispuesta e incorporada a una pluralidad de contratos exclusivamente por una de las partes .../... Las condiciones generales de la contratación se pueden dar tanto en las relaciones de profesionales entre sí como de éstos con los consumidores".* Art. 1: *"Son condiciones generales de la contratación las cláusulas predispuestas cuya incorporación al contrato sea impuesta por una de las partes, con independencia de la autoría material de las mismas, de su apariencia externa, de su extensión y de cualesquiera otras circunstancias, habiendo sido redactadas con la finalidad de ser incorporadas a una pluralidad de contratos".* Tampoco quedaría excluida su aplicación por la dicción del art. 4. *"Contratos excluidos. La presente Ley no se aplicará a los contratos administrativos, a los contratos de trabajo, a los de constitución de sociedades, a los que regulan relaciones familiares y a los contratos sucesorios. Tampoco será de aplicación esta Ley a las condiciones generales que reflejen las disposiciones o los principios de los Convenios internacionales en que el Reino de España sea parte, ni las que vengan reguladas específicamente por una disposición legal o administrativa de carácter general y que sean de aplicación obligatoria para los contratantes".*

<sup>515</sup> DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada.* (citado). Pág. 149. De seguir su interpretación, el control judicial no se realizaría por vía civil,

consideración como condiciones generales de la contratación, aduciendo que “no responden a la lógica propia de los contratos de adhesión, puesto que al estar sometidas a autorización del supervisor no hay margen para apartarse de su contenido, ni por parte de la entidad predisponente ni por parte del adherente. El control judicial de las condiciones generales de contratación con la ECC se articularía, por tanto, mediante la impugnación del acto administrativo de autorización por la CNMV”.

En definitiva, pese al reconocimiento de la obligación de seguir sus pautas, hay argumentos para considerar que se trata de una ordenación privada, normas de *soft law*, o autorregulación de los DCV<sup>516</sup>, aunque tuteladas por la administración, la CNMV, con una especial incidencia y valor, consecuencia de ese reconocimiento legal, pero no se trata de verdaderas normas administrativas por faltarles los requisitos necesarios para ser consideradas como tales: que provengan de una Administración pública, en ejercicio de una potestad pública, con atribución expresa de la Ley para ello, pues la Sociedad de Sistemas es una entidad privada, dependiente a su vez de otra entidad privada como lo es Bolsas y Mercados Españoles, SA, de la que es filial al cien por cien, y esencialmente, porque el TRLMV no le atribuye expresamente potestad administrativa.

La jurisprudencia les reconoce un valor legal, sin pronunciarse sobre su naturaleza, al Reglamento y Circulares de la Sociedad de Sistemas, como puede verse en la SAP Madrid, de 29 de septiembre de 2011 (ECLI: ES:APM:2011:14509), en cuyo

Cont. \_\_\_\_\_

conforme a la Ley sobre Condiciones Generales de la Contratación, sino impugnando el acto administrativo de aprobación.

<sup>516</sup> El art. 1.2 de la Ley 29/1998, de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa, establecía quiénes se consideraban Administraciones públicas, y en ninguno de supuestos podían encuadrarse a los DCV. En la actual regulación, la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, en su art. 2, que prevé a qué Administraciones Públicas afecta la Ley, los DCV tampoco encuentran acomodo. Igual sucede con la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, que reproduce idéntico el art. 2 de la Ley 39/2015. PARADA VÁZQUEZ, Ramón: *Concepto y fuentes del derecho administrativo*. Marcial Pons, Madrid 2012, pág. 16, en el repaso a las distintas clases de Administraciones Públicas que realiza, no puede incluirse en ninguna de ellas al no participar de las características que se atribuyen y son necesarias para su consideración. También VAQUER ALOY, Antoni: *El Soft Law europeo en la jurisprudencia española: doce casos*. En *Ars Iuris Salmanticensis: Estudios* Vol. 1. Salamanca 2013. Págs.93-115.

Fundamento Tercero, la Audiencia Provincial de Madrid<sup>517</sup> reflexiona sobre la aplicación de la Circular que permite penalizar por los retrasos en la entrega de valores.

Sin embargo, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 26 de marzo de 2012 (ECLI:ES:APM:2012:5072), al calificar a las normas de Iberclear, considera a la normas de las Circulares como reglamentarias, en contraposición a las civiles, en cuyos Fundamentos jurídicos puede verse lo siguiente:

*“...de ahí la delegación de funciones y control de la administración a favor de la entidades como la demandada (IBERCLEAR), con el fundamento legal y reglamentario antes apuntado (se refiere a la LMV y la Orden por la que se aprobó el Reglamento de la Sociedad de Sistemas), en orden a facilitar adecuadamente las transacciones, y, en definitiva, la adecuada operatividad del sistema financiero, en*

---

<sup>517</sup> SAP Madrid, de 29 de septiembre de 2011 (ECLI: ES:APM:2011:14509): *“Esta Sala comparte plenamente los razonamientos y conclusiones de la Juzgadora de instancia en torno al carácter legal y no convencional de la penalización recogida en la Norma 24 de la Circular 6/07 de Iberclear. Tal y como opone la apelada, su origen y naturaleza son claramente legales. La circunstancia de que el contrato suscrito entre ambas partes (Interdin e Iberclear) sea un contrato entre dos entidades mercantiles sujetas al derecho privado, no es óbice para que, teniendo en cuenta que la demandada es una entidad privada, pero de carácter marcadamente legal (por cuanto fue constituida por mandato de los arts. 7 y 44 bis de la Ley del Mercado de Valores para gestionar la liquidación y en su caso la compensación de valores como sociedad anónima con un solo socio), pueda en el ámbito de sus especiales competencias adoptar decisiones en orden a asegurar el buen funcionamiento de las operaciones que legalmente le están encomendadas por la citada Ley y por el Decreto 116/92 de 14 de febrero, decisiones que conforme al Reglamento aprobado por Orden del Mº de Economía y Hacienda adoptan el nombre de Circulares entre las que se encuentra la citada cuya Norma 24, que como decíamos, establece un sistema de penalizaciones acorde con el mandato, que no facultad, que el art. 59.5 del Real Decreto citado le impone para los casos de retraso en las compensaciones y liquidaciones de las operaciones bursátiles que deben practicar las entidades como la actora adheridas al sistema de compensación y liquidación que gestiona la demandada. El hecho de que dicha cláusula venga impuesta por la demandada en un contrato de adhesión no impide que la misma deba ser considerada como una cláusula legal .../...”*

*.../... Es evidente que las entidades que pretenden adherirse al sistema que gestiona Iberclear han de hacerlo a través de un contrato de adhesión, de la misma forma que sucede con los contratos de suministro o los de seguro, pero de manera semejante a como sucede en estos últimos con la cláusula penalizadora que establece el art. 20 de la L.C.S. cuando concurren las circunstancias que dicho precepto prevé, la controvertida cláusula penalizadora del contrato de autos viene legalmente impuesta y por tanto debe ser considerada como una cláusula legal. Como acertadamente expone la Juzgadora de instancia no cabe entender dicha cláusula como bilateral o sinalagmática creada y negociada por los contratantes, porque estamos en el ámbito de una adhesión imperativa dada la fuerte intervención estatal en este tipo de mercado. La finalidad tuitiva de la seguridad en las compensaciones y liquidaciones que se persigue con el establecimiento de la misma no está reñida con el carácter privado del contrato firmado entre las partes litigantes. Finalmente, no puede compartirse el argumento de que si las referidas penalizaciones son de carácter legal no podrían ser objeto de revisión por la jurisdicción ordinaria porque ninguna norma legal lo impide. Todo ello conduce al rechazo del motivo”.*

*su conjunto. .../... no es de aplicación la moderación de la sanción interesada, cuya cuantía no se discute, en relación con la posible inobservancia de las previsiones de la Circular mencionada, pues no tiene origen convencional, sino reglamentario, de acuerdo con el régimen jurídico ya analizado, habiéndose establecido no por el pacto de las partes, sino por razón de la potestad atribuida a la dicha entidad gestora demandada, de acuerdo con la repetida Norma 24, de la Circular nº 6/2.007, de 30 de Noviembre, dictada por dicha entidad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores”.*

El problema es arduo, pues, en el primer caso, de considerar al Reglamento de la Sociedad de Sistemas y las Circulares como normas administrativas, el Reglamento en sí, no sólo el acto de aprobación del mismo, estaría sujeto a los recursos administrativos habituales<sup>518</sup>, aunque la LMV guarda silencio al respecto. Por otro lado, si se trata de normas civiles, estarían sujetas a la revisión por los Juzgados de Instancia, y cabría pensar que se aproximan en su naturaleza a las “condiciones generales de la contratación”, y sujetas al control de legalidad previo o posterior por la CNMV.

---

<sup>518</sup> Que tampoco estaría exento de problemas. Véase TESO GAMELLA, M<sup>a</sup> Pilar: *La impugnación de los reglamentos: los efectos de la declaración de nulidad*. En *Revista de Administración Pública*, 210, septiembre - diciembre (2019), pág. 72: “Merece especial atención determinar en qué grado de invalidez, y por qué causas, puede incurrir una disposición general. Si su anulación tiene o no efectos retroactivos y, si es así, con qué alcance. O bien, si dicha anulación de la norma reglamentaria solo mira al futuro, eficacia prospectiva, y, por tanto, el único efecto es su expulsión del ordenamiento jurídico, y la imposibilidad de su aplicación en lo sucesivo. Este interrogante puede ir seguido de otro, sobre si la respuesta a esta cuestión ha de ser única o si la misma puede ser distinta según los casos”. Respecto de la posibilidad de impugnación, la misma autora señala la doble vía para hacerlo en la pág. 76: “De un lado, el recurso directo se interpone contra la propia disposición de carácter general y se funda en la invalidez de la propia disposición, ya sea por razones sustantivas o por motivos formales. Y de otro, el recurso indirecto se interpone contra un acto administrativo de aplicación, fundado en la ilegalidad de la disposición general que proporciona cobertura al acto administrativo impugnado, lo que tradicionalmente se acota a los motivos sustantivos que son los que permiten esa transmisión del vicio de invalidez de la norma reglamentaria al acto administrativo. .../... Los efectos del control judicial de las normas reglamentarias varían según si su impugnación ha sido directa o indirecta. En el recurso indirecto, la declaración de nulidad se limita al acto administrativo impugnado, y, naturalmente, no afecta a los demás actos administrativos dictados en aplicación de la norma que no han sido impugnados, salvo que el órgano judicial sea también competente para declarar la nulidad de la norma de cobertura. En el recurso directo, por el contrario, cuando se considere que la disposición general no es conforme a derecho, debe declararse su nulidad, en todo o de parte, y tiene efectos generales, aunque con las limitaciones derivadas del art. 73 de la LJCA que luego veremos”.

El problema tiene más que ver con la impugnación de las normas dimanadas de la Sociedad de Sistemas y la jurisdicción competente que con el derecho de daños, pues al quedar en el aire la adscripción de la actividad normativa a alguno de los sectores jurídicos tradicionales, en caso de producirse daños por insuficiente o inadecuada regulación del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, podría ser causa de conflictos por la indeterminación de la jurisdicción competente para dirimir acerca de la responsabilidad por daños.

La escasa jurisprudencia encontrada de las Audiencias Provinciales, deja irresuelto el problema como se observa en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 29 de septiembre de 2011 (ECLI: ES:APM:2011:14509) citada anteriormente:

*“Estas materias, sin embargo, aunque pertenecen al derecho privado, no obstante las normas interventoras que las regulan, están regidas por leyes especiales. (Ley para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, Ley de Condiciones Jurídicas de la Contratación, Legislación de Comercio y Directivas de la Unión Europea aplicables). Es evidente que las entidades que pretenden adherirse al sistema que gestiona Iberclear han de hacerlo a través de un contrato de adhesión, de la misma forma que sucede con los contratos de suministro o los de seguro...”*

La sentencia da a entender en los párrafos siguientes, que la naturaleza de las cláusulas es convencional, es decir civil, si bien matiza el alcance de dicha afirmación:

*“El hecho de que dicha cláusula venga impuesta por la demandada en un contrato de adhesión no impide que la misma deba ser considerada como una cláusula legal, porque como dice la S.T.S. de 5 de diciembre de 2.002 “En relación a los contratos de adhesión, la doctrina se pronuncia en el sentido de que la producción de bienes y servicios en masa y la homologación de conductas de usuarios y consumidores... ha propiciado y extendido, con carácter general, la contratación sujeta a contenidos del contrato tipificados que limitan la voluntad del contratante a la mera aceptación o simple adhesión al contrato que se ofrece por la parte llamada, por ello, predisponente. La libertad en este caso del contratante precisado de aquellos bienes o servicios se deduce a la prestación del consentimiento careciendo, por regla general, (aunque no siempre ocurre así), de*

*posibilidades reales de negociación del contenido de las condiciones del contrato. Surgen de este modo, las "condiciones generales"...".*

Sin embargo, en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 26 de marzo de 2012 (ECLI:ES:APM:2012:5072), citada anteriormente, al calificar las normas de Iberclear, llega un poco más lejos, y estima a las normas de las Circulares como reglamentarias, en contraposición a las civiles, en cuyos Fundamento Jurídico Quinto, ante la pretensión de la apelante de *"moderación de la pena convencional, cuando la obligación principal hubiera sido en parte o irregularmente cumplida por el deudor"*, prosigue diciendo que:

*"No es de aplicación la moderación de la sanción interesada, cuya cuantía no se discute, en relación con la posible inobservancia de las previsiones de la Circular mencionada, pues no tiene origen convencional, sino reglamentario, de acuerdo con el régimen jurídico ya analizado, habiéndose establecido no por el pacto de las partes, sino por razón de la potestad atribuida a la dicha entidad gestora demandada, de acuerdo con la repetida Norma 24, de la Circular nº 6/2.007, de 30 de Noviembre, dictada por dicha entidad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, al amparo de la Ley 24/1.998, de 28 de Julio de Mercado de Valores, según redacción dada por la Ley 44/2.002, de 22 de Noviembre sobre Medidas de Reforma del Sistema Financiero, y Reglamento aprobado por Orden ECO 689/2003, de 27 de Marzo".*

De la sentencia expuesta, se deduce que está indicando que la Circular vigente en aquel momento tenía naturaleza administrativa, aunque ello no sea exacto.

Si las dudas anteriores se refieren a la autorregulación por parte de la Sociedad de Sistemas, también plantea problemas de encaje en el sistema de fuentes la *normativa de softlaw* emanada de instituciones supranacionales<sup>519</sup>, que no son fruto de acuerdos

---

<sup>519</sup> Por ejemplo, cabe recordar los *"Principios para las infraestructuras de los mercados financieros"* de la OICV/IOSCO citados en el epígrafe anterior.

internacionales, o cuyos acuerdos revisten la forma de recomendaciones y que, parcialmente, generan dudas también sobre su encaje en el sistema de fuentes.

ZUNZUNEGUI PASTOR<sup>520</sup>, en fechas anteriores al Reglamento UE 909/2014, respecto de la naturaleza de estas regulaciones dice:

*“La labor de estos organismos reguladores se encamina, más que a crear un Derecho uniforme, a establecer unos principios básicos, unos criterios profesionales, que impulsen la reforma de los distintos ordenamientos nacionales. .../... Se ha criticado la falta de legitimidad democrática de estos organismos para dictar estándares internacionales aplicables en Derecho interno. Es un hecho que los parlamentos nacionales se convierten en meros receptores de las decisiones adoptadas por estos organismos, reconociendo de este modo su incapacidad técnica para ordenar el mercado financiero.*

*.../... Los acuerdos de los organismos internacionales de regulación financiera no son fuente del Derecho. Ni sus firmantes actúan en representación de los Estados, ni está prevista su ratificación. No parece necesario insistir en que los bancos centrales, las comisiones de valores, los supervisores de seguros o las*

---

<sup>520</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *La regulación jurídica internacional del mercado financiero*; Revista de Derecho del Mercado Financiero, nº 1, mayo de 2008. Pág. 1 a 14. Alude a que “es un movimiento transfronterizo favorecido por los cambios tecnológicos. Forma un sistema que emerge de la actividad de organismos reguladores internacionales basados en acuerdos informales incorporados, en muchos casos, en los ordenamientos nacionales”. Alude a que “existe una incipiente regulación internacional de la actividad financiera, que adquiere en la Unión Europea una fisonomía propia”, que viene acompañada de innumerables organismos internacionales o asociaciones de ellos. La regulación es “objeto de una intensa influencia del Derecho público” aunque “tenga rasgos propios”. Son estos organismos y asociaciones profesionales las que han “desarrollado un compendio de reglas y códigos aplicables a las operaciones que tienen lugar en el mercado financiero en las que priman las soluciones técnicas propias de la industria”. Prosigue diciendo que “la perfección de los contratos, sus sistemas de garantías y la ejecución de los mismos tienen lugar a través de sistemas centralizados y encadenados, cuya naturaleza jurídica está todavía por determinar”. No rehúye la crítica a dicho sistema, que agrupa en ocasiones a autoridades administrativas y asociaciones profesionales, al afirmar que: “En esta forma de regular el mercado financiero, el poder se desplaza de los Tribunales que aplican el Derecho privado a los organismos profesionales y firmas globales de abogados, y sistemas de arbitraje internacional, que aplican los complejos acuerdos y desarrollos técnicos elaborados por los supervisores y la industria financiera. La principal debilidad de esta forma de regular y aplicar las normas es su déficit democrático. Las normas se adoptan y aplican por sujetos privados en defensa de sus propios intereses corporativos”.

*asociaciones de bancos de inversión, carecen de poder para concluir verdaderos acuerdos internacionales”.*

*Este tipo de acuerdos constituye una de las expresiones más relevantes de soft law, es decir, de estándares y normas de conducta profesionales creados al margen de los parlamentos de los Estados nacionales. Son reglas técnicas que sin tener la naturaleza de ley tienen sin embargo el efecto de regular las finanzas internacionales. Forman parte de la nueva lex mercatoria de las finanzas internacionales, surgida de los operadores globales*

SALVADOR, AZAGRA y FERNÁNDEZ<sup>521</sup>, hablando de la dimensión social y normativa emanada de la autonomía privada, en cuanto a la formulación de reglas cuyo uso se acepta, dicen que *“contribuyen al desarrollo del derecho privado, pues modifican continuamente los tipos negociales, recrean los históricos o inventan otros nuevos que, acaso y con el correr del tiempo, cristalizan en los códigos civiles y de comercio”*. No es el caso, no se trata de disciplinar una relación jurídica entre privados mediante el contrato, sino que en ocasiones la LMV concede eficacia normativa obligatoria a la producción reglamentaria privada de estos organismos, por eso añaden los autores que en los Estados, *“a partir de la legalidad, su herramienta primordial es el acto administrativo, no el contrato”*<sup>522</sup>. Ponen como ejemplo el art. 17 de la Ley General Tributaria, cuyo apartado 4 dice: *“Los elementos de la obligación tributaria no podrán ser alterados por actos o convenios de los particulares, que no producirán efectos ante la Administración, sin*

---

<sup>521</sup> SALVADOR, Pablo; AZAGRA, Albert y FERNÁNDEZ, Antonio: *Autonomía privada, fraude de ley e interpretación de los negocios jurídicos*. En InDret, Working Paper nº: 229 Barcelona, julio de 2004. Págs. 1 a 33.

<sup>522</sup> Si se considera que el Reglamento de la Sociedad de Sistemas tiene naturaleza administrativa estaría sometido a los mismos principios y reglas de la actividad administrativa, tal como sostiene ALLI ARANGUREN, Juan-Cruz, en: *La inactividad de la administración en el ordenamiento jurídico-administrativo*. En Organización y procedimientos administrativos: libro homenaje al profesor Francisco González Navarro. Ed. Aranzadi. Pamplona 2007. Pág. 506: *“La actividad de la Administración no sólo está sometida el principio de legalidad, sino también a otros enumerados por el artículo 103.1, entre los que figura el de eficacia. Lo reiteran el artículo 6.1 de la Ley 7/1985, de 2 de abril y el artículo 3.1 de la Ley 30/1992, modificado por la Ley 4/1999. En las relaciones interadministrativas se aplicarán los principios de cooperación y colaboración “y en su actuación por los criterios de eficiencia y servicio a los ciudadanos” (art. 3.2). La inactividad de la Administración es una infracción del principio, porque es sustancialmente una manifestación de ineficacia y de ineficiencia, que incumple la razón de ser del Estado social y de las misiones que tiene encomendadas, al no producir el resultado y el logro buscado por las normas”*.

*perjuicio de sus consecuencias jurídico-privadas*". Añaden que el papel del Estado es fijar esas prácticas y poner límites para impedir daños o redistribuir cargas. El problema, al igual que con el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, es si queda fijado su contenido por la aprobación y obligación de observancia que realiza la CNMV. Se trataría en todo caso de un acto administrativo de la CNMV, no necesariamente un reglamento administrativo.

Sobre lo dicho, se asume la posición de DARNACULLETA GARDELLA, y LEÑERO BOHOÓRQUEZ<sup>523</sup>, cuando al final de su trabajo, demandan una clarificación del tema, pues se está produciendo una *"asimilación funcional de normas integrantes de un ordenamiento privado a las normas de derecho objetivo"*, como ocurre con los Principios IOSCO<sup>524</sup> y manifiestan que se trata de:

*"un preocupante distanciamiento de las fuentes del derecho en este ámbito respecto del principio democrático y el principio de jerarquía normativa y cuestiona el monopolio estatal de creación del derecho<sup>525</sup>. .../... los ordenamientos creados por expertos internacionales y los ordenamientos privados fruto de la autorregulación están adquiriendo un grado de complejidad y de racionalidad interna desconocidos en términos históricos y están ocupando el espacio habitualmente reservado a las fuentes del derecho de producción estatal. .../... puede concluirse que el impacto de la internacionalización y de la autorregulación regulada, y la consiguiente pérdida de protagonismo de los órganos dotados de legitimación democrática en la predeterminación material del contenido del*

---

<sup>523</sup> DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada*. (citado). Pág. 146

<sup>524</sup> Que es una organización transnacional de supervisores.

<sup>525</sup> En este aspecto, conviene recordar unas palabras de MARIMÓN DURÁ, Rafael: *La tutela del usuario en el contrato bancario electrónico*. En Revista Aranzadi de Derecho y Nuevas Tecnologías, monografía. Pamplona 2010. Pág. 24. acerca de la necesidad de claridad en las normas *"dado que, si existe una clara definición de los derechos y las obligaciones de las partes, se reducen las posibilidades de error o engaño y el temor al sistema de contratación deja de actuar como elemento disuasorio para el cliente a la hora de estudiar ofertas alternativas a las de su entidad de confianza"*.

*derecho, exigen una revisión en profundidad de la teoría clásica de las fuentes del derecho”.*

En síntesis, los problemas no derivan de la autorregulación, sino de la atribución de la cualidad de norma a esta autorregulación, al Reglamento de la Sociedad de Sistemas, a su encaje en el ordenamiento jurídico por la atribución de la cualidad de “norma de ordenación y disciplina”.

Si se considera que el Reglamento de la Sociedad de Sistemas participa de la naturaleza de norma administrativa -por la atribución del carácter de norma del art. 101.3 LMV y la aprobación por la CNMV- cabe preguntarse si deben aplicarse las reglas sobre responsabilidad administrativa de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público (arts. 32 a 37)<sup>526</sup>. Supondría exigir responsabilidad administrativa por los daños que puedan derivarse de la “producción normativa”. Al contrario, si se considera que se trata de un reglamento privado, de auto organización de una parte del mercado, realizado por una sociedad privada mediante una actividad también privada, la responsabilidad sería la de carácter general prevista en el Código Civil. La indeterminación de la jurisdicción competente para dirimir acerca de la responsabilidad por daños entra a formar parte de la necesidad de evaluar los riesgos legales que establece el art. 43 del *Reglamento UE 909/2014*, que es objeto de atención en el apartado siguiente.

Las opiniones doctrinales y sentencias citadas, provenientes de la jurisprudencia menor, dejan irresuelto el problema porque no se pronuncian claramente sobre su encaje en el sistema de fuentes, que tiene consecuencias esencialmente sobre la jurisdicción competente, y las dudas sobre qué órgano debe decidir en el caso de llegar a

---

<sup>526</sup> No es una cuestión descabellada teniendo en cuenta los antecedentes, el primer Reglamento de la Sociedad de Sistemas fue aprobado mediante la *Orden del Ministerio de Economía 689/2003, de 27 marzo, por la que se aprueba el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores*. El Reglamento se incorporaba como Anexo a la Orden Ministerial. La Generalidad de Cataluña, el Gobierno Vasco, la Generalidad Valenciana, el Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores, emitieron el informe exigido por el apartado 4 del artículo 44 bis de la Ley del Mercado de Valores de entonces para su aprobación. También fueron aprobadas por Orden ministerial las sucesivas reformas, mediante Orden del Ministerio de Economía y Hacienda 2054/2010, de 26 de mayo; Orden del Ministerio de Economía 680/2013, de 8 de abril de 2013.

producirse daños por la incorrecta o deficiente adopción del Reglamento, es decir qué jurisdicción debe decidir en caso de daños atribuibles a la Sociedad de Sistemas por la adopción del Reglamento y los estatutos sociales. Aunque el problema merece atención excede con mucho el propósito de este trabajo.

Al tratar de delimitar la responsabilidad por la producción de normas, deben tener presentes otros aspectos, como los de lograr la seguridad jurídica necesaria para el correcto funcionamiento del mercado de valores, que debe relacionarse con la obligación de evaluar los riesgos, obligación que se les impone en el Reglamento UE 909/2014. Ello tiene incidencia en la responsabilidad pues, al ordenar el sistema de registro, la Sociedad de Sistemas tiene en su mano definir reglas más o menos estrictas, cuyo acierto o torpeza puede ofrecer mayor o menor seguridad jurídica.

### *1.3. Seguridad jurídica y obligación de evaluar el riesgo por la Sociedad de Sistemas e incidencia en la adopción de normas del sistema de registro contable.*

Sobre la Sociedad de Sistemas pesa la obligación de lograr seguridad jurídica<sup>527</sup> en el sistema de registro a través de las normas que elabora, debiendo evaluar los

---

<sup>527</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*. En Revista de Derecho del Mercado de Valores. N.º 20 de 2017 Hablando sobre los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” del BPI e IOSCO de 2012 y la seguridad jurídica dice. “Y ello con dos objetivos de política regulatoria que se sintetizan en torno a las ideas de seguridad, entendida como gestión adecuada de los riesgos típicos que afectan a estas FMIs (riesgo sistémico, legal, crediticio, de liquidez, general del negocio, de custodia e inversión y operativo); y de eficiencia, entendida como el uso óptimo de los recursos de las FMIs y de sus partícipes en el desarrollo de sus funciones”. También: Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo — Compensación y liquidación en la Unión Europea — El camino a seguir» (COM(2004) 312 final) (2005/C 221/21) 4.3.3: *La seguridad de los mercados debe ser la cuestión principal que condicione todas las opciones. Una vez cumplida esta condición se tratará de encontrar un equilibrio razonable entre el respeto de las normas de un mercado libre y la protección de los intereses de los operadores y de los inversores”.*

riesgos<sup>528</sup> a los que se enfrenta y al que dirige dichas normas. Si bien la evaluación de riesgos, tanto en el Reglamento UE 909/2014, como en el Reglamento Delegado UE 392/2017 que desarrolla el anterior<sup>529</sup>, se refiere a riesgos operativos, funcionales y legales, lo cierto es que cualquiera de ellos tiene su repercusión sobre los legales, pues la adopción de medidas concretas para evitar o minimizar los riesgos se realiza mediante la adopción de concretas medidas generalmente obligatorias.

La adopción, modificación, o revocación de las normas, que están dentro de la esfera competencial de la Sociedad de Sistemas, implica necesariamente un juicio de valor referido a la realidad existente y las perspectivas de futuro, teniendo que ajustarse a la finalidad de eficacia y seguridad jurídica que exige la legislación europea y nacional. La responsabilidad no se establece sobre estudios y perspectivas, sino sobre hechos, el

---

<sup>528</sup> Ya en 2004 la Unión Europea era consciente de dicho problema, tal como se observa en “COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO EUROPEO. *Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir*”. Bruselas, 28.4.2004. COM(2004) 312 final, pág. 19: “La Directiva también debería establecer principios de alto nivel sobre la gestión de riesgos, como el principio de la entrega contra pago, además de algunos otros principios relativos a la protección de los inversores, como los que tienen como finalidad preservar la integridad de la emisión y la protección de los valores de los clientes. En particular, resulta fundamental garantizar la fiabilidad de las anotaciones contables en todos los niveles de la cadena de intermediación. Unas prácticas contables sólidas y unos procedimientos adecuados de conciliación de las anotaciones contables en toda la cadena de intermediación son, en efecto, complementos indispensables de todo esfuerzo destinado a precisar los efectos jurídicos de la tenencia indirecta de valores (sobre los esfuerzos de armonización de estos efectos jurídicos, véase la sección 3.1). La Comisión considera finalmente que estos principios de alto nivel sobre la gestión de riesgos y la protección de los inversores deberían concretarse mediante la aprobación de medidas específicas, como las elaboradas por CRERV/SEBC. También era una de las recomendaciones del informe sobre *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*; IOSCO-Banco de Pagos Internacionales 2012, al que dedica desde la pág. 169 a la 171, recomendaciones que luego recogería el Reglamento UE 909/2014. SANTILLÁN FRAILE, Ignacio: *La reforma de la compensación y liquidación en España*; en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos; IEAF/FEF 2012, pág. 225. En nuestro Derecho, basta con ver el primer párrafo de la Exposición de motivos del RD 878/2015 sobre esta obligación. LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Obra colectiva, (Martínez, Garcimartín, Recalde directores), Pamplona. Aranzadi 2017. Pág. 45, 67. También sobre la necesidad de conjugar eficiencia con seguridad jurídica en pág. 46 in fine. TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *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; Universidad Complutense. Madrid, nº 107, febrero de 2017, pág. 33. Para quien la regulación comunitaria está inspirada en el *principio de seguridad jurídica*. GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*, (citado), pág. 140. Véase el Considerando 53 y el art. 43 del Reglamento UE 909/2014.

<sup>529</sup> Véanse los arts. 47 a 49 del Reglamento Delegado UE 392/2017.

resultado que puede derivarse de la aplicación de sus reglas. Los estudios, análisis de riesgos, etc. sirven de base para la adopción de medidas concretas a través del Reglamento o las Circulares y pueden servir como indicativo del grado de diligencia aplicado, y, en consecuencia, la existencia o inexistencia de responsabilidad, o modular la misma, conforme a lo previsto en el art. 8.4 del TRLMV.

Dotar de seguridad jurídica a los sistemas de registro es una exigencia constante en el *Reglamento UE 909/2014*, como se observa en numerosos Considerandos, como en el 39: “*Ante la necesidad de seguridad jurídica sobre las anotaciones realizadas en las cuentas a nivel de los DCV...*”. Y más específicamente referido a las transacciones, el Considerando 41 dice: “*Además, para aumentar la seguridad jurídica, los DCV deben informar a sus participantes del momento en que las transferencias de valores y efectivo, en un sistema de liquidación de valores, pasan a ser jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros de conformidad, cuando corresponda, con las normas de la legislación nacional*”.

Cuestiones de seguridad jurídica motivaron la adopción del *Reglamento UE 909/2014* en vez de hacerlo mediante Directiva<sup>530</sup>, para evitar la dispersión legislativa, como expresa el Considerando 5 del Reglamento UE 909/2014:

*“Un reglamento incrementará la seguridad y eficiencia de la liquidación en la Unión, al evitar las normas nacionales divergentes<sup>531</sup> a que podría dar lugar la*

---

<sup>530</sup> En los trabajos previos a la adopción del mismo se hablaba de regular los depositarios mediante directiva, pero la irrupción de la crisis de 2007 propició la adopción del Reglamento demostró que era insuficiente y se optó por el Reglamento como un modo más eficaz de unificación. Véase al respecto “*COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO EUROPEO. Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir*”. Bruselas, 28.4.2004. COM(2004) 312 final: “*Para conseguir una liberalización de este tipo y garantizar el reconocimiento mutuo de sistemas, será necesaria una intervención reguladora a escala de la UE, a través de la adopción de una Directiva marco*”.

<sup>531</sup> La Exposición de Motivos de la *Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, aludía a las dificultades de integración de los mercados de valores españoles con sus homólogos europeos. Las Bolsas españolas siguen las recomendaciones de los “*Principios para las infraestructuras de los mercados financieros*” Informe conjunto IOSCO-Banco Internacional de Pagos, Basilea 2012 que se aplican también en los países del entorno y buscaban la aproximación de los estándares de negociación y liquidación. GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada), donde pueden verse sus notas a pie de página 353 y 384, en las cuales hace referencia a la similitud con la operativa de países del entorno y a la negociación de valores extranjeros en las bolsas españolas, lo que exige una coordinación entre los mercados. DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: *Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del*

*transposición de una directiva. Un reglamento reducirá la complejidad normativa que para los organismos rectores del mercado y los DCV se deriva de la existencia de diferentes normas nacionales y permitirá a los DCV prestar servicios transfronterizos sin tener que ajustarse a distintos requisitos nacionales, como los relativos a la autorización, la supervisión, la organización de los DCV o los riesgos de los DCV”.*

El principio de seguridad jurídica es una constante en la jurisprudencia y así se observa por ejemplo en el Fundamento Jurídico 81 de la Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 7 de junio 2005: 81: *“el principio de seguridad jurídica no exige que no se produzcan modificaciones legislativas, sino que más bien requiere que el legislador tome en consideración las situaciones especiales de los operadores económicos y prevea, en su caso, adaptaciones a la aplicación de las nuevas normas jurídicas”.* O en la Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta) 16 de febrero de 2012 (ECLI:EU:C:2012:80), que se pronuncia en idéntico sentido.

Se entiende por seguridad jurídica la suma de principios como *“legalidad, la jerarquía normativa, la publicidad de las normas, la irretroactividad de las disposiciones sancionadoras no favorables o restrictivas de derechos individuales, la responsabilidad y la interdicción de la arbitrariedad de los poderes públicos”*<sup>532</sup> a los que se refiere el art. 9 de la Constitución española.

Cont. \_\_\_\_\_

*mercado de valores: internacionalización y autoregulación regulada* (citado), pág. 119, donde alude a las redes transnacionales operativas. También el Considerando 7 del mismo Reglamento: *“En sus conclusiones de 2 de diciembre de 2008, el Consejo puso de relieve la necesidad de reforzar la seguridad y la solidez de los sistemas de liquidación de valores, así como de eliminar los obstáculos jurídicos a la post-negociación dentro de la Unión”.* URETA, Juan Carlos: *Registro, compensación y liquidación de valores*; en Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectivas. Francisco Uría coordinador. La Ley, 2007. Pág. 598. Habla de la conveniencia de separar el registro central y atribuirlo a los DCV como un medio de dotar de seguridad jurídica al registro y a al sistema institucional de los mercados de valores.

<sup>532</sup> Véase la STC 83/2005, de 7 de abril de 2005 (ECLI:ES:TC:2005:83): *la seguridad jurídica, también garantizada en el art. 9.3 CE. «La seguridad jurídica entendida como la certeza sobre el ordenamiento jurídico aplicable y los intereses jurídicamente tutelados (STC 15/1986, de 31 de enero, FJ 1), como la expectativa razonablemente fundada del ciudadano en cuál ha de ser la actuación del poder en la aplicación del Derecho (STC 36/1991, de 14 de febrero, FJ 5), como la claridad del legislador y no la confusión normativa (STC 46/1990, de 15 de marzo, FJ 4)» (STC 104/2000, de 13 de abril, FJ 7).* En cuanto a los autores, véase a PECES-BARBA MARTÍNEZ, Gregorio: *La seguridad jurídica desde la filosofía del Derecho.*

En la medida que la Sociedad de Sistemas está facultada para dictar “normas de ordenación y disciplina”, como le atribuye el art. 101 de la LMV, debe sujetarse a lo que dispone la *Ley 39/2015, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas*<sup>533</sup>, que, en su *Artículo 129.4* dice expresamente:

*“A fin de garantizar el principio de seguridad jurídica, la iniciativa normativa se ejercerá de manera coherente con el resto del ordenamiento jurídico, nacional y de la Unión Europea, para generar un marco normativo estable, predecible, integrado, claro y de certidumbre, que facilite su conocimiento y comprensión y, en consecuencia, la actuación y toma de decisiones de las personas y empresas”.*

El respeto al principio de seguridad jurídica, y la obligación de evaluar los riesgos para la elaboración de la normativa por la Sociedad de Sistemas, son imprescindibles por la importancia que han adquirido los mercados financieros en una economía globalizada<sup>534</sup>, de ahí que el art. 42 del Reglamento UE 909/2014 obligue a prever los

Cont. \_\_\_\_\_

En Seminario sobre "Seguridad Jurídica": Santander, 28 agosto - 1 septiembre 1989. GARCÍA MANRIQUE, Ricardo: *El valor de la seguridad jurídica*. Iustel, 2012. ÁVILA, Humbert: *Teoría de la seguridad jurídica*. Marcial Pons, 2012. PÉREZ LUÑO, Antonio Enrique: *La seguridad jurídica: una garantía del derecho y la justicia*. Boletín de la Facultad de Derecho UNED, núm. 15, 2000.

<sup>533</sup> Esta exigencia de seguridad jurídica de la Ley 39/2015, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, se observa en el *Artículo 129*. Principios de buena regulación: *1. En el ejercicio de la iniciativa legislativa y la potestad reglamentaria, las Administraciones Públicas actuarán de acuerdo con los principios de necesidad, eficacia, proporcionalidad, seguridad jurídica, transparencia, y eficiencia. En la exposición de motivos o en el preámbulo, según se trate, respectivamente, de anteproyectos de ley o de proyectos de reglamento, quedará suficientemente justificada su adecuación a dichos principios. 2. En virtud de los principios de necesidad y eficacia, la iniciativa normativa debe estar justificada por una razón de interés general, basarse en una identificación clara de los fines perseguidos y ser el instrumento más adecuado para garantizar su consecución. 3. En virtud del principio de proporcionalidad, la iniciativa que se proponga deberá contener la regulación imprescindible para atender la necesidad a cubrir con la norma, tras constatar que no existen otras medidas menos restrictivas de derechos, o que impongan menos obligaciones a los destinatarios. 4. A fin de garantizar el principio de seguridad jurídica, la iniciativa normativa se ejercerá de manera coherente con el resto del ordenamiento jurídico, nacional y de la Unión Europea, para generar un marco normativo estable, predecible, integrado, claro y de certidumbre, que facilite su conocimiento y comprensión y, en consecuencia, la actuación y toma de decisiones de las personas y empresas.*

<sup>534</sup> La constatación de dicha afirmación proviene del propio *Reglamento Delegado UE 392/2017, de 11 de noviembre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos operativo, de autorización y de supervisión aplicables a los depositarios centrales de valores*. En su

riesgos con la finalidad de incrementar la seguridad jurídica sobre la titularidad y ejercicio de los derechos anotados<sup>535</sup>. El art. 42 Reglamento UE 909/2014, dice al respecto:

*Los DCV establecerán un marco sólido para la gestión de riesgos, con vistas a la gestión global de los riesgos legales, de negocio, operativos y otros riesgos, directos o indirectos, que incluya medidas para mitigar el fraude y la negligencia.*

Justificado el tratamiento de los riesgos que debe abordar la Sociedad de Sistemas, se observa que, desde el punto de vista económico de donde procede el análisis del riesgo legal o jurídico, se entiende como riesgo legal la posibilidad de pérdidas por incumplimiento de la legislación o la imposibilidad de exigir el cumplimiento legal o el riesgo de cambio de la normativa que afecta a la empresa<sup>536</sup>. Los

Cont. \_\_\_\_\_

Considerando 2 dice: *Debido al carácter mundial de los mercados financieros y a los compromisos contraídos por la Unión en este ámbito, deben tenerse debidamente en cuenta los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero, enunciados en abril de 2012 por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (en lo sucesivo, «principios del CSPL-OICV»). Es descriptivo de los riesgos, y de su posible influencia sobre la responsabilidad, el Informe conjunto CNMV - Banco de España de 2007: Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones. (obra citada, pág. 20): El riesgo legal se produce cuando hay alguna laguna o contradicción entre las normas o prácticas del sistema de compensación y liquidación y las leyes del país. Este riesgo tiende a ser minusvalorado, pero lo cierto es que la escasa armonización en los ámbitos de la propiedad sobre valores y de la naturaleza legal de la custodia de valores de terceros por parte de intermediarios financieros puede causar el “no reconocimiento” (en las jurisdicciones en las que los DCV gestionan el control central del registro de titularidades) de los beneficiarios a los que los intermediarios en sus cuentas ómnibus atribuyen los distintos derechos derivados de titularidad de los valores en custodia. Este riesgo potencial puede extenderse igualmente al “no reconocimiento” interjurisdiccional del resultado de los procesos de separación o rescate de esos valores en caso de insolvencia de los intermediarios”.*

<sup>535</sup> LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. En *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*. (Citado); pág. 45.

<sup>536</sup> Sobre qué se entiende riesgo legal, puede verse en *los Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*. Elaborado por el Banco de Pagos Internacionales e IOSCO, en abril de 2012, pág. 21, habla del riesgo legal en los siguientes términos: *“A los efectos del presente informe, se entiende por riesgo legal el riesgo de que se aplique de modo imprevisto una ley o un reglamento, lo que suele acarrear una pérdida. El riesgo legal puede presentarse asimismo cuando la aplicación de las leyes y los reglamentos pertinentes sea imprevisible. Por ejemplo, el riesgo legal comprende el riesgo al que se halla expuesta una contraparte al aplicarse de manera imprevista una ley que convierta los contratos en ilegales o inejecutables. El riesgo legal comprende igualmente el riesgo de una pérdida como consecuencia de una demora en la recuperación de activos financieros o una congelación de posiciones como resultado de un procedimiento jurídico. En el marco transfronterizo, así como en determinados contextos nacionales, cabe la posibilidad de que se apliquen diversos marcos legales a una única operación, actividad o participante.*

DCV deben conjugar la agilidad que demandan los mercados con la seguridad jurídica que exige la regulación europea<sup>537</sup> y nacional.

El *Reglamento Delegado UE 392/2017* explica el deber de tener en cuenta este riesgo legal en varios lugares, siendo significativo el Considerando 33 del Reglamento Delegado:

*“Para establecer un marco adecuado de gestión de riesgos, los DCV deben tener una visión integrada y global de todos los riesgos pertinentes. Deben incluirse los riesgos que otras entidades hagan recaer en el DCV y los riesgos que el DCV represente para terceros, incluidos sus usuarios y, en la medida de lo posible, sus clientes, así como los DCV enlazados, las entidades de contrapartida central, los centros de negociación, los sistemas de pago, los bancos liquidadores, los proveedores de liquidez y los inversores.*

Cont. \_\_\_\_\_

*Cuando así ocurra, la FMI y sus participantes podrían enfrentarse a pérdidas ocasionadas por la aplicación imprevista de una ley o la aplicación de una ley distinta de aquella especificada en un contrato, por parte de un tribunal de una jurisdicción pertinente”.* También: NÚÑEZ, Susana y JIMÉNEZ, Monserrat: *Informes internacionales. Target2-Securities*. CNMV Boletín NMV. Trimestre IV, 2007, pág. 138. el marco legal, el fiscal y las prácticas de mercado en cada uno de los países de la Unión Europea son distintos y, en muchos casos, las diferencias actúan como barreras de entrada en cada país que son difíciles de superar, limitando así la competencia. APARICI VÁZQUEZ, Elena: *Tendencias regulatorias sobre la post contratación en el ámbito de la Unión Europea*. Ministerio de Economía y competitividad – Tesoro público. Madrid, septiembre 2013. Véase a CEBALLOS HORNERO, David: *Una propuesta de indicador de riesgo legal. Valoración a través de la Teoría de Seguros del Riesgo Legal; 2ª Reunión de Investigación en Seguros y Gestión de riesgos*. Castro Urdiales – abril 2007; págs. 1 a 13. CHAMORRO POSADA, Manuel: *Riesgo legal de la financiación y límites a la autonomía de la voluntad del financiado en los contratos bancarios*, RDBB, nº 85, 2002, págs. 185-216. HURTADO BUENO, Alonso: *El riesgo legal corporativo: normativas nacionales, comunitarias e internacionales*, *Economist&jurist*, Vol. 21, Nº. 173, 2013, págs. 86-91, entre otros. También afecta al “*compliance*”, con el que se quiere indicar la gestión de políticas y procedimientos con los que la empresa y su personal cumplen con el marco normativo aplicable. Véase: ZÁRATE, César: *¿Compliance Officer o Comité de Compliance? ¿Externalización de funciones?* *Revista jurídica Aranzadi*, nº 921, 2016; RIPOL Ignacio: *Gestión de conflictos y “corporate compliance”*, *Harvard Deusto business review*, nº 265, 2017; ETXEBERRIA BEREZIARTUA, Eneko: *Diario La Ley*, nº 9192, 2018.

<sup>537</sup> Art. 43 *Reglamento UE 909/2014: Riesgos jurídicos*. 1. *A efectos de su autorización y supervisión, así como con vistas a la información de sus clientes, los DCV contarán con normas, procedimientos y contratos que sean claros y comprensibles en relación con todos los sistemas de liquidación de valores que operen y todos los demás servicios que presten*. 2. *Los DCV elaborarán sus normas, procedimientos y contratos de tal modo que sean legalmente aplicables en todas las jurisdicciones pertinentes, incluso en caso de impago de un participante*. 3. *Los DCV que realicen actividades en varias jurisdicciones tomarán todas las medidas razonables para identificar y mitigar los riesgos derivados de los potenciales conflictos de leyes entre jurisdicciones*.

Los medios de los que se dota la Sociedad de Sistemas y la ordenación que impone han de ser adecuados, buscando el equilibrio entre la seguridad jurídica y la funcional<sup>538</sup>, que redunde sobre la seguridad jurídica estableciendo un mayor o menor rigor normativo, y, en lo económico, sobre las inversiones necesarias de modo que no hagan inviable o muy gravoso el sistema<sup>539</sup>. No son criterios incompatibles, pues una débil o inadecuada seguridad jurídica retraería el mercado. Desde un punto de vista de eficacia económica<sup>540</sup>, se tiene en cuenta la evaluación de los riesgos y el análisis de las medidas legales cuya aplicación incida en los elementos materiales, en los protocolos de actuación, o en la responsabilidad, cuyo cumplimiento normativo puede obligar a inversiones que pueden ser muy onerosas como consecuencia de las exigencias de cumplimiento normativo.

El Reglamento UE 909/2014, en el Considerando 53, contempla los riesgos con gran amplitud al decir que: *“A fin de ofrecer un grado suficiente de seguridad y continuidad de los servicios prestados por los DCV, estos deben estar sujetos a requisitos*

---

<sup>538</sup> Los riesgos operativos a los que se refiere el Reglamento UE 909/2014 en el art. 45.

<sup>539</sup> BENITO NAVEIRA, Jesús: *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2008)*, pág. 276. Ya en aquel año 2008, advertía que: *“El riesgo de construir el mejor de los sistemas tecnológicos para la liquidación en Europa es que, pasados cinco años, el panorama del sector haya cambiado tan drásticamente que el enfoque .../... sea el inadecuado. .../... No hay gestor privado que pueda ignorar un riesgo de esta magnitud a la hora de comprometerse con un proyecto que sea muy costoso y a muy largo plazo, incluso cuando su promotor, o tal vez por eso, sea el sector público”*.

<sup>540</sup> SÁNCHEZ-CALERO GILARTE, Juan: *Fallos en los mercados financieros y sanciones*. RDBB Núm. 139. Julio-septiembre, 2015, pág. 5, citando al *“Profesor Coofee en su trabajo «Law and the Market: The Impact of Enforcement» (http://ssrn.com/abstract=967482), pueden llevar a ciertas entidades hacia mercados más «tolerantes», es decir, cuyo régimen legal contempla menos sanciones o las que incluye son más livianas”*. No debe descartarse el coste que pueda tener para las entidades participantes, a quienes se dirige su regulación, más que como un criterio a tener en cuenta para la regulación, debe mirarse como un riesgo de incumplimiento de las entidades participantes. DÍEZ-PICAZO, Luis, en *La responsabilidad civil extracontractual*. Tomo V de Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; Civitas-Thomson Reuters. Pamplona, 2011; en pág. 27, pone de relieve que, para los partidarios del análisis económico del derecho, *“si el coste de ser precavido es muy alto”*, cabría decir de ofrecer mayor seguridad jurídica, se adoptarán las medidas pertinentes, pero si las indemnizaciones se van a mantener en márgenes razonables, la tendencia será la contraria.

*prudenciales y de capital específicos, que sean uniformes y directamente aplicables y que atenúen realmente sus riesgos jurídicos, operativos y de inversión*<sup>541</sup>.

La Unión Europea, consciente de la necesidad de dotar de seguridad jurídica<sup>542</sup> al sistema de liquidación y registro de valores, impuso varias obligaciones, y exigió la evaluación de riesgos que abarca los riesgos de negocio, operativos y legales. En cuanto a qué comprende el riesgo jurídico, término que proviene del entorno económico como se ha indicado, el *Reglamento UE 909/2014*, lo describe en el art. 43 del Reglamento, que lleva precisamente por título el de *Riesgos jurídicos*<sup>543</sup>:

*1. A efectos de su autorización y supervisión*<sup>544</sup>, *así como con vistas a la información de sus clientes, los DCV contarán con normas, procedimientos y*

---

<sup>541</sup> Todo riesgo implica por sí mismo, en mayor o menor grado, la posibilidad de un evento dañoso y una posible asunción de responsabilidad, los operadores económicos han de ser conscientes de que su actividad no es inocua, la adopción de mayores medidas de seguridad contribuye a una mayor fiabilidad del sistema y a disminuir los posibles daños, rebajar las exigencias de prever el riesgo y evitarlo supone incrementar la posibilidad de daños. Por ello no pueden obviar la existencia de normas de responsabilidad, y, aunque para las empresas en general y los DCV, se trate de un coste de oportunidad, las consecuencias, la responsabilidad, las determina la Ley.

<sup>542</sup> De hecho, en 2005 la Comisión Europea creó un Grupo de Seguridad Jurídica (*Legal Certainty Group*) dentro del PASF (Plan de Acción de los Servicios Financieros), para tratar las diferencias jurídicas en el seno de la Unión y tratar de superar las barreras legales en la integración de los mercados de valores que creaba numerosos riesgos jurídicos. Dicho grupo realizó dos informes (2006 y 2008), muchas de cuyas recomendaciones se plasmaron en el Reglamento UE 909/2014.

<sup>543</sup> El precepto también tiene su desarrollo en el *Reglamento Delegado UE 392/2017*, en su Artículo 31: *Riesgos jurídicos*. En él se establece la obligación, para los DCV solicitantes de autorización, de informar con claridad y comprensión de los procedimientos, normas y contratos aplicables en todas las jurisdicciones, así como de las medidas adoptadas *“para identificar y mitigar los riesgos derivados de los potenciales conflictos de leyes entre jurisdicciones”* (art. 31.2 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*). No es el único lugar donde los Reglamentos europeos tratan de los riesgos jurídicos. El *Reglamento Delegado UE 390/2017*, en sus artículos 4 y 5, requiere que el nivel de capital aplicable a los DCV tenga en cuenta: *“sus requisitos de capital por riesgos operativos, jurídicos y de custodia...”*, si bien sólo establece esta exigencia cuando se trate de DCV que presten también servicios auxiliares de tipo bancario.

<sup>544</sup> Esta obligación de evaluar los riesgos jurídicos se extiende también al supuesto de establecer enlaces con otros depositarios centrales de valores. Según el art. 84.1 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*. Y, conforme al art. 89.1 del mismo *Reglamento UE 392/2017*, que habla sobre *“riesgos que deben tener en cuenta los DCV y las autoridades competentes, .../... a raíz de una solicitud de acceso de un participante solicitante, un emisor, un DCV, una ECC o un centro de negociación”*, dispone que: *“.../... los DCV lleven a cabo una evaluación exhaustiva de riesgos a raíz de una solicitud de acceso de un participante solicitante, un emisor, un DCV, una ECC o un centro de negociación, así como cuando una autoridad competente evalúe las razones de la negativa de un DCV a prestar servicios, deberán tener en cuenta los siguientes riesgos derivados del acceso a los servicios del DCV: a) los riesgos jurídicos”*.

*contratos que sean claros y comprensibles en relación con todos los sistemas de liquidación de valores que operen y todos los demás servicios que presten.*

*2. Los DCV elaborarán sus normas, procedimientos y contratos de tal modo que sean legalmente aplicables en todas las jurisdicciones pertinentes, incluso en caso de impago de un participante.*

*3. Los DCV que realicen actividades en varias jurisdicciones tomarán todas las medidas razonables para identificar y mitigar los riesgos derivados de los potenciales conflictos de leyes entre jurisdicciones<sup>545</sup>.*

A la Sociedad de Sistemas le incumbe completar la normativa mediante el Reglamento interno y las Circulares, debiendo atender a la finalidad de ofrecer seguridad jurídica a cuyo efecto debe evaluar los riesgos de toda índole descritos. Por tanto, la Sociedad de Sistemas debe someter a evaluación de riesgos su propia normativa y observar su adecuación para los fines que se persiguen. Su adopción entra dentro de los riesgos legales a valorar por los DCV y ya se ha visto en el epígrafe anterior, que existen problemas de encaje en el sistema de fuentes y otras cuestiones que pueden afectar a la seguridad jurídica. Esto concierne a la Sociedad de Sistemas, que está obligada a realizar sus análisis sobre la realidad que debe regular, evaluación que no es perfecta por definición, por lo que cabe la posibilidad de error de apreciación y el consecuente error de regulación<sup>546</sup>.

---

<sup>545</sup> Las autoridades pertinentes, en su labor de supervisión, deben examinar si los DCV cumplen con la obligación de evaluar los riesgos jurídicos, además de los operativos, como dispone el art. 22 del *Reglamento UE 909/2014*, por el que los DCV deben determinar los riesgos a los que se enfrentan, las medidas tomadas para minimizarlas y criterios de aplicación, que serán objeto de supervisión prudencial por las autoridades a las que se refiere el art. 22.1: *“Al menos una vez al año, la autoridad competente examinará los sistemas, estrategias, procesos y mecanismos aplicados por los DCV con respecto al cumplimiento del presente Reglamento y evaluará los riesgos a que estén o pudieran estar expuestos los DCV, así como los riesgos que estos generen para el correcto funcionamiento de los mercados de valores”*. Y el Apartado 4: *“La autoridad competente establecerá la frecuencia y grado de exhaustividad de la revisión y la evaluación contemplados en el apartado 1 teniendo en cuenta la magnitud, importancia sistémica, índole, escala y complejidad de las actividades del DCV considerado. La revisión y la evaluación se actualizarán con periodicidad al menos anual”*.

<sup>546</sup> El estudio que se cita de LÓPEZ MIÑO, Antonio: *Errores regulatorios y Derecho de la Competencia*. En Estudios de Derecho mercantil. Libro homenaje al Prof. Dr. Dr. José Antonio Gómez

La evaluación del riesgo se contempla como una obligación de medios, cuya función es la de prever los problemas para dotar de seguridad jurídica a los hechos que regula, debiendo considerar los medios con que debe dotarse y aplicar la Sociedad de Sistemas. La Sociedad de Sistemas es consciente de ello y contempla la seguridad jurídica en el artículo 4.2 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas como un principio objetivo que debe guiar su actuación:

*“En el marco del objetivo de respaldo a la estabilidad y seguridad del sistema financiero y para el desempeño de las funciones propias de un depositario central de valores, la Sociedad de Sistemas actuará de acuerdo con criterios transparentes, objetivos, no discriminatorios, y de acceso abierto y equitativo adoptando las cautelas necesarias para evitar una exposición indebida a riesgos que pudieran afectar al adecuado desempeño de las funciones que le están legalmente atribuidas”.*

De este modo, la seguridad jurídica se convierte en principio y finalidad del sistema<sup>547</sup>, porque sobre el registro contable y las anotaciones descansa gran parte de la eficacia del sistema. Los riesgos operativos y funcionales pueden redundar e influir en la adopción de medidas para mitigar los riesgos jurídicos, no en balde el art. 45.4 del *Reglamento 909/2014*, dice:

Cont. \_\_\_\_\_

Segade. Ed. Marcial Pons, Madrid 2013, págs. 483 a 495, no se centra en los mercados de valores, sino en el Derecho de la competencia, véase el análisis que sobre esta cuestión realiza.

<sup>547</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores* (citado), pág. 33. *“La exigencia de su registro contable centralizado mediante un registro central a cargo de un DCV de valores y unos registros de detalle gestionados por las entidades participantes es el presupuesto técnico común de la contratación y de la post-contratación de valores”.* Y, en pág. 34, considera que al partir de la anotación inicial en la Sociedad de Sistemas y volver a la anotación sobre el mismo registro tras la liquidación de operaciones, estamos ante *“el modelo del “circuito cerrado” a cargo de los DCV.* URETA, Juan Carlos: *Registro, compensación y liquidación de valores; en Régimen Jurídico delos Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectivas* (citado). Pág. 598. La Sentencia nº 193/2012, de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 8ª), de 26 marzo (ECLI:ES:APM:2012:5072), Fundamento Jurídico Quinto, habla de esa necesidad de dotar de seguridad jurídica a las transacciones: *“... si la venta se justifica con valores comprados en esa misma sesión, no es de aplicación la norma citada; por el contrario, la disparidad de fechas, configura, en definitiva, la figura de la denominada “venta al descubierto”, que fue la correctamente sancionada por la demandada, con una clara y concreta finalidad, cual es la de evitar retrasos e incumplimiento de la obligación de entrega, aportando la imprescindible seguridad jurídica y mercantil en las transmisiones de valores bursátiles”.*

*“El plan a que se refiere el apartado 3 deberá prever la recuperación de todas las operaciones y posiciones de los participantes en el momento de la perturbación, con objeto de que los participantes del DCV puedan seguir operando con certeza y finalizar la liquidación en la fecha programada, para lo cual el plan deberá garantizar, en particular, que los sistemas informáticos esenciales puedan reanudar con rapidez las operaciones tras la perturbación. El plan incluirá la creación de un segundo lugar de procesamiento que cuente con suficientes recursos, capacidades y funciones y con una dotación de personal adecuada”.*

Corresponde a la Sociedad de Sistemas implementar los medios y ser operativos para las entidades participantes, dictando las correspondientes reglas. En relación con lo anterior, los arts. 73 y 74 del RD 878/2015, detallan las medidas a tomar<sup>548</sup>. El apartado 3 de ese mismo artículo establece que la obligación de elaborar un *Manual de procedimientos de seguimiento y control*.

Por último, el *Reglamento Delegado UE 392/2017*, en los *Instrumentos de seguimiento de los riesgos de los DCV* (Capítulo VII), hace recaer la responsabilidad, no sólo sobre el propio DCV, sino también sobre los órganos de dirección, tal como se observa en el art. 49.2 *in fine*: *“La responsabilidad final en materia de gestión de riesgos del DCV recaerá en el órgano de dirección del DCV”*<sup>549</sup>, que comprende, de conformidad con el art. 2.1.45) y 46) del *Reglamento UE /909/2014* al órgano de dirección y a la alta

---

<sup>548</sup> En el art. 73.2 del RD 878/2015, habla de:

*“c) Mantener un marco eficiente de la gestión de riesgos derivados de la gestión de los sistemas de liquidación.*

*d) Elaborar pautas o ratios específicos que tengan en consideración, entre otros aspectos, los niveles mínimos de servicio, las expectativas de gestión de riesgos y las prioridades de negocio. A efectos de su revisión periódica, los depositarios centrales de valores establecerán los procesos y parámetros de evaluación y fijarán una frecuencia concreta de revisión.*

*e) Adoptar medidas concretas de identificación, control, gestión y reducción de los riesgos operativos a los que estén expuestos. Los depositarios centrales de valores facilitarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España información sobre todo riesgo de este tipo que se detecte, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 45.6 del Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014”.*

<sup>549</sup> En cualquier caso, el art. 49.2.h), del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, hace recaer la responsabilidad sobre el órgano de dirección de los DCV, entre otras, por:

*“Realizar el seguimiento y velar por el cumplimiento de todos los requisitos pertinentes en materia de regulación y supervisión”.*

dirección, entendiendo que se trata de los administradores y ejecutivos de superior nivel estableciendo una responsabilidad directa que afecta a los altos cargos de la Sociedad de Sistemas, no sólo a su personal de administración, también al de dirección, que comprende a *“las personas físicas que ejercen funciones ejecutivas en el DCV y que son responsables de la gestión diaria del DCV”*<sup>550</sup>.

La normativa europea y nacional buscan que los DCV sean garantes del sistema, junto con las ECC y los propios centros de negociación, pues no habría eficacia sin seguridad jurídica<sup>551</sup>, y la propia Sociedad de Sistemas es consciente de ello, como se observa en el *Preámbulo del Reglamento de la Sociedad de Sistemas*:

*“Por las funciones que desempeña, la Sociedad de Sistemas se encuentra en una posición clave para el reconocimiento de los derechos de los inversores del mercado de valores. Su participación en los procesos posteriores a la contratación en los centros de negociación es imprescindible para la adecuada satisfacción de los legítimos intereses de dichos inversores, esto es, la certidumbre sobre la efectiva adquisición de los valores comprados o el puntual cobro del precio de las ventas de valores.*

*La Sociedad de Sistemas contribuye con su actividad al incremento de la seguridad jurídica, soporte imprescindible para el adecuado desenvolvimiento de los mercados de valores. Estos mercados son los canales principales para la*

---

<sup>550</sup> Reglamento 909/2014, art. 2.1.45) y 46): *“órgano de dirección»: el órgano u órganos de un DCV, constituido de conformidad con el Derecho nacional, que está facultado para fijar la estrategia, los objetivos y la orientación general del DCV, y que se ocupa de la vigilancia y control del proceso de toma de decisiones de la dirección. Deberá incluir a personas que dirijan de hecho la actividad del DCV.*

*Si el órgano de dirección comprende, de conformidad con la legislación nacional, diferentes órganos con funciones específicas, los requisitos del presente Reglamento solo se aplicarán a aquellos miembros del órgano de dirección a los que la legislación nacional aplicable atribuya la responsabilidad correspondiente;*

*46) «alta dirección»: las personas físicas que ejercen funciones ejecutivas en el DCV y que son responsables de la gestión diaria del DCV y deben rendir cuentas de ello ante el órgano de dirección.*

<sup>551</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores* (obra citada), pág. 9, donde señala que la misión fundamental de estas normas es garantizar la protección de los inversores, citando para ello el Considerando 5 del Reglamento UE 909/2014.

*financiación de las compañías y de muy diversos proyectos de financiación de la economía en su conjunto”.*

#### *1.4. Responsabilidad por el ejercicio de sus facultades de ordenación.*

Teniendo presente lo dicho anteriormente, en lo referente a la responsabilidad por las facultades normativas concedidas a los DCV, está fuera de duda la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, desde el momento en que la propia Ley aclara que puede ser objeto de sanciones por la Comisión Nacional de Mercado de Valores<sup>552</sup> por incumplimiento de sus propias normas, ya que el art. 279.4 de la LMV, considera como infracción muy grave:

*“El incumplimiento, no meramente ocasional o aislado, por las entidades enumeradas en el artículo 233.1.a).1.º y 2.º de las normas reguladoras de dichos mercados o sistemas, incluyendo sus correspondientes reglamentos, o de las normas reguladoras de sus propias actividades”.*

Aunque se trate de posibles sanciones administrativas, el artículo está dirigido expresamente a la Sociedad de Sistemas, y demás entidades del mercado según el art. 233.1.a).1º de la LMV que contempla la posibilidad de sancionar por incumplimiento de “sus correspondientes reglamentos, o de las normas reguladoras de sus propias actividades”, entre las normas reguladoras se encuentran los arts. 97 y 101 de la LMV o las normas europeas, que disciplinan las competencias y facultades de los depositarios de valores y sus propios reglamentos. Se deja constancia como indicativo de que la Sociedad de Sistemas está sujeta a responsabilidad también por la elaboración y cumplimiento de sus propias normas.

---

<sup>552</sup> Como autoridad competente, conforme a los arts. 61 y 62 del *Reglamento 909/2014*.

Respecto de la responsabilidad civil, para el caso de producirse daños que provengan de la actividad normativa de la Sociedad de Sistemas, hay factores que deben tenerse presentes, como el hecho de estar su Reglamento sujeto a supervisión previa de la CNMV y sometidas a control posterior en el caso de las Circulares<sup>553</sup>, como se ha visto anteriormente. Cabe plantearse en qué medida los organismos supervisores pueden ser corresponsables o asumir responsabilidad por las normas que dicta la Sociedad de Sistemas, pero será objeto de tratamiento separado.

Para el ejercicio de su potestad normativa, la Sociedad de Sistemas tiene la *obligación de evaluar los riesgos* señalados y el *deber de ofrecer seguridad jurídica*. Si la incertidumbre es parte del concepto de riesgo, la falta de claridad o inadecuación del Reglamento, o de las consecuencias de su aprobación por la CNMV, o las dudas en su adscripción dentro del sistema de fuentes normativas, o su pertenencia al Derecho privado o público, deben considerarse como un riesgo legal. Y, dada la obligación de prever el riesgo, ésta incide en la elevada diligencia exigible, pues es parte importante en la labor de prevención, siendo de aplicación las sentencias vistas en el epígrafe anterior.

Tratándose de una obligación de medios la Sociedad de Sistemas debe observar la *diligencia exigible* que señala la legislación. La Sociedad de Sistemas tiene el deber de examinar y prever los riesgos legales de modo exhaustivo, como exigen los Reglamentos europeos citados, que puede afectar a su actividad y a la responsabilidad por la llevanza del registro contable. La diligencia en el cumplimiento de las obligaciones es apreciable en toda clase de obligaciones según los arts. 1103 y 1104 del C.c., si bien es cierto que fundamenta mayoritariamente las sentencias basadas en la responsabilidad extracontractual. Por ello la doctrina<sup>554</sup> y la jurisprudencia tienen en cuenta la misma para establecer o ponderar la responsabilidad de los obligados.

---

No consta ningún protocolo de la CNMV para la aprobación del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, ni de ningún DCV que pretenda operar en España, tampoco consta en la Sociedad de Sistemas el modo de elaborarlo, ni los criterios que sirven de guía.<sup>553</sup> Véase también §5.2.1 sobre el valor normativo del Reglamento de la Sociedad de Sistemas y de las Circulares de la misma.

<sup>554</sup> DÍEZ-PICAZO, Luis, en *La responsabilidad civil extracontractual*. Tomo V de Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial. DÍEZ-PICAZO: *Derecho de daños* (obra citada). REGLERO CAMPOS, L. Fernando

En los DCV, la obligación de prever los riesgos no es un deber genérico de diligencia, sino una estricta obligación legal. En la Jurisprudencia del Tribunal Supremo, son numerosas las sentencias en las que ha basado la atribución de responsabilidad en la previsión del riesgo, incluso en supuestos en los que no existe un deber legal expreso de observarlo, aunque sin llegar a objetivar la responsabilidad sólo por riesgo (véase también lo dicho en §6.1.2.1 sobre la responsabilidad próxima a la objetiva del anterior modelo de responsabilidad). Un ejemplo de ello es la STS 645/2007, de 30 de mayo de 2007 (ECLI: ES:TS:2007:3410) y que reproduce la STS (Sala de lo Civil, Sección 1ª) Sentencia núm. 64/2011 de 9 febrero:

*“...la jurisprudencia no ha llegado al extremo de erigir el riesgo como criterio de responsabilidad con fundamento en el art. 1902 del Código civil (SSTS 11 de septiembre de 2006; 22 de febrero 2007), como tampoco acepta una supuesta objetivación de la responsabilidad civil que no se adecua a los principios que informan su regulación positiva ni la inversión de la carga de la prueba, limitada en la actualidad a supuestos legalmente tasados (art. 217.6 LEC)”.*

Cont. \_\_\_\_\_

y BUSTOS LAGO, José Manuel (coordinadores): *Tratado de responsabilidad civil* (obra citada). MUÑOZ FERNÁNDEZ, Alberto: *Nuevas perspectivas en la calificación como contractual o extracontractual de las acciones de responsabilidad en los reglamentos europeos de Derecho internacional privado*. Anuario de Derecho Civil, nº 2, 2016. GONZÁLEZ HERNÁNDEZ, Rut: *Responsabilidad extracontractual y contractual: barrera entre ambas* (obra citada). DE ÁNGEL YAGÜEZ, Ricardo: *Tratado de Responsabilidad Civil*. (citado). SALVADOR CODERCH, Pablo; GAROUPA, Nuno y GÓMEZ LIGÜERRE, Carlos: *El círculo de responsables*. (obra citada). PAPAYANNIS, Diego M: *La responsabilidad civil como asignación de pérdidas*, (obra citada). RODRÍGUEZ ROSADO, Bruno: *Los sistemas de responsabilidad contractual: entre la "strict liability" y la responsabilidad por culpa* (obra citada). BLASCO GASCÓ, Francisco de Paula: *Contestaciones al programa de Derecho civil Tomo II para acceso a las carreras judicial y fiscal* (obra citada). En la *Propuesta de anteproyecto de ley de modernización del Código Civil en materia de obligaciones y contratos* de la Comisión General de Codificación, en el Artículo 515-1, dice: *Diligencia en el cumplimiento. Cuando el título de la obligación no expresa la diligencia que ha de prestarse en su cumplimiento se exige la que corresponde a una persona razonable*. STS 64/2015, de 24 de febrero (ECLI: ECLI:ES:TS:2015:1698): *“En este sentido, interesa resaltar que el principio de buena fe contractual que contempla el artículo 1258 del CC, cumple una clara función como fuente de integración del contrato celebrado que, más allá de la reglamentación dispuesta por la autonomía negocial de las partes contratantes, constituye un criterio de determinación del alcance que deba presentar, en su caso, la ejecución o cumplimiento de las respectivas prestaciones de acuerdo a una conducta diligente, no abusiva y razonable de los contratantes”.*

BASOBAL ARRUE<sup>555</sup>, entresaca de la jurisprudencia que *“la existencia de un riesgo superior al normal se traduce en un mayor esfuerzo de previsión, en una diligencia extrema adecuada a las circunstancias, y por ende, en la necesidad de que se adopten las medidas necesarias, de tal manera que no hacerlo permite atribuir el resultado producido a dicho agente, y tener por existente el nexo causal tanto desde el punto de vista físico como desde el jurídico”*.

Línea que mantiene también la STS 595/2007, sala 1ª, 17.05.2007 (ECLI:ES:TS:2007:3220), que utiliza el argumento de *“la creación de riesgos extraordinarios”* para imputar a la empresa por no haber adoptado la *diligencia exigible* y las medidas de seguridad adecuadas:

*“La creación de riesgos extraordinarios determina por parte de la jurisprudencia el reconocimiento de un estándar de diligencia exigible de carácter elevado, junto con la carga de demostrar el cumplimiento de dicha diligencia más allá de los niveles exigidos reglamentariamente, sin que ello suponga propiamente un supuesto de inversión de la carga de la prueba, que la nueva LECiv se aplica a casos especialmente tasados, sino que en éstos, como en otros supuestos en que también puede corresponder al causante del daño la carga de probar su diligencia, tiene aplicación la regla según la cual debe tenerse en cuenta al resolver sobre las consecuencias de la falta de prueba la mayor facilidad probatoria que pueda haber tenido una de las partes respecto de los hechos (STS, 1ª, 26.12.2006)”*.

En los supuestos que examinan las sentencias no pesaba una obligación estricta de evaluar los riesgos, mientras que sobre la llevanza del registro contable sí existe una obligación legal de evaluar los riesgos jurídicos, por tanto, cabe concluir que la diligencia exigible es superior a la que pueda corresponder a cualquier profesional con carácter general, elevando el grado de diligencia exigible a la Sociedad de Sistemas por existir una obligación legal, máxime cuando recae sobre una sociedad especializada en su labor.

---

<sup>555</sup> BASOZABAL ARRUE, Xabier: *Responsabilidad extracontractual objetiva: parte general*; Ed. BOE. Madrid, 2015, pág. 166.

No queda duda que la evaluación de riesgos debe vincularse con la diligencia desplegada en el desarrollo de las reglas de liquidación y registro y determinar su alcance. La Sociedad de Sistemas ordena e impone reglas de actuación propias y a las participantes en cumplimiento de art. 101 de la LMV, (también por el Reglamento UE 909/2014), y esta ordenación se halla bajo la supervisión de la CNMV (véase 5.2.1).

Se trata de una obligación de medios, consistente en ordenar el sistema de registro que afecta también a las participantes. Por ello, su normativa debe aportar seguridad jurídica<sup>556</sup>, previendo los riesgos que pueden surgir en las actividades de liquidación y registro<sup>557</sup>.

También ha cambiado el entorno para el que debe desarrollar sus reglas. Operativamente, estamos ante la contratación y liquidación automatizadas según el *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229 de la Comisión de 25 de mayo de 2018*, que obliga a tratar las instrucciones de liquidación de ese modo<sup>558</sup>. La liquidación deja de responder

---

<sup>556</sup> Véanse los Considerandos 7 y 11, y concretamente el 39 del *Reglamento UE 909/2014*: “Ante la necesidad de seguridad jurídica sobre las anotaciones realizadas en las cuentas a nivel de los DCV...”; y el Considerando 43: “Además, para aumentar la seguridad jurídica, los DCV deben informar a sus participantes del momento en que las transferencias de valores y efectivo, en un sistema de liquidación de valores, pasan a ser jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros de conformidad, cuando corresponda, con las normas de la legislación nacional”.

<sup>557</sup> La equivalencia entre la protección que ofrecían los títulos-valores y la que ofrece el sistema de anotaciones en cuenta ha sido cuestionada por los autores, como LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (obra citada), pág. 68 in fine; o RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*. (obra citada), pág. 123; o GONZÁLEZ CASTILLA, Fco.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada, pág. 192 y ss. El cambio de sistema de representación determina que la equivalencia entre los títulos y las anotaciones origina que no pueda ser exacta, varía la ley de circulación de los valores, aunque se ha pretendido conservar, en la medida de lo posible, los efectos que se producen en la transmisión de los títulos.

<sup>558</sup> ZUNZUNEGUI, F.: *La regulación jurídica internacional del mercado financiero*. (citado); pág. 6: “La perfección y la consumación de los contratos se ven afectadas por este aspecto técnico. La aplicación de la técnica da lugar a un automatismo en la contratación no desconocido en otros sectores del Derecho mercantil internacional, pero con rasgos originales en materia financiera. Hay un formalismo técnico derivado de la aplicación de la informática a operaciones realizadas en masa. El interés público en el buen funcionamiento del mercado financiero justifica la coactividad, automatismo y tipicidad propias de esta disciplina. Esta importante función que desempeña la técnica en el mercado financiero llega a afectar a la aplicación de los principios del Derecho común. La perfección de los contratos, sus sistemas de garantías y la ejecución de los mismos tienen lugar a través de sistemas centralizados y encadenados, cuya naturaleza jurídica está todavía por determinar”. .../... En esta forma de regular el mercado financiero, el poder se desplaza de los Tribunales que aplican el Derecho privado a los organismos profesionales y firmas globales

a los patrones clásicos de intervención humana, y se resuelve mediante la aplicación de estándares mecanizados. Dichos estándares los define la Sociedad de Sistemas en los protocolos de comunicación, ejecución de órdenes de liquidación y el consiguiente registro<sup>559</sup>. Pueden verse en concreto en los considerandos 5, 6 y 7 y en los arts. 4 y 5 de dicho *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*.

El desarrollo reglamentario, que debe tener en cuenta necesariamente los modos de contratación, incluyendo los automatizados, corresponde a la Sociedad de Sistemas en su condición de DCV, según el art. 79 del RD 878/2015, que dispone lo siguiente:

*“Los depositarios centrales de valores determinarán en sus reglamentos internos los requisitos que deben contener las órdenes de transferencia de valores y efectivo que reciban de sus entidades participantes, a fin de aceptarlas y proceder a su liquidación.*

*2. En atención a las modalidades de contratación o a la posible intervención de una entidad de contrapartida central, los depositarios centrales de valores establecerán en su normativa interna las diversas modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia de valores y efectivo.*

A tal fin, los arts. 27 a 36 del vigente *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, establecen las reglas por las que se practica la liquidación, cuya última fase es la correspondiente anotación en el registro contable, tanto el central como los de detalle conforme a los arts. 34.6 y 35 del RD 878/2015.

Cont. \_\_\_\_\_

*de abogados, y sistemas de arbitraje internacional, que aplican los complejos acuerdos y desarrollos técnicos elaborados por los supervisores y la industria financiera. La principal debilidad de esta forma de regular y aplicar las normas es su déficit democrático. Las normas se adoptan y aplican por sujetos privados en defensa de sus propios intereses corporativos”.*

<sup>559</sup> Debe recordarse que en realidad la liquidación la realiza la plataforma Target2 Securities, en la que participan otros depositarios i algunos protocolos son comunes con otros depositarios, sin embargo, a todos los efectos, la liquidación realizada de este modo la asume la Sociedad de Sistemas tal y como prevé el contrato entre la Sociedad de Sistemas y el Eurosistema.

Su facultad comporta un deber de seguimiento y control constante de los problemas que puedan surgir, con el objeto de adecuar las reglas y procedimientos<sup>560</sup>, y también los medios técnicos de los que debe dotarse la Sociedad de Sistemas y que puede exigir a las participantes y emisores.

Advertidas las anteriores consideraciones, y teniendo presente que el Reglamento forma parte de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, puede considerarse que deben aplicarse los criterios de responsabilidad que se le atribuye a la Administración por la elaboración de las normas, aunque con las cautelas necesarias por el problema de adscripción al sistema de fuentes español, y, al igual que el Estado legislador puede resultar responsable por la adopción de normas, (pueden verse la STS 989/2002, de 14 de febrero de 2002, STS (ECLI: ES:TS:2002:989) y la STS 3506/2017 (ECLI: ES:TS:2017:3506), procede ver si, por análogo motivo, puede exigirse responsabilidad a la Sociedad de Sistemas por su potestad organizadora y normativa conferida en el art. 101 de la LMV. Se explora si puede deducirse analógicamente la existencia de responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por los daños causados como consecuencia de sus facultades de ordenación.

Se resalta la observación porque la jurisprudencia que se utiliza aquí está dedicada a la responsabilidad de las administraciones públicas, siendo conscientes que la Sociedad de Sistemas es una entidad de carácter privado<sup>561</sup>, aunque sirva también a

---

<sup>560</sup> La Exposición de Motivos de la inicial Ley del Mercado de Valores de 1988, ya advertía de la necesidad de adaptación a los cambios que se experimentaban en los mercados bursátiles, por ello decía: *“En un plano meramente formal, puede llamar la atención el amplio número de remisiones que contiene la Ley a ulteriores desarrollos reglamentarios. Dicho planteamiento es el resultado de coordinar dos exigencias contrapuestas: a) la necesidad de no congelar en el marco de una Ley muchos aspectos del funcionamiento de los mercados de valores susceptibles de verse influidos por los importantes cambios que se están produciendo en el entorno financiero nacional e internacional y que, sin duda, proseguirán con intensidad en el futuro inmediato, y b) la necesidad de dotar del necesario respaldo legal a muchas actuaciones potenciales de la Administración que, en el marco legal hoy vigente, están o podrían estar desamparadas de tan indispensable cobertura”*.

<sup>561</sup> En el mismo sentido: LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (citado), pág. 54 y 56.

intereses públicos, pero privada, y puede resultar complejo trasladar principios y soluciones previstas para un ámbito diferente.

La elaboración del Reglamento de la Sociedad de Sistemas y de las Circulares son normativa interna de acuerdo con la calificación que les dan los arts. 34 y 35 del RD 878/2015, pues la Sociedad de Sistemas es la creadora y autora, aunque sujeta a supervisión, por tanto, es responsable de su adopción y adecuación de sus normas, tanto a la legislación superior como a los fines señalados.

El art. 101 LMV, confiere a la Sociedad de Sistemas potestad organizadora, de obligada observancia para las participantes en lo referente al Reglamento por su consideración como norma de ordenación y disciplina, con la trascendencia que ello implica. Señala LEÓN SANZ<sup>562</sup> que *“el carácter privado de estas entidades (se refiere a los DCV y ECC) hace necesario que la relación de sujeción a las infraestructuras de los mercados haya de tener un fundamento normativo suficiente, el alcance se encuentre delimitado de manera concreta y se interprete, en principio, de forma ineludiblemente estricta, pues en las relaciones entre privados no hay una relación de subordinación como sucede en las relaciones con la Administración pública”*. La organización que concreta la Sociedad de Sistemas en el Reglamento interno sirve a intereses particulares, como son los de los emisores, participantes e inversores, pero, por otro lado, también sirve a intereses públicos, como son dotar de eficacia y seguridad a un sector económico importante por su dimensión y volumen, de ahí el control administrativo que se ejerce<sup>563</sup>. Prosigue el autor citado, diciendo que los acuerdos entre infraestructuras, y entre éstas y las entidades participantes, tienen base contractual, si bien *“se trata de acuerdos que quedan sujetos a la normativa europea y nacional sobre la poscontratación*

---

<sup>562</sup> LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (citado), pág. 59 in fine. Véase §5.2.5.C y fundamentalmente en §5.2.6. Además, la llevanza del registro contable es una “actividad conjunta” entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes<sup>562</sup>, y *“las entidades participantes organizarán los registros de detalle mediante un sistema de codificación único y estandarizado de cuentas que será regulado por el depositario central de valores en su normativa interna”* (art. 35.1 del RD 878/2015).

<sup>563</sup> LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (citado), pág. 52 y 57.

*y, en este sentido, se debe considerar como un régimen especial y completo que desplaza la regulación general en materia de obligaciones y contratos. Lo dispuesto en el Código civil tendría un carácter supletorio, de acuerdo con lo previsto de manera general con relación al ordenamiento jurídico español, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 4.3 de este cuerpo legal”<sup>564</sup>.*

El recurso la aplicación analógica al que alude el texto anterior transcrito, es procedente en este caso por aplicación del art. 4.1 del Código civil, y, al igual que al propio Estado legislador se le puede exigir responsabilidad por la adopción o aplicación de sus normas, procede aplicarlo a la Sociedad de Sistemas que completa parte de la normativa, como expresamente contempla el art. 101.1 de la LMV. Por ello, teniendo presente la consideración de norma de ordenación y disciplina que otorga el art. 101.3 LMV, cabe considerar que el Reglamento de la Sociedad de Sistemas forma parte del cuerpo normativo regulador del sistema de compensación y registro.

Examinando la Jurisprudencia, que se ha pronunciado sobre el tema de la responsabilidad del Estado legislador, pueden extraerse principios aplicables a la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, en la convicción de poder usarlos por analogía como se ha indicado. Conviene ver una fundamentación jurídica sobre dicha responsabilidad, viendo en primer lugar los criterios que establece para apreciarla, como la mantenida en la STS 989/2002, de 14 de febrero de 2002, (ECLI: ES:TS:2002:989), según la cual:

*“... se ha apreciado responsabilidad por acto legislativo sólo en casos muy individualizados en cuanto a las personas y con la exigencia de que los daños sean de naturaleza especial, no cuando resultan afectadas con carácter general meras expectativas de derecho. En segundo término, se observan las soluciones seguidas en países con control de constitucionalidad de las leyes y que, dentro de ellos, unos limitan la responsabilidad del Estado a los casos en que la ley haya sido declarada inconstitucional; y otros, a los casos en que la propia ley haya establecido dicha*

---

<sup>564</sup> LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (citado), pág. 61.

*responsabilidad. Esta última es precisamente la solución, como recuerdan las sentencias que invocamos, que sigue la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (RCL 1992, 2512, 2775 y RCL 1993, 246).*

*.../... cabe apreciar responsabilidad cuando se producen daños o perjuicios en virtud de actos de aplicación de las leyes y existe un sacrificio patrimonial singular de derechos o intereses económicos legítimos que pueden considerarse afectados de manera especial por las actuaciones administrativas anteriores o concomitantes con la legislación aplicable.*

*.../... Para examinar si esto es así es menester utilizar varios criterios. Entre ellos reviste singular interés el relacionado con la observancia del principio de buena fe en las relaciones entre la administración y los particulares, la seguridad jurídica y el equilibrio de prestaciones. Estos conceptos, utilizados por las sentencias de esta Sala últimamente citadas, están estrechamente relacionados con el principio de confianza legítima anunciado por el Tribunal Superior de Justicia de las Comunidades Europeas. La virtualidad de este principio puede comportar la anulación y, cuando menos, obliga a responder en el marco comunitario, de la alteración (sin conocimiento anticipado, sin medidas transitorias suficientes para que los sujetos puedan acomodar su conducta económica y proporcionadas al interés público en juego, y sin las debidas medidas correctoras o compensatorias) de las circunstancias económicas habituales y estables, generadoras de esperanzas fundadas de mantenimiento. Sin embargo, el principio de confianza legítima no garantiza a los agentes económicos la perpetuación de la situación existente, la cual puede ser modificada en el marco de la facultad de apreciación de las instituciones comunitarias, ni les reconoce un derecho adquirido al mantenimiento de una ventaja”.*

Más reciente que la anterior, y en cuanto se refiere a la aplicación de las leyes estatales derivadas de actos legislativos de la Unión Europea, puede citarse la STS 3506/2017 (ECLI: ES:TS:2017:3506), cuya similitud podría apreciarse al adoptar la Sociedad de Sistemas normas derivadas de la facultad conferida en la Ley del Mercado

de Valores, para el caso de adoptar medidas que vulneren la LMV o el resto de normativa:

*“Dicha doctrina, como se ha declarado reiteradamente por la mencionada jurisprudencia desde la referida sentencia, tomando como punto de partida la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, ha declarado que para que pueda apreciarse la concurrencia de la responsabilidad por vulneración del Derecho comunitario son necesarios tres presupuestos, que han de ser completados con el régimen de la responsabilidad de los Poderes Públicos en el Derecho interno de nuestra País, siempre que no impongan condiciones inferiores a las señaladas en el ámbito europeo (principio de equivalencia).*

*Conforme a la mencionada jurisprudencia de este Tribunal, siguiendo la establecida por el TJUE –sentencias de 2003, antes citada; de 29 de abril de 2009 (recurso 5449/2003 ); de 14 de julio de 2010 (recurso 21/2008 ; las tres de 17 de septiembre de 2010 (recursos 373/2006 ; 149/2007 y 153/2007 ) y la más reciente, citada en la contestación a la demanda, de 17 de noviembre de 2016 (recurso 196/2015)-- desde la ya histórica sentencia del Tribunal Europeo de 5 de marzo de 1996 (“Braserie du Pêcheur”, C-46/1993 ), se requiere, en primer lugar, que la norma europea infringida confiera derechos a los particulares; en segundo lugar, que se haya realizado una infracción de la norma europea que esté “ suficientemente caracterizada”; y en tercer y último lugar, que exista una relación de causalidad directa entre aquella infracción y el daño sufrido por el perjudicado”.*

Los criterios que pueden extraerse de esta última sentencia indican que debería producirse el daño como consecuencia de la infracción de normas que confieran derechos, y cabría apreciar en este caso la similitud con la adopción de normas por la Sociedad de Sistemas y la infracción de normas nacionales. Conjuntamente con ello, que la infracción sea relevante, *suficientemente caracterizada* en la expresión que usa la Sentencia, y, por último, la relación de causalidad necesaria.

Junto a las sentencias extractadas cabría considerar la abundante jurisprudencia acerca de la nulidad, o simplemente inadecuación o extralimitación de las Administraciones públicas en el ejercicio de su potestad reglamentaria, sentencias en las

que se concede indemnización por daños, siempre ligada a la prueba de dichos daños y a la existencia de causalidad.

REGLERO CAMPOS<sup>565</sup> también señala que, en el caso de entes públicos, si se producen *“daños causados en el ámbito de relaciones sujetas al Derecho privado”* están sometidos al régimen de Derecho público. También considera el autor que *“los particulares que realicen actividades que puedan calificarse como servicio público .../... han de tener un nivel de garantía similar al que dispondrían si el servicio público fuese prestado por un ente de esta naturaleza”*.

Si se considera que la intervención de una administración pública es necesaria y directa, en este caso habitualmente será la CNMV por ser quien aprueba el Reglamento de la Sociedad de Sistemas y los Estatutos sociales, cabría considerar la responsabilidad de la Administración, por ello se dedican unas breves reflexiones en el epígrafe siguiente.

En la medida en que la adopción del Reglamento y las Circulares son actos de la Sociedad de Sistemas, se entiende que una sociedad privada debe responder, no está exenta de responsabilidad por sus actos, salvo que la ley indique otra cosa, cuando tiene la facultad de imponer reglas por la habilitación legal del art. 101.3 de la LMV como el Reglamento y las Circulares.

Puede resultar improbable en la práctica que deba responder por esta función normativa, pero la responsabilidad existe, si bien más por negligencia<sup>566</sup> que por

---

<sup>565</sup> Puede verse en REGLERO CAMPOS: *Tratado de Responsabilidad Civil*. (citado), Tomo III, pág. 876. De hecho, añade que *“es un sistema de alcance general: comprende todo tipo de actuaciones –y omisiones– de la Administración a las que se pueda imputar el daño no contractual que se pretende sea resarcido, ya sean de naturaleza normativa, jurídica o material y ello aunque se haya refugiado en los cauces propios del Derecho privado para llevarlas a cabo (art. 144 LRJ-PAC)”* (pág. 878).

<sup>566</sup> Puede afirmarse la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por la elaboración de las Circulares e Instrucciones, aunque sólo sea por tratarse de actos propios. Esta responsabilidad por el *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* y las *Circulares*, conforme a lo dicho en §5.2.1, merece un estudio más profundo sobre la posible responsabilidad de los supervisores que son administraciones públicas, pues se trata de una norma hecha por una entidad privada, para una actividad privada, el registro contable de valores, a la que se la reconoce el carácter de *“norma de ordenación y disciplina del mercado”*, pero sometida a la aprobación previa de la CNMV en el caso de los estatutos de los DCV y el Reglamento

intencionalidad -supondría una actuación dolosa- dentro de los parámetros señalados en el art. 8.4 LMV. La diligencia exigible, conforme al 1104 del Código Civil, es elevada por hallarse sometida la Sociedad de Sistemas a la obligación de evaluar y considerar el riesgo jurídico y operativo al que alude el Reglamento europeo, cuestiones que ha de tener presentes para elaborar las reglas sobre los procesos de registro y determinar los medios técnicos y operativos adecuados. El art. 26.a) del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, habla de “*las normas y procedimientos para reducir y gestionar los riesgos asociados a la custodia de valores*”. La Sociedad de Sistemas debe precisar desde el principio las normas a adoptar respecto del registro y custodia de valores anotados.

Las sentencias examinadas lo han sido con el propósito de observar su posible aplicación analógica a la Sociedad de Sistemas<sup>567</sup>, y a los DCV en general. Determinar en qué medida son trasladables los criterios jurisprudenciales de responsabilidad, previstos para las administraciones públicas por la producción de leyes y normas, sigue siendo un problema complejo, no se puede olvidar que se trata de normas de producción privada, fruto de la habilitación legal, con especial eficacia normativa por la dicción del art. 101.3 del TRLMV y art. 70 del RD 878/2015, pero también asumidas contractualmente por las entidades participantes y los emisores<sup>568</sup> en los contratos de adhesión suscritos.

Cont. \_\_\_\_\_

Interno, y posterior para las Circulares, factores todos ellos que pueden implicar la responsabilidad de la CNMV como autorizadora del Reglamento y supervisora de las Circulares.

<sup>567</sup> Véase §5.2.1.

<sup>568</sup> Véase la Circular nº04/2017, de 4 de septiembre, sobre *Procedimiento de adhesión de entidades al sistema de liquidación de valores gestionado por IBERCLEAR; Norma 3* que se refiere al contrato de adhesión que desarrolla en el Anexo 2 de la Circular y en cuya cláusula 2, literalmente dice: “*Que conoce, acepta y se obliga a cumplir en todos sus términos el Reglamento y las Circulares e Instrucciones y Manuales de Procedimientos aprobadas por IBERCLEAR y que se obliga a aceptar las sucesivas versiones y modificaciones del Reglamento, las Circulares e Instrucciones y Manuales de IBERCLEAR que estén vigentes en cada momento, asumiendo el deber de conocer toda la referida regulación*”. También las Circulares de la Sociedad de Sistemas nº 13/2017, en cuyo Anexo: *Modelo de Convenio, Artículo 8*, somete a los DCV que quieran mantener un enlace operativo con la Sociedad de Sistemas, a la aceptación del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, las Circulares y el Manual de Procedimientos. Si se trata de emisores, en el Anexo A de la Circular 06/2017, los emisores se comprometen expresamente “*a cumplir, de conformidad con la redacción que esté vigente en cada momento, con el Reglamento de IBERCLEAR, la Circular de Emisores, el Manual de Procedimientos aprobado por IBERCLEAR, en lo que atañe a entidades emisoras*”.

Pero si se considera que las normas son privadas, es preciso volver al art. 1104 del C.c. que demanda la diligencia que *“exija la naturaleza de la obligación y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar”*, y considerando que la Sociedad de Sistemas es una entidad creada *ad hoc* y especializada, y que entre sus funciones destaca la facultad de poder ordenar el sistema de registro de acuerdo con el art. 101 de la LMV, y evaluar exhaustivamente los riesgos, la diligencia exigible es la pertinente a un profesional especializado, con la obligación de tener previstos esos riesgos legales y operativos, que convierte la diligencia en extrema, superior a la mera profesional.

Ello lleva a considerar que, a salvo de las demás cuestiones que se tratan a continuación, la responsabilidad por daños dimanantes de la regulación que realice la Sociedad de Sistemas debe considerarse incluida en el ámbito de la responsabilidad civil, sin perjuicio de la administrativa, que puede ser concurrente por cuanto se dirá a continuación y por las causas que se señalan como infracción en la LMV. Abunda en lo anterior, que la escasa jurisprudencia, encontrada y citada en §5.2.1, que precisamente atribuye la responsabilidad al ámbito civil.

La Sociedad de Sistemas interviene en el desarrollo de las normas sobre protocolos de comunicación y medios técnicos y sobre los que debe tener presente la evaluación de riesgos. No puede ser sobre el contenido y características esenciales del registro y anotaciones, pues las determina la LMV y el RD 878/2015. Es el desarrollo de los medios técnicos, protocolos de comunicación y registro, lo que corresponde a la Sociedad de Sistemas para dar cumplimiento a la obligación de registrar contenida en el art. 3.2 del Reglamento UE 909/2014, como en los arts. 8 a 15 de la LMV. El art. 45.2 del *Reglamento UE 909/2014*, hablando de los riesgos operativos dice que: *“Los DCV dispondrán de instrumentos informáticos apropiados y con una capacidad adecuada que garanticen un elevado nivel de seguridad y de fiabilidad operativa<sup>569</sup>. Los instrumentos*

---

<sup>569</sup> Resulta paradójico que en la LMV no se exija un nivel similar a los DCV, cuando el art. 193.3.b), requiere de las empresas de servicios de inversión medidas suficientes incluso en caso de catástrofe, pues deben: *“Adoptar medidas adecuadas para garantizar, en caso de incidencias, la continuidad y regularidad en*

*informáticos deberán gestionar adecuadamente la complejidad, la variedad y el tipo de servicios y actividades llevados a cabo, a fin de garantizar niveles elevados de seguridad y la integridad y confidencialidad de la información conservada”.*

El art. 101 TRLMV, faculta a la Sociedad de Sistemas para regular en el Reglamento interno “... los procedimientos para gestionar la entrega de valores y su pago, la determinación del momento de firmeza de las instrucciones de liquidación, la política de gestión de riesgos...”. Mediante el Reglamento y las Circulares, la Sociedad de Sistemas debe alcanzar la correcta y exacta anotación de los valores negociados, los fines y resultado previsto en la normativa europea y en el TRLMV. La no consecución de dichos fines y resultados, consecuencia de una inadecuada o insuficiente regulación puede originar daños, y si conforme a las reglas de imputación pueden serle atribuidos dichos daños a la Sociedad de Sistemas, deberá responder por ellos.

Así pues, la actividad normativa de la Sociedad de Sistemas se encuadra dentro las obligaciones de medios, aunque la *lex artis* y las obligaciones que se imponen expresamente obliguen a que la regulación normativa de su producción esté encaminada a alcanzar un resultado acorde con la finalidad de las normas y conseguir la exacta corrección en la llevanza del registro contable, siendo exigible la diligencia que corresponde a un profesional conforme a sus conocimientos especializados.

No puede descartarse la posibilidad de negligencia en la obligación de adoptar normas, es decir, falta de la debida diligencia y tanto por acción como por omisión, y que la misma origine un resultado dañoso. La responsabilidad por hechos derivados de la potestad regulatoria, tanto a través del Reglamento interno como de las Circulares, puede producirse por falta de adecuación de sus normas a la realidad, o respuesta inadecuada material y temporalmente a las circunstancias que debe regular. Cabe pensar en ambos supuestos, en el primero porque la Sociedad de Sistemas, como sujeto de un mercado tan dinámico, está obligada a proporcionar respuestas, las soluciones

Cont. \_\_\_\_\_

*la prestación de sus servicios. Deberán contar, especialmente, con mecanismos de control y salvaguarda de sus sistemas informáticos y con planes de contingencia ante daños o catástrofes”.*

que el mercado demande<sup>570</sup>, dirigidas a las entidades participantes con quienes se relaciona directamente, pero que pueden afectar a los titulares de los valores y al propio mercado. En el segundo supuesto, su intervención normativa, la regulación que puede establecer a través del Reglamento de la Sociedad de Sistemas o de las Circulares se produce creando o modificando las existentes, para adaptarlas a la realidad o al futuro previsible. La extemporaneidad se contempla porque debe prever las dificultades futuras y anticipar (deber de evaluar el riesgo, sobre el que se ha hablado), en la medida de lo posible, las soluciones.

Hasta ahora se ha hablado de la responsabilidad por las normas adoptadas, pero si se trata de la *omisión de dictar una norma*, es significativa la STS de 3 de julio de 2012 (ECLI: ES:TS:2012:4496), cuyo Fundamento Jurídico Cuarto<sup>571</sup>, requiere que la Ley exija expresamente dicho deber de dictar la norma, o que el silencio, la omisión, determine una situación contraria a Derecho, tal como se observa de modo claro en la transcripción que se adjunta y se considera aplicable por analogía:

*“Pues bien, respecto de la existencia de esta obligación o deber legal de dictar una norma reglamentaria, decíamos en sentencias de 16 de enero y 14 de diciembre de 1998 y 28 de junio de 2004 (procedimientos ordinarios núms. 6/1987, 194/1995 y 74/2002, respectivamente) que únicamente es apreciable una ilegalidad omisiva controlable en sede jurisdiccional cuando el silencio del Reglamento determina la creación de una situación jurídica contraria a la Constitución o al ordenamiento jurídico o, al menos, cuando siendo competente el órgano titular de la potestad reglamentaria para regular la materia de que se trata, la ausencia de la previsión reglamentaria supone el incumplimiento de una obligación -no de una mera habilitación- expresamente establecida por la Ley o la Directiva que el Reglamento trata de desarrollar y ejecutar o trasponer. En*

---

<sup>570</sup> De hecho, es una de las motivaciones por la que se adoptó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, como se observa con la lectura de sus primeros párrafos.

<sup>571</sup> STS de 3 de julio de 2012 (ECLI: ES:TS:2012:4496). Dictada en el caso Forum Filatélico, se demandó la responsabilidad patrimonial del Estado por incumplimiento del deber de supervisión y actuación sobre el mismo, solicitando la responsabilidad de la CNMV, a lo que no se accedió.

*definitiva, para que exista el deber jurídico de dictar la norma reglamentaria, cuyo incumplimiento permite la imputación objetiva de la lesión al comportamiento omisivo, es necesario que la Ley o Directiva a desarrollar, ejecutar o trasponer establezca expresamente dicho deber o que el silencio del Reglamento determine la creación de una situación jurídica contraria a la Constitución o al ordenamiento jurídico”.*

La falta de producción, o de modificación si es necesaria, de la normativa interna de la Sociedad de Sistemas, salvo lo dicho para el caso de existir un deber concreto de dictar una norma, sólo representa una expectativa<sup>572</sup>, los daños son hipotéticos o futuros, por lo que faltaría probar que se producen, o pueden producirse, daños ciertos, individualizados y evaluables económicamente y que no le corresponde soportar al perjudicado<sup>573</sup>, además de la relación de causalidad. La adopción de la norma, o la falta de ella, que puede ser adoptada con diverso alcance y contenido, impide una concreción del daño a priori. Sólo de su aplicación, o falta de ella, y constatación de su necesidad, atribuible a la Sociedad de Sistemas y la existencia de daños demostrables originarían la responsabilidad. Puede verse la STS 600 de TS, Sala 1ª, de lo Civil, 14 de octubre de 2013 (ECLI: ES:TS:2013:4921), aunque no habla de expectativa sino de pérdida de oportunidades, un concepto que tiene mayor alcance que el de simple expectativa:

---

<sup>572</sup> La cuestión de posibles daños por las expectativas de la regulación que haga la Sociedad de Sistemas entra dentro de la casuística del deber ser, por lo que no puede imputarse una responsabilidad a priori, por hechos futuros cuya existencia debe intentar prever la Sociedad de Sistemas, pero con amplitud para regularla y, por tanto, con un resultado incierto, lo que determina que los posibles daños sean, aún más si cabe, inciertos e indeterminados. La STS 989/2002, de 14 de febrero de 2002, STS (ECLI: ES:TS:2002:989) da a entender que las meras expectativas no son susceptibles de producir daños indemnizables.

<sup>573</sup> Si se entendiese aplicable el régimen de responsabilidad previsto para las administraciones actualmente en la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, el art. 61.4 señala que “En los procedimientos de responsabilidad patrimonial, la petición deberá individualizar la lesión producida en una persona o grupo de personas, su relación de causalidad con el funcionamiento del servicio público, su evaluación económica si fuera posible, y el momento en que la lesión efectivamente se produjo”. GONZÁLEZ MORAJUDO, Rebeca: *La posible falta de diligencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y/o banco de España en relación con los instrumentos de capital híbridos (participaciones preferentes)*. Revista de Derecho UNED, núm. 13, 2013, pág. 222. GOMEZ PUENTE, M: *La inactividad de la Administración*, Ed. Aranzadi.1997, págs. 776 a 770.

*“El daño por pérdida de oportunidades es hipotético y no puede dar lugar a indemnización cuando no hay una razonable certidumbre de la probabilidad del resultado. La responsabilidad por pérdida de oportunidades exige demostrar que el perjudicado se encontraba en una situación fáctica o jurídica idónea para realizarlas (STS de 27 de julio de 2006)”.*

Añádase la dificultad de hallarnos ante criterios de oportunidad, que, como la sentencia citada señala (STS de 3 de julio de 2012, ECLI:ES:TS:2012:4496), la potestad reglamentaria es una facultad político-normativa de ejercicio normalmente discrecional por quien ostenta dicha facultad. Así se podrá discutir la oportunidad de adoptar o modificar una regla por parte de la Sociedad de Sistemas, incluso su adecuación, pero resulta problemático atribuirle la bondad y adecuación completa a la casuística que trata de regular. También que los daños y su cuantía evidentemente, proceden de la regulación, o falta de ella, por cuanto se trata de una obligación de medios y no de resultado, debiendo probarse el nexo causal entre la acción u omisión de la Sociedad de Sistemas y el resultado dañoso, y teniendo presente que si el daño es fruto de incumplimiento ha de probarse el mismo y si se considera que procede de negligencia igualmente.

## **2. Notas acerca de la corresponsabilidad de la CNMV por hechos derivados de sus facultades de supervisión de la actividad normativa de la Sociedad de Sistemas y los DCV.**

El propósito del estudio no es la responsabilidad de la CNMV, sino de la Sociedad de Sistemas. En la medida en la que cabe la posibilidad de derivar la responsabilidad hacia la CNMV, por ser quien en última instancia aprueba el Reglamento de la Sociedad de Sistemas y puede también dejar sin efecto las Circulares<sup>574</sup>, se realizan unas

---

<sup>574</sup> Además, el art. 5.3 del Reglamento UE 909/2014, aclara que “Las autoridades competentes velarán por la aplicación del apartado 1”, es decir vigilarán que la liquidación se produzca “en la fecha

indicaciones y se apuntan algunos de los problemas que pueden surgir, teniendo en cuenta que rebasa ampliamente la intención de este estudio y merece un estudio separado.

La actuación de la Administración pública en general, se mueve entre dos actividades diferenciadas, una previa, mediante la autorización previa de las condiciones de ejercicio que imponen a los particulares, y otra posterior, mediante la supervisión de la actuación. Con palabras de PADRÓS REIG<sup>575</sup> *“No basta ahora con el simple otorgamiento de una autorización administrativa y de un control formal inicial de una actividad, sino que el Derecho administrativo contemporáneo requiere una actividad constante de vigilancia y supervisión”*.

Y añade: *“Lo mismo puede decirse del cometido de la Administración que diseña la DSMI. De acuerdo con este sistema, los titulares de la actividad no deberán solicitar a la Administración un permiso o licencia para desarrollar su servicio. Simplemente autodeclararán que cumplen los requisitos legales y será la Administración la que deberá controlar a posteriori si ello es cierto o no. .../... Con este nuevo sistema, la actividad de vigilancia, inspección y control de la Administración (y también los efectos de su omisión o su insuficiente ejercicio) adquieren una fenomenal relevancia”*.

Cont. \_\_\_\_\_

*teórica de liquidación”, es decir que la CNMV ha de controlar también el cumplimiento de los plazos por parte de los DCV. Véase el Considerando 22 del Reglamento UE 909/2014: “Los DCV deben estar sujetos a la autorización y supervisión de la autoridad competente del Estado miembro de origen, que es la que mejor situada está y la que debe quedar facultada para examinar el funcionamiento diario de los DCV, realizar controles periódicos y tomar las medidas adecuadas cuando sea necesario. No obstante, resulta oportuno que dicha autoridad consulte lo antes posible y coopere con otras autoridades relevantes, a saber: las autoridades responsables de la vigilancia de cada uno de los sistemas de liquidación de valores que gestione el DCV”. Y el art. 8 del Reglamento EU 909/2014, somete a vigilancia y supervisión de las autoridades pertinentes para “que las entidades sujetas a su supervisión apliquen lo dispuesto en los artículos 6 y 7 y para controlar las sanciones impuestas. Las autoridades competentes correspondientes cooperarán estrechamente entre sí cuando sea necesario”*.

<sup>575</sup> PADRÓS REIG, Carlos: *La relevancia de la culpa in vigilando en la regulación y supervisión financiera y bancaria*. RDBB núm. 128. Octubre –Diciembre, 2012. Pág. 117. Y añade, en pág. 118: *“los tribunales deben valorar el estándar de servicio esperable en cada tiempo y lugar. Por ello, la eficacia será en gran medida una construcción jurisprudencial variable, casuista y ponderada, puesto que nuestro ordenamiento no utiliza el sistema de estandarización de los niveles de prestación”*.

Cabe considerar si la aprobación de una defectuosa elaboración de las normas por la Sociedad de Sistemas trasciende a la misma y puede alcanzar la responsabilidad a la CNMV<sup>576</sup>, en el supuesto de llegar a producirse daños como consecuencia de esa aprobación de la normativa elaborada por la Sociedad de Sistemas.

El Reglamento europeo citado impone la labor de vigilancia y supervisión en diversos artículos, 8 y 10 a 24 entre otros, en ellos se encuentra la obligación para los Estados de designar a la autoridad de supervisión competente y autoridades relevantes (arts. 10 y 11), esta designación recae en la CNMV en el caso español<sup>577</sup>, que es quien debe autorizar y supervisar a la Sociedad de Sistemas, junto con las facultades que le otorga la legislación estatal. Como Administración pública de supervisión<sup>578</sup>, la CNMV ha de fiscalizar, entre otras cosas, que el Reglamento y Circulares de la Sociedad de Sistemas se ajustan a la legalidad, en el doble sentido de no rebasar las facultades formales y atribuciones que al efecto se conceden en el art. 101 del TRLMV, y que sean adecuadas y se ajusten también a los fines para los que se concede la capacidad de ordenación a la Sociedad de Sistemas. Este aspecto no queda claro a la luz del art. 101 de la LMV, pues no indica el alcance que tiene la aprobación previa.

Mención concreta debe hacerse de la potestad de supervisión de la CNMV hacia los DCV establecida en el art. 22 del *Reglamento UE 909/2014*. Incumbe a la CNMV el examen de *“los sistemas, estrategias, procesos y mecanismos aplicados por los DCV con*

---

<sup>576</sup> Véase §5.2.1. RUBIO DE CASAS, M. Gracia, *Artículo 19. Neutralidad de la inscripción*, en AA.VV., Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992, dir. Sánchez Calero, F., Madrid, 1995, pág. 451. Habla de principio de neutralidad en el control de la CNMV, cierto que se refiere al examen del folleto informativo de las OPAs, y que se debe evitar una doble tentación en la atribución de responsabilidad de la CNMV: la del inversor que sería una transferencia hacia la CNMV del riesgo de invertir, y la tentación del emisor de transferir a la CNMV el riesgo derivado de la falsa información o de las omisiones del folleto. Reconoce (en pág. 452), que existe la posibilidad de una responsabilidad concurrente entre la CNMV y el emisor: *“Se ha señalado la tendencia de los Tribunales civiles a abordar la responsabilidad de la Administración cuando esta concurre con la de sujetos particulares, como un supuesto de responsabilidad extracontractual, art. 1902 C.c., con olvido de la normativa específica* (citando a Muñoz Machado en *La responsabilidad Civil concurrente de las Administraciones Públicas*; Civitas, Madrid 1992).

<sup>577</sup> Art. 103.3 TRLMV. La designación de la CNMV fue debidamente comunicada a la AEVM, véase §6.1.2.

<sup>578</sup> Véanse los arts. 8, 11.1 y 3, y, en particular el art. 22 del *Reglamento UE 909/2014*.

respecto al cumplimiento del presente Reglamento y evaluará los riesgos a que estén o pudieran estar expuestos los DCV, así como los riesgos que estos generen para el correcto funcionamiento de los mercados de valores”<sup>579</sup>. No se trata pues de una simple supervisión, sino de un examen completo dentro del que debe vigilar sistemas, procesos y mecanismos que aplica la Sociedad de Sistemas, entre los que evidentemente figuran las disposiciones que emanen de la Sociedad para ordenar el sistema de registro.

El TRLMV, establece las facultades que concede a la CNMV, en los arts. 17 y ss. y le dedica todo el Título II a regular su organización y funcionamiento. Pero las atribuciones concretas, esencialmente de control y supervisión sobre los DCV, pueden verse en los arts. 98 a 103, además de los referentes a las sanciones. Pero se extiende sobre otras actuaciones referentes a la Sociedad de Sistemas, como el sistema de información e incluso la propia llevanza del registro contable al poder imponer sanciones a la Sociedad de Sistemas conforme al art. 281 del TRLMV.

Los factores que deben considerarse sobre esta cuestión son de diversa índole. Por un lado, la CNMV tiene la potestad de aprobar la normativa interna de los depositarios. Por otro, la Sociedad de Sistemas no puede exceder las facultades conferidas legalmente a los DCV, ni operar sobre otros intereses no contemplados en el *Reglamento UE 909/2014*, como se observa en los arts. 2.1.1, 18 y 19.8, que constriñen el

---

<sup>579</sup> LINDE PANIAGUA, Enrique: *Libertad de establecimiento de los prestadores de servicios en la Directiva relativa a los servicios en el mercado interior*». Revista de Derecho de la Unión Europea, núm. 14, 2008. Págs. 86-87. Este examen que impone el Reglamento europeo puede dar lugar a la exigencia de responsabilidad de la Administración por la supervisión que debe ejercer, y así lo manifiesta: “A diferencia de lo que sucediera en el pasado, los ciudadanos indefensos en el mercado global han ido exigiendo a lo largo de las últimas décadas la intervención protectora del Estado, sometido a la cláusula de responsabilidad universal subsidiaria por todo mal funcionamiento de los operadores privados. .../... Desde entonces no ha hecho sino incrementarse la creencia de que el Estado debe responder subsidiariamente (cuando no directamente) por la circunstancia de que la inmensa mayoría de las actividades privadas están sujetas a intervención de los poderes públicos, previa, posterior, directa o indirecta. .../... La consecuencia de este cambio de cultura de la responsabilidad no es ni más ni menos que el resultado del incremento de los controles públicos sobre las actividades de los operadores privados. Y esta cláusula general de responsabilidad de los poderes públicos por el funcionamiento de la sociedad en su conjunto ha traído una nueva consecuencia, la de que lo relevante no son ya los controles previos (que, por lo demás siguen siendo necesarios en relación con numerosas actividades), sino los controles posteriores, o controles de los poderes públicos a lo largo del ejercicio de las actividades por operadores privados sea cual sea el título por el que hayan accedido al ejercicio de su actividad”. En el mismo sentido: PADRÓS REIG, Enrique: *La relevancia de la culpa in vigilando en la regulación y supervisión financiera y bancaria* (citado), pág. 124.

campo de actuación de los DCV, ni puede exceder tampoco las facultades que le otorga el TRLMV. En todos los casos la autorización y supervisión corresponde a la CNMV.

Hay un mandato expreso a la CNMV en el art. 101.1 TRLMV, sobre la aprobación del Reglamento de la Sociedad de Sistemas (y estatutos sociales)<sup>580</sup> previo informe del Banco de España. Evidentemente, cualquier extralimitación o inadecuación advertida por los anteriores impide la aprobación del Reglamento, salvo dejación de funciones de uno o de ambos. El art. 98, del TRLMV delimita el campo de actuación de los DCV, no en balde el citado artículo lleva por título: *Requisitos, obligaciones, facultades y funciones de los depositarios centrales de valores*<sup>581</sup>, aunque el precepto es poco detallista y remite a lo dispuesto en el Reglamento europeo de depositarios.

En el caso de las Circulares de la Sociedad de Sistemas, y también por disposición expresa del art. 101.2 TRLMV, la CNMV *“podrá oponerse a las mismas, así como suspenderlas o dejarlas sin efecto cuando estime que infringen la legislación aplicable, o perjudican el funcionamiento prudente y seguro del depositario central de valores y de los mercados de valores o la protección de los inversores.*

El RD 878/2015, no desarrolla mucho más las disposiciones de los arts. 98 y 101 del TRLMV, al menos en lo que se refiere a las facultades normativas vistas, por ejemplo, en el art. 70 contempla la obligación para las entidades participantes de cumplir con el

---

<sup>580</sup> Para MORELL OCAÑA, Luis: *Curso de Derecho administrativo*. Ed. Aranzadi, Pamplona 1997. En pág. 84, dice que supone una homologación o aprobación de la norma antes de su incorporación al ordenamiento jurídico general. Dentro de la clasificación que realiza de las administraciones autónomas, la CNMV se encuadraría dentro de las que denomina constituidas en garantía del principio de objetividad, de carácter técnico, en régimen de independencia, a las que habría que añadir (pág. 174) también entre las administraciones que cataloga como de eficacia, de carácter comercial, industrial, financieras y análogas.

<sup>581</sup> Las facultades de ordenación de la Sociedad de Sistemas están definidas por los arts. 97, 98 y 101 del TRLMV y sometidas a control, previo o posterior, de la CNMV, por lo que, en caso de extralimitación puede suspenderlas o dejarlas sin efecto, determinaría la intervención necesaria de la CNMV que tiene asignada expresamente esa potestad sobre las normas dictadas por la Sociedad de Sistemas. LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (citado), pág. 59: *“Las facultades regulatorias y aquellas que determinen la sujeción de los participantes a las ECC y a los DCV habrán de estar previstas y delimitadas normativamente de forma precisa, tendrán que tener un sólido fundamento en razones objetivas y funcionales y deberán ejercitarse en cumplimiento de lo dispuesto en las normas que las atribuyen”.*

Reglamento y Circulares de los DCV, siendo el resto reiteración de lo expresado en el TRLMV.

Otro factor a tener en cuenta en el presente caso es que la Sociedad de Sistemas no es un ente instrumental de la Administración dotado de personalidad jurídico-privada que desarrolle actividad administrativa, ni se trata de un sujeto privado que ejerza funciones públicas (entidades de certificación, o de inspección técnica como las de vehículos, naves, etc.), sino de una entidad privada que ejerce actividad privada, aunque de interés público por la dimensión y trascendencia económica<sup>582</sup>.

El *Dictamen del Consejo de Estado, Número de expediente: 1059/2014 (ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD)*, realizado para el Caso Bankia<sup>583</sup>, sirve para ilustrar y entender el

---

<sup>582</sup> Basta con ver los Considerandos 1 y 2 del *Reglamento UE 909/2014* para cerciorarse de ello y más específicamente el Considerando 22, o la propia Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores de 1988.

<sup>583</sup> Dictamen del Consejo de Estado, Número de expediente: 1059/2014: ".../... Ahora bien, el artículo 24.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, establece que dicha aprobación es "un acto expreso de la CNMV resultante del análisis realizado, por el que esta concluye que el folleto es completo, comprensible y que contiene información coherente" y que, en ningún caso, la aprobación implicará un juicio sobre la calidad del emisor que solicita la admisión a negociación de sus valores o sobre estos últimos. Respecto de la CNMV añade que "el legislador no ha pretendido que actúe como garante público de la autenticidad de la información contenida en el folleto, sino que, considerando la imposibilidad efectiva de ejercer un examen de veracidad y exactitud de toda la información, ha constreñido su función a un control administrativo del cumplimiento de una serie de requisitos legalmente previstos y de carácter formal".

Por último, sostiene, citando la *Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de enero de 2009 (recurso 5921/2004)*, que "la función que la ley encomienda a la CNMV es supervisar e inspeccionar los mercados de valores y, en los términos ya explicados, asegurar la transparencia de los mismos. En ningún caso puede concebirse a la CNMV como garante de la legalidad y prudencia de todas las decisiones de todas las agencias de valores, ni menos aún como garante de que los clientes de dichas agencias de valores no sufrirán pérdidas económicas como consecuencia de decisiones ilegales o imprudentes de éstas".

V. En este caso, el Consejo de Estado comparte el parecer de la propuesta de resolución y considera que no concurren los citados requisitos.

1. No se da el requisito de la antijuridicidad del daño, como lo exige el artículo 141.1 de la Ley 30/1992 (que los particulares "no tengan el deber jurídico de soportar"); ni existe tampoco un vínculo causal que haga directamente imputables a la CNMV y al MINECO los daños cuya reparación solicitan los reclamantes (es decir, que aquellos hayan sido provocados "como consecuencia del funcionamiento de los servicios públicos": artículo 139.2 de dicha ley), en particular sin que quepa apreciar la omisión por parte de dichas entidades de funciones que tuvieran encomendadas en relación con la salida a bolsa.

Ambas cuestiones -ausencia de antijuridicidad de los daños que se dicen sufridos, inexistencia de responsabilidad con carácter omisivo- están íntimamente entrelazadas y conectan con la cuestión de si la CNMV y el MINECO ejercieron correctamente las funciones que les correspondían en esta materia. En este

alcance de la responsabilidad que atañe a la CNMV, aunque se trate de hechos diferentes, pero que reflexionan sobre el alcance de la actividad de supervisión diciendo que *“En ningún caso puede concebirse a la CNMV como garante de la legalidad y prudencia de todas las decisiones de todas las agencias de valores, ni menos aún como garante de que los clientes de dichas agencias de valores no sufrirán pérdidas económicas como consecuencia de decisiones ilegales o imprudentes de éstas”*.

Se reitera que la actuación de la CNMV es de supervisión y aprobación previa en unos casos, o posterior en otros, de la regulación elaborada por la Sociedad de Sistemas, no de los hechos derivados de su aplicación, su responsabilidad derivaría de una *“culpa in vigilando”*, sobre la que ha tenido oportunidad de pronunciarse en diversas ocasiones el Tribunal Supremo, como en la significativa *Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de enero de 2009 (ECLI: ES:TS:2009:121)*, sobre las facultades de supervisión de la CNMV, que, en el asunto en cuestión sobre la supervisión de “Gescartera”, no propiamente sobre un depositario central de valores, señalando que:

*“La cuestión del ámbito de actuación de la CNMV queda delimitada desde estos parámetros: a) el servicio encomendado lo es la supervisión e inspección del mercado de valores, b) las potestades atribuidas lo son de información e inspección, sancionadoras y de intervención.*

Prosigue la Sentencia del siguiente modo<sup>584</sup>:

Cont. \_\_\_\_\_

*asunto lo decisivo es si, sobre la base de la información de la que disponían la CNMV y el MINECO, debían haberse opuesto -y no lo hicieron- a la salida a bolsa de Bankia.*

*2. Los escritos presentados por los reclamantes se centran en el análisis de la actuación del Banco de España en el momento de la salida a Bolsa de Bankia, S. A. y sólo se refieren marginalmente y con poca precisión a las actuaciones de la CNMV y del MINECO. En relación con estas actuaciones, los reclamantes se limitan a sostener que la CNMV y el MINECO, en el ejercicio de las funciones que les atribuye el ordenamiento jurídico, deberían haber impedido la salida a Bolsa de Bankia, S. A. y que, como no la impidieron, su actuación/omisión fue la causa de que se hayan producido los daños cuya indemnización ahora se reclama.*

<sup>584</sup> Conviene, aunque sólo sea para mejor entender el criterio que establece el TS, reproducir algunos de los fundamentos jurídicos de la misma:

*.../...” Mediante la actividad reguladora, se ordena jurídicamente la actividad económica, mediante el establecimiento de controles para acceder o salir de un sector económico, determinación de condiciones sobre los niveles de producción y calidad de los servicios, relación entre compañías... La regulación es pues una forma de intervención de los poderes públicos en el mercado, si bien no de carácter directo, sino mediante el establecimiento de normas jurídicas generales que han de observar todos los que actúen en él y*

*“En ningún caso puede concebirse a la CNMV como garante de la legalidad y prudencia de todas las decisiones de todas las agencias de valores, ni menos aún*

Cont. \_\_\_\_\_

*la intervención administrativa mediante la creación de órganos de vigilancia ad hoc. Los poderes públicos en el sistema de regulación no determinan como ha de realizarse la actividad económica según las circunstancias, sino que dejan a la iniciativa privada tal determinación, si bien estableciendo el marco jurídico de la actividad y creando órganos de control en el cumplimiento de tal regulación jurídica” (Fundamento Jurídico 1º).*

*.../... “La Ley establece un órgano encargado de controlar que el funcionamiento del sistema se ajuste a las previsiones legales, atribuyéndole distintas facultades al efecto, cuyo ejercicio u omisión puede dar lugar a responsabilidad de la Administración en la medida que se acredite la existencia de una lesión o daño imputable a tal ejercicio u omisión en relación de causa a efecto. En este caso el órgano se concreta en la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Título II, Capítulo Primero) a la que se encomiendan las funciones de supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas o jurídicas se relacionan con el tráfico de los mismos, así como el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora (art 13), que incluye la adopción de las correspondientes medidas cautelares, además de otras funciones como la protección de los inversores, velar por el cumplimiento de las normas de conducta y de cuantas obligaciones y requisitos se exigen en la Ley, como indica la exposición de motivos”.*

*.../... “La actividad de control en sus distintos aspectos, se dirige a propiciar que la entidades de prestación de servicios que operan en el mercado reúnan los requisitos legalmente exigidos y ajusten su actividad a las normas de actuación dispuestas en la Ley, así como dar respuesta a los incumplimientos sancionando las infracciones cometidas e impidiendo, en su caso, el mantenimiento de la situación, adoptando las medidas que la Ley permita al efecto, bien entendido que la garantía no es absoluta y que, como indicamos en sentencia de 16 de mayo de 2008, “la función que la ley encomienda a la CNMV es supervisar e inspeccionar los mercados de valores y, en los términos ya explicados, asegurar la transparencia de los mismos. En ningún caso puede concebirse a la CNMV como garante de la legalidad y prudencia de todas las decisiones de todas las agencias de valores, ni menos aún como garante de que los clientes de dichas agencias de valores no sufrirán pérdidas económicas como consecuencia de decisiones ilegales o imprudentes de éstas. La mera causalidad lógica se detiene allí donde, el sentido de las normas reguladoras de un determinado sector, impiden objetivamente reprochar a la Administración el resultado lesivo padecido por un particular”.*

*.../... Ahora bien, tal actividad de control no convierte al órgano en operador del mercado ni traslada al mismo las obligaciones y subsiguientes responsabilidades exigibles a dichos operadores, caso de las sociedades de gestión de cartera o las agencias de valores, por la forma en que desarrollan su actividad al gestionar el encargo de los inversores, con un resultado negativo o perjudicial. La actividad de control en sus distintos aspectos, se dirige a propiciar que las entidades de prestación de servicios que operan en el mercado reúnan los requisitos legalmente exigidos y ajusten su actividad a las normas de actuación dispuestas en la Ley, así como dar respuesta a los incumplimientos sancionando las infracciones cometidas e impidiendo, en su caso, el mantenimiento de la situación, adoptando las medidas que la Ley permita al efecto, bien entendido que la garantía no es absoluta y que, como indicamos en la sentencia de 16 de mayo de 2008 (EDJ 2008/73280), “la función que la ley encomienda a la CNMV es supervisar e inspeccionar los mercados de valores y, en los términos ya explicados, asegurar la transparencia de los mismos. En ningún caso puede concebirse a la CNMV como garante de la legalidad y prudencia de todas las decisiones de todas las agencias de valores, ni menos aún como garante de que los clientes de dichas agencias de valores no sufrirán pérdidas económicas como consecuencia de decisiones ilegales o imprudentes de éstas...”*

*... A tenor de lo dicho, no existe norma legal alguna que obligue a la CNMV a comprobar activamente la situación real de los emisores que formulan solicitud de admisión a cotización; únicamente está obligada a comprobar que se han aportado los documentos que exige el ordenamiento jurídico. Por tanto, para determinar si la CNMV ha actuado o no correctamente, lo que debe analizarse es cómo se ha realizado la verificación del cumplimiento de los requisitos”.*

*como garante de que los clientes de dichas agencias de valores no sufrirán pérdidas económicas como consecuencia de decisiones ilegales o imprudentes de éstas”.*

Evidentemente no se trata del mismo supuesto, no se trata del examen de la documentación necesaria para la salida a bolsa, sino de la adecuación de las normas de la Sociedad de Sistemas a los fines que debe cumplir y que se hallen dentro de las facultades conferidas. La CNMV tiene la potestad de aprobar o rechazar el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, previo informe preceptivo del Banco de España, basándose en la dicción del último inciso del art. 101.1 del TRLMV donde describe cuál debe ser el contenido del Reglamento interno.

Si se plantea la responsabilidad de la CNMV, puede tomarse esta sentencia como indicativo del alcance de la responsabilidad por supervisión del órgano administrativo, que es el caso de la CNMV, observando los presupuestos necesarios para que responda la Administración con carácter general<sup>585</sup>, en la STS 2 de noviembre de 2007 (ECLI: ES:TS:2007:7508), que recoge la doctrina sentada anteriormente en la sentencia de 22 de abril de 1994, por la que *"esa responsabilidad patrimonial de la Administración se funda en el criterio objetivo de la lesión, entendida como daño o perjuicio antijurídico que quien lo sufre no tiene el deber jurídico de soportar, pues si existe ese deber jurídico decae la obligación de la Administración de indemnizar"*.

Y la anterior Sentencia 2534/1998, de 21 de abril de 1998, ECLI: ES:TS:1998:2534, que señala también esos presupuestos necesarios para poder considerar la responsabilidad de la Administración:

*Los presupuestos de la responsabilidad patrimonial de la Administración del Estado propugnada por el actor -según los artículos 40 de la Ley de Régimen Jurídico de Administración del Estado y 121 y 122 de la Ley de Expropiación Forzosa, aplicables por razones temporales a los hechos que se someten a nuestra*

---

<sup>585</sup> DE LA MORENA Y DE LA MORENA, Luís: *Curso de Derecho administrativo*, Vol. 4, Madrid 1992, pág. 436. Fundamenta la responsabilidad del legislador por su actividad sobre las leyes lesivas que no son expropiatorias, ni inconstitucionales, por lo que lo circunscribe a la producción de daños inmerecidos, singulares o especialmente intensos.

*consideración-, son, como reiteradamente ha expuesto la jurisprudencia, a) que el particular sufra una lesión en sus bienes o derechos real, concreta y susceptible de evaluación económica; b) que la lesión sea antijurídica, en el sentido de que el perjudicado no tenga obligación de soportarla; c) que la lesión sea imputable a la administración y consecuencia del funcionamiento normal o anormal de los servicios públicos; y d) que, por tanto, exista una relación de causa a efecto entre el funcionamiento del servicio y la lesión, y no sea ésta consecuencia de un caso de fuerza mayor.*

En este sentido, los criterios jurisprudenciales, en el caso de responsabilidad patrimonial del Estado Legislador, y en la medida en que puedan aplicarse analógicamente a la posible existencia de daños por la aplicación de normas dictadas por la Sociedad de Sistemas, puede servir de guía, la jurisprudencia<sup>586</sup> que al respecto existe sobre la actividad legislativa. Puede verse la STS 989/2002, de 14 de febrero de 2002, STS (ECLI: ES:TS:2002:989), según la cual:

*“... se ha apreciado responsabilidad por acto legislativo sólo en casos muy individualizados en cuanto a las personas y con la exigencia de que los daños sean de naturaleza especial, no cuando resultan afectadas con carácter general meras expectativas de derecho. En segundo término, se observan las soluciones seguidas en países con control de constitucionalidad de las leyes y que, dentro de ellos, unos limitan la responsabilidad del Estado a los casos en que la ley haya sido declarada inconstitucional; y otros, a los casos en que la propia ley haya establecido dicha responsabilidad. Esta última es precisamente la solución, como recuerdan las sentencias que invocamos, que sigue la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (RCL 1992, 2512, 2775 y RCL 1993, 246).*

---

<sup>586</sup> Las propias Sentencias que se transcriben literalmente, remiten a jurisprudencia anterior, que se obvian por cuanto son reiteración de doctrina, aunque igualmente sirven de fundamento a los criterios que se exponen.

*.../... bajo el régimen anterior a la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo común cabe apreciar responsabilidad cuando se producen daños o perjuicios en virtud de actos de aplicación de las leyes y existe un sacrificio patrimonial singular de derechos o intereses económicos legítimos que pueden considerarse afectados de manera especial por las actuaciones administrativas anteriores o concomitantes con la legislación aplicable.*

*.../... Para examinar si esto es así es menester utilizar varios criterios. Entre ellos reviste singular interés el relacionado con la observancia del principio de buena fe en las relaciones entre la administración y los particulares, la seguridad jurídica y el equilibrio de prestaciones. Estos conceptos, utilizados por las sentencias de esta Sala últimamente citadas, están estrechamente relacionados con el principio de confianza legítima anunciado por el Tribunal Superior de Justicia de las Comunidades Europeas. La virtualidad de este principio puede comportar la anulación y, cuando menos, obliga a responder en el marco comunitario, de la alteración (sin conocimiento anticipado, sin medidas transitorias suficientes para que los sujetos puedan acomodar su conducta económica y proporcionadas al interés público en juego, y sin las debidas medidas correctoras o compensatorias) de las circunstancias económicas habituales y estables, generadoras de esperanzas fundadas de mantenimiento. Sin embargo, el principio de confianza legítima no garantiza a los agentes económicos la perpetuación de la situación existente, la cual puede ser modificada en el marco de la facultad de apreciación de las instituciones comunitarias, ni les reconoce un derecho adquirido al mantenimiento de una ventaja.*

Más reciente que la anterior, y en cuanto se refiere a la aplicación de las leyes estatales derivadas de actos legislativos de la Unión Europea, puede citarse la STS 3506/2017 (ECLI: ES:TS:2017:3506):

*“Dicha doctrina, como se ha declarado reiteradamente por la mencionada jurisprudencia desde la referida sentencia, tomando como punto de partida la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, ha declarado que para que pueda apreciarse la concurrencia de la responsabilidad por vulneración del*

*Derecho comunitario son necesarios tres presupuestos, que han de ser completados con el régimen de la responsabilidad de los Poderes Públicos en el Derecho interno de nuestra País, siempre que no impongan condiciones inferiores a las señaladas en el ámbito europeo (principio de equivalencia).*

*Conforme a la mencionada jurisprudencia de este Tribunal, siguiendo la establecida por el TJUE –sentencias de 2003, antes citada; de 29 de abril de 2009 (recurso 5449/2003 ); de 14 de julio de 2010 (recurso 21/2008 ; las tres de 17 de septiembre de 2010 (recursos 373/2006 ; 149/2007 y 153/2007 ) y la más reciente, citada en la contestación a la demanda, de 17 de noviembre de 2016 (recurso 196/2015)-- desde la ya histórica sentencia del Tribunal Europeo de 5 de marzo de 1996 ("Braserie du Pêcheur", C-46/1993 ), se requiere, en primer lugar, que la norma europea infringida confiera derechos a los particulares; en segundo lugar, que se haya realizado una infracción de la norma europea que esté " suficientemente caracterizada"; y en tercer y último lugar, que exista una relación de causalidad directa entre aquella infracción y el daño sufrido por el perjudicado".*

Apuntada como queda la cuestión de la posible responsabilidad de la CNMV, queda sólo por indicar que, conforme a lo visto, sería necesaria la existencia de lesión, de daño cuantificable, y un nexo causal entre la labor de aprobación y supervisión que tiene encomendada la CNMV y la facultad de ordenación que corresponde a la Sociedad de Sistemas, en los casos en los que se plantee la responsabilidad concurrente de la CNMV con la de la Sociedad de Sistemas.

Sirvan pues estas líneas para indicar brevemente los cauces por los que circula la posible responsabilidad de la CNMV en el supuesto de poder exigir responsabilidad a la misma por la aprobación, o no suspensión, de las normas de la Sociedad de Sistemas, y que, se insiste en el detalle, se trata de una responsabilidad que merece un estudio más exhaustivo y que excede el propósito y planteamiento del presente trabajo.

### CAPÍTULO III: EL OBJETO DEL REGISTRO CONTABLE: LA ANOTACIÓN EN EL REGISTRO CONTABLE COMO OBLIGACIÓN DE RESULTADO.

#### 1. La anotación en el registro contable como obligación de resultado<sup>587</sup>.

Para establecer la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas deben delimitarse y precisar las obligaciones que asume por la llevanza del registro contable. No se trata de establecer el régimen jurídico y naturaleza de las complejas relaciones jurídicas entre la Sociedad de Sistemas y las entidades del mercado o las entidades participantes<sup>588</sup>, aquí se aísla una concreta obligación dentro de las relaciones jurídicas legales y contractuales.

La anotación de saldos en las respectivas cuentas constituye una obligación esencial de la Sociedad de Sistemas, porque es obvio que la desmaterialización absoluta de los valores presupone necesariamente la existencia de un sistema de registro en el que anotar. Pero deben determinarse las características del hecho de la anotación, efectos entre las partes y frente a terceros, y en último lugar la responsabilidad del encargado o encargados del registro.

---

<sup>587</sup> La Unión Europea ya era consciente de la existencia de diversas caracterizaciones de los regímenes jurídicos en el año 2004, véase sobre ello la "COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO EUROPEO. Normativa aplicable a los depositarios de OICVM en los Estados miembros: estudio y posible evolución" COM (2004) 207 final. Bruselas, 30.03.2004, pág. 8: *Dependiendo del Estado miembro, el depositario puede estar sujeto a una obligación de resultado o a una obligación de medios en la realización de sus deberes cautelares. Esto tiene un impacto directo en la seguridad jurídica. Por ejemplo, solamente tres autoridades competentes de los Estados miembros parecen excluir la "fuerza mayor" como exención extrema de responsabilidad.*

<sup>588</sup> Puede afirmarse que la relación entre la Sociedad de Sistemas y las participantes es de gestión de servicios, pues presta, entre otros, los servicios de liquidación, compensación y registro, además de la gestión de garantías y otros. El contrato en su conjunto sería de prestación de servicios, por eso se aísla la concreta obligación de anotar. Sobre prestación de servicios, al menos por parte de las entidades participantes y sus clientes, puede ocurrir lo mismo, según se trate de un contrato de mero depósito, que sólo obligaría a anotar y mantener el registro (depósito) y el contrato de administración de valores. Véase sobre ello RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta.* (obra citada); López Santana: *El contrato bancario de administración de valores* (citado).

A la Sociedad de Sistemas incumbe organizar el sistema de registro, conforme a los parámetros que señala el art. 9 y ss. de la LMV y el RD 878/2015, respetando las obligaciones y principios derivados del *Reglamento UE 909/2014 y demás legislación delegada*. Además, la anotación debe contener las menciones y ajustarse a la finalidad perseguida por la Ley, como es el ofrecer seguridad jurídica y garantizar la integridad de las emisiones

### 1.1. Concepto y naturaleza de la obligación de anotar<sup>589</sup>.

La obligación legal de anotar viene impuesta por el art. 9 de la LMV, aunque se duplica la obligación, convirtiéndola también en convencional, en virtud de las relaciones contractuales que establece la Sociedad de Sistemas con los emisores y con las entidades participantes.

Se trata de la obligación principal<sup>590</sup> de anotar, completada por la obligación de realizar garantizar la integridad de la emisión<sup>591</sup> que ayuda a configurar la naturaleza de la obligación. La regulación de las anotaciones en cuenta de los valores se halla en los arts. 6 a 15 LMV, y su contenido, según el art. 7.4 LMV *“vendrá determinado por el documento de la emisión”*, que a su vez dependerá de la clase de valor de que se trate, rigiéndose las acciones y obligaciones por el Real Decreto Legislativo 1/2010, Ley de

---

<sup>589</sup> En el *Informe conjunto CNMV - Banco de España: Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, de 2007 (citado), en su página 12, advertía: *“Además, sería conveniente seguir apoyando en los diferentes foros europeos la promulgación de una regulación europea específica para compensación, liquidación y especialmente para el registro de valores que dote de un régimen jurídico común, al menos de mínimos, sobre organización, riesgos asumibles, en especial en compensación y liquidación, y naturaleza de la tenencia de valores y de su depósito y custodia”*.

<sup>590</sup> Se ha sustituido aquella obligación de entregar los valores, que recaía sobre el vendedor, por la obligación de anotar, que recae sobre la Sociedad de Sistemas. TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*; en Rev. de Derecho del Mercado de Valores (citado), pág. 15, habla de la *“la doble faceta jurídica –obligacional y real- de la liquidación”*.

<sup>591</sup> Sin embargo, ambas obligaciones tienen sustantividad propia, no puede olvidarse que sirven para dotar de seguridad jurídica al funcionamiento del mercado.

Sociedades de Capital. La anotación se practicará conforme a los requisitos previstos legalmente, cuyos efectos, la transmisión del dominio y reconocimiento de la propiedad o derechos anotados (arts. 11 y 13 LMV) se extienden *erga omnes* (art. 11 LMV), artículos todos ellos imperativos. El incumplimiento total o parcial genera responsabilidad (art. 8.4 LMV).

La llevanza del registro contable se refiere a un conjunto de obligaciones, fundamentalmente de medios, debe organizar el sistema de registro y las cuentas dentro de los parámetros legales y reglamentarios, así como ordenar los protocolos de comunicación de órdenes que finalizarán con la correspondiente anotación, conforme a la LMV y el RD 878/2015 y el Reglamento de la Sociedad de Sistemas y las Circulares. Junto a las anteriores se articulan las obligaciones con las entidades participantes y demás entidades del mercado mediante los oportunos contratos.

La función del registro consiste en inscribir los saldos de valores que corresponden a cada emisión y la titularidad de los mismos, a la par que facilitar un modo ágil de transmisión, si bien ello debe hacerse sobre las cuentas correspondientes del doble escalón. De la anotación depende la posibilidad de ejercer los derechos inherentes a los valores de que se trate. Se trata por tanto de una función similar a la del registro de bienes y otra de acreditación de titularidades.

Dentro de la llevanza del registro contable, la obligación concreta de anotar tiene unas características que se han definido anteriormente, mediante la imposición de obligaciones específicas y conforme a los principios registrales del TRLMV. Algunos autores<sup>592</sup> han cuestionado la equivalencia de los títulos-valores y las anotaciones en cuenta, y efectivamente no pueden trasladarse en puridad las características de los títulos a las anotaciones. Se equipara la anotación a la *traditio*, en una especie de *ficta*

---

<sup>592</sup> LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (obra citada), pág. 68 in fine; o RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*. (obra citada), pág. 123; o GONZÁLEZ CASTILLA, Fco.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada, pág. 192 y ss.), que dedica a examinar el paso a anotaciones y el régimen de las mismas.

*traditio*<sup>593</sup>, mediante las correspondientes inscripciones de adeudo y abono, manteniendo la dualidad de título y modo en las transmisiones. De la inscripción a favor del titular inscrito depende el ejercicio de los derechos y también la irreivindicabilidad en los supuestos que marca el art. 11.3 LMV. Es la Ley la que señala los efectos que produce la anotación registral, y, en este aspecto, la LMV preserva los derechos que se derivaban de los valores representados por títulos, en concreto expresamente la LMV equipara a todos los efectos la anotación a aquella legitimación por la posesión.

### *1.2. Resultado exigible.*

La anotación contable en el registro correspondiente (central o de detalle) debe realizarse exactamente, en caso contrario incurre en responsabilidad por *“por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas”*, conforme determina el art. 8.4 de la LMV.

Debe inscribir exactamente, sin errores. Debe anotar un saldo concreto de valores en las cuentas correspondientes (art. 9 LMV) pues, aunque los valores son bienes fungibles, los saldos son específicos y determinados por la especie (clase de valores) y dentro de ésta por cada emisión. Debe garantizar la integridad de las emisiones. Así se establece en el art. 37 del *Reglamento 909/2014* y en el art. 15.3 LMV. Ha de realizar la anotación en tiempo y forma, con plazo legal concreto para su ejecución. Téngase en cuenta que la Sociedad de Sistemas sirve al mercado, que por definición está creado para realizar transacciones, y existen unos plazos concretos de ejecución y, por consiguiente, también de anotación. Tal como se observa en el art. 8.4 LMV, el retraso es fuente de responsabilidad y forma parte del cumplimiento de la obligación, pues en las diversas

---

<sup>593</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 780.

normas se contempla siempre como plazo perentorio, inexcusable, tal y como se observa en los arts. 3.2 y 5.2 del *Reglamento UE 909/2014*, art. 94.3 LMV, art. 40.1 RD 878/2015, art. 29.b) del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, y la *Circular nº 16/2017, de 4 de septiembre* sobre Procedimiento de Liquidación de operaciones concertadas en un Mercado oficial o SMN. Por todo ello, la falta de la prestación debida, si no se alcanza el resultado, supone incumplimiento<sup>594</sup>.

La corrección de la anotación en el registro correspondiente dota de *seguridad jurídica* a los valores inscritos y a los titulares, para que lo anotado se corresponda con la realidad. Es un instrumento básico sobre el que descansa la eficacia y seguridad de las transacciones y el propio mercado de valores. Del registro contable y de sus cuentas salen los valores que van a ser negociados, al registro contable vuelven tras las transacciones realizadas culminando el proceso<sup>595</sup>, es el principio y fin del sistema.

---

<sup>594</sup> GÓMEZ CALLE, Esther: *Los remedios ante el incumplimiento del contrato: Análisis de la Propuesta de Modernización del Código civil en materia de obligaciones y contratos y comparación con el Borrador del Marco Común de Referencia*; ADC, tomo LXV, 2012, fasc. I, pág. 36; señala que la Propuesta de modernización del Código civil considera que “*hay incumplimiento cuando el deudor no realiza exactamente la prestación principal o cualquier otro de los deberes que de la relación obligatoria resulten*”. El Código Civil no contiene una noción de incumplimiento, sino de causas de extinción, como señala ROCA TRIAS, Encarnación: *El incumplimiento de los contratos en la propuesta de modernización del derecho de obligaciones y contratos* (citado), pág. 4. Observa la autora que, en los *Principios de Derecho Europeo de los contratos (PECL)*, “*incumplimiento significa cualquier incumplimiento de la obligación contractual, tanto si es excusable como si no lo es, e incluye el cumplimiento retrasado, el cumplimiento defectuoso y la infracción de los deberes de cooperación para alcanzar la plena efectividad del contrato*”. En el mismo sentido FENOY PICÓN, Nieves: *La modernización del régimen del incumplimiento del contrato: Propuestas de la Comisión General de Codificación. Parte primera: Aspectos generales. El incumplimiento*. En ADC, tomo LXIV, 2011. VATTIER FUENZALIDA, Carlos: *Notas sobre el incumplimiento y la responsabilidad contractual*. En Revista electrónica del Departamento de Derecho de la Universidad de La Rioja, REDUR 3, año 2005. Pág. 59: “*Otra línea objetivadora fue la distinción de las obligaciones de medios y las obligaciones de resultado, de manera tal que sólo en las primeras el incumplimiento es imputable a la falta de diligencia del deudor, mientras que en las últimas se presenta, en cambio, por la falta del resultado prometido*”.

<sup>595</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores* (citado), pág. 33. “*La exigencia de su registro contable centralizado mediante un registro central a cargo de un DCV de valores y unos registros de detalle gestionados por las entidades participantes es el presupuesto técnico común de la contratación y de la post-contratación de valores*”. Y, en pág. 34, considera que al partir de la anotación inicial en la Sociedad de Sistemas y volver a la anotación sobre el mismo registro tras la liquidación de operaciones, estamos ante “*el modelo del “circuito cerrado” a cargo de los DCV*”.

Al mismo tiempo, el registro contable tiene una *función conservativa*<sup>596</sup> que anteriormente era propia del depósito sobre los títulos valores. La Sociedad de Sistemas no administra propiamente los valores anotados, pero al igual que la destrucción del título en ocasiones significaba la pérdida del derecho<sup>597</sup>, la destrucción del registro total o parcialmente puede originar graves problemas a los titulares. La función del registro contable es de anotación y custodia<sup>598</sup> de lo anotado, asimilándose de este modo a las obligaciones del depósito.

### 1.3. La obligación de garantizar la integridad de la emisión.

El registro contable no puede ofrecer seguridad jurídica, ni función conservativa, si no se mantiene la integridad de las emisiones<sup>599</sup>. El art. 37 del *Reglamento 909/2014*,

---

<sup>596</sup> LÓPEZ SANTANA: *El contrato bancario de administración de valores*, pág. 37 en nota a pie de página.

<sup>597</sup> Piénsese en las acciones al portador en el que la destrucción del soporte documental podía privar del derecho de propiedad, si no se podía probar de otro modo la titularidad de las acciones.

<sup>598</sup> Así se manifiesta el art. 26 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, que expresamente alude a esta función de custodia. GARCÍA, José Vicente: *Recomendaciones internacionales en el tratamiento del riesgo de custodia*. En RIMV N° 27 de 2009, pág. 7, quien considera como custodia el “cuidado o mantenimiento seguro de los valores también conocido como custodia y antes de entrar en detalle en los distintos elementos que afectan al riesgo de custodia”. Sobre los riesgos que debe afrontar la custodia de valores anotados se refiere a la pérdida de valores por insolvencia del depositario, disposición de valores de los clientes para otros fines o prestación de garantías con valores de los clientes. Las recomendaciones que se detallan en el trabajo coinciden con las que se adoptaron en el Reglamento UE 909/2014 y en la LMV.

<sup>599</sup> En la redacción original de la LMV no se contempló la *integridad de la emisión*. En la reforma efectuada por la Ley 32/2011, de 4 de octubre, se introdujo un art. 12.bis, en el que se decía en su apartado 3: “El sistema de registro deberá ofrecer las mayores garantías para que no existan descuadres entre los valores anotados y los valores efectivamente depositados en las entidades encargadas de la llevanza del registro y en las entidades participantes en el sistema de registro”. Sería en la reforma hecha por la Ley 11/2015, de 18 de junio “3. Los depositarios centrales de valores y demás entidades encargadas de la llevanza del registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta garantizarán la integridad de las emisiones de valores. Los sistemas de registro gestionados por depositarios centrales de valores deberán ofrecer las suficientes garantías para que no existan descuadres entre el registro central y los registros de detalle”. En ese momento ya se había dictado el *Reglamento UE 909/2014*. En igual sentido se modificó el

establece la obligación de garantizar la integridad de las emisiones de valores, y organizar las oportunas medidas de cooperación e intercambio de información con las entidades que participen en las labores de registro “de tal modo que se preserve la integridad de la emisión” (apartado 2), añadiendo el apartado 3 de este artículo que “no se autorizarán los descubiertos de valores, los saldos deudores ni la creación de valores”<sup>600</sup>.

Siguiendo a TAPIA HERMIDA<sup>601</sup>: “En el caso de las acciones, dicha integridad es la concordancia entre el número y la clase de valores emitidos por las sociedades anónimas cotizadas con ocasión de la constitución inicial de su capital social (artículos 4 y 23, letra d) de la Ley de Sociedades de Capital o LSC) o la ampliación sucesiva de este mediante la emisión de nuevas acciones (artículos 295 y ss. de la LSC) y las acciones de la misma sociedad que se estén negociando en los MSOV o en los SMN”.

La eficacia del sistema de registro contable y del propio mercado de valores descansa sobre la exacta correlación de los valores anotados en las respectivas cuentas con las que conforman la emisión. No es de extrañar que RECALDE CASTELLS<sup>602</sup>

Cont. \_\_\_\_\_

art. 7.1 de la LMV, pues hasta esa última reforma no hablaba de integridad, tras la misma quedó del siguiente modo: “Entidades encargadas del registro contable. 1. La llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión será atribuida a una única entidad que deberá velar por la integridad de la misma.

<sup>600</sup> Véase *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on improving securities settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and amending Directive 98/26/EC*. Documento de trabajo de los servicios de la Comisión. Evaluación de impacto 7.3.2012. SWD (2012) 22 final, pág. 69, sobre los problemas que plantearon los casos de *Lehman Brothers* y *Bear Stearns*, pues se encontraron con un exceso de valores que rondaba el 28%. TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La regulación de la poscontratación en los mercados secundarios de valores*; en boletín de la CNMV, Julio 2017, pág. 23 “El primer punto crítico reside en la función colateral que desempeñan los sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV de control de la integridad de las emisiones de valores anotados en cuenta para impedir la inflación patológica de los valores en cuanto a su creación, modificación o reducción indebidas derivadas de los procesos de negociación”.

<sup>601</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La regulación de la poscontratación en los mercados secundarios de valores* (citado), pág. 23. Y en la página siguiente se pronuncia del siguiente modo: “En definitiva, el control de la integridad de las emisiones de valores mediante una liquidación ajustada de las operaciones sobre estos es una condición esencial para que operen dos principios básicos de la regulación societaria y del mercado de valores: i) el principio radical de toda sociedad de capital de correspondencia entre capital y patrimonio y ii) el principio de protección del inversor para que este no llegue a poseer acciones ni obligaciones sin amparo efectivo en el patrimonio del emisor, sino nacidas de la inflación patológica causada por la liquidación desajustada de operaciones sobre aquellos valores”.

<sup>602</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés, en *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación*. En *La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de*

advierta que *“La eficacia de la tutela del inversor frente al concurso del gestor de la cuenta de detalle y, por tanto, la separación de los valores anotados a su nombre en la cuenta de detalle, no es posible si en la cuenta general de terceros que lleva la entidad participante en el DCV no consta un número correlativo de valores”*.

Las medidas que establece el Reglamento UE 909/2014, como la obligación de realizar conciliaciones diarias de los saldos de valores, o el control y supervisión que se tratará más adelante, son medios para lograr la integridad de la emisión. La importancia de mantener la integridad se refleja en la imposición de medidas concretas, basta con ver el art. 65.2 del Reglamento Delegado UE 392/2017 citado, que impone la suspensión de la liquidación, suspensión que no puede levantarse mientras no se haya resuelto el problema de la integridad de la emisión, y así lo dispone el apartado 7 del mismo artículo, lo que da idea de la importancia que se concede a la integridad, a la exactitud de las anotaciones de los saldos de valores.

Partiendo de lo dicho, el Considerando 42 del Reglamento UE 909/2014, aclara que *“El presente Reglamento no debe afectar a la legislación nacional que regula en cada Estado miembro las tenencias de valores<sup>603</sup> y los dispositivos destinados a mantener la*

Cont. \_\_\_\_\_

valores (citado). En la pág. 768. Sigue el párrafo transcrito del siguiente modo: *“Lo más que se podría separar serían los valores que constasen a nombre de la entidad participante en la cuenta de terceros en el DCV, asumiendo los inversores la pérdida (prorrataada con los demás clientes) resultante del exceso de valores anotados en las cuentas de detalle (art. 15 y 102 TRLMV)”*.

<sup>603</sup> Reglamento UE 909/2014. Considerando 41: *“Habida cuenta del papel primordial que desempeñan los sistemas de liquidación de valores en los mercados financieros, resulta oportuno que, al prestar sus servicios, los DCV pongan el máximo empeño en asegurar la liquidación a tiempo de las operaciones con valores y la integridad de la emisión de valores. El presente Reglamento no debe afectar a la legislación nacional que regula en cada Estado miembro las tenencias de valores y los dispositivos destinados a mantener la integridad de las emisiones de valores. No obstante, para aumentar la protección de los activos de los participantes en el DCV y de sus clientes, el presente Reglamento debe exigir a los DCV que segreguen las cuentas de valores de cada participante y ofrezcan, previa solicitud, la posibilidad de una mayor segregación de las cuentas de los clientes de los participantes, servicio que, en algunos casos, solo estará disponible a un precio superior, que será abonado por los clientes de los participantes que soliciten una mayor segregación. Es importante que se exija a los DCV y sus participantes que ofrezcan tanto servicios de segregación en cuentas globales de clientes como servicios de segregación individualizada por clientes, de modo que cada cliente pueda elegir el nivel de segregación que considere adecuado para sus necesidades”*.

Esa indicación de no afectar a la legislación nacional se refiere al sistema de tenencia de valores además de a la integridad en sí misma considerada. El Reglamento Delegado UE 392/2017, contiene varios artículos referentes a las medidas de conciliación a adoptar por los DCV y cualquier otro participante en las labores de liquidación y registro con objeto de garantizar la integridad de las

*integridad de las emisiones de valores*". Así pues, en todo aquello que el *Reglamento UE 909/2014* y los Reglamentos delegados no impongan obligaciones concretas, el propio sistema de registro, el modo de lograr la integridad de las emisiones y los datos que deben constar en la anotación contable<sup>604</sup>, pertenecen al ámbito de la legislación interna de los Estados (véase §5.1.A), de ahí que para su delimitación se tenga en cuenta únicamente la redacción de la Ley del Mercado de Valores.

Más concretamente, sobre esta obligación de garantizar la integridad de la emisión, la Ley del Mercado de Valores, en el art. 8.1 dice:

*"La llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión será atribuida a una única entidad que deberá velar por la integridad de la misma.*

Y el art. 15.3 LMV establece que:

*"Los depositarios centrales de valores y demás entidades encargadas de la llevanza del registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta garantizarán la integridad de las emisiones de valores"*<sup>605</sup>.

Las obligaciones descritas de garantizar la integridad, también derivan en exigencias de responsabilidad para el caso de incumplimiento, como el art. 8.1 del TRLMV, que impone a los DCV, la Sociedad de Sistemas y entidades encargadas del

Cont. \_\_\_\_\_

emisiones. Los artículos que detallan el tiempo y modo de realizar las medidas de conciliación serán oportunamente examinados en el apartado correspondiente.

<sup>604</sup> Los artículos 54 y 55 del Reglamento Delegado UE 392/2017, no establecen propiamente los datos que deben formar parte de la estricta anotación en el registro contable.

<sup>605</sup> Hasta la adición del art. 12 bis en la LMV por la Ley 32/2011, de 4 de octubre, no existía ninguna referencia a la obligación de garantizar la integridad de las emisiones, con dicho artículo se introdujo la obligación de garantizar la integridad de las emisiones, si bien de un modo un tanto ambiguo, pues la dicción inicial era la siguiente: *"El sistema de registro deberá ofrecer las mayores garantías para que no existan descuadres entre los valores anotados y los valores efectivamente depositados en las entidades encargadas de la llevanza del registro y en las entidades participantes en el sistema de registro"*. Con la reforma de dicho artículo, realizada por la Disposición final 1.A).5 de la Ley 11/2015, de 18 de junio, se introdujo el texto que pasó sin modificaciones al Texto Refundido vigente. Igual sucedía con el art. Art. 48 del RD 116/1992, *Comprobación de saldos. 1. Las Entidades encargadas del registro contable velarán porque en todo momento la suma de los saldos a que se refiere el número anterior coincida con el número total de valores integrados en cada emisión*", que tiene su equivalente en el art. 36 del RD 878/2015.

registro contable, la obligación de *velar por la integridad de la misma* (de la emisión), estableciendo que incurren en responsabilidad *“por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas”* dentro del mismo artículo en su apartado 4.

La integridad de las emisiones de valores exige la concordancia exacta en la suma de los saldos de las diferentes cuentas con el saldo global anotado en el registro central de la Sociedad de Sistemas, es decir, con el número de los que conforman la emisión. En el registro central los diferentes clientes figuran agrupados en una o varias cuentas de terceros, son cuentas globales gestionadas por las entidades participantes y la suma de ellas, más las propias de las participantes y las que lleve directamente la Sociedad de Sistemas, debe coincidir con el saldo total de la emisión. Por ello procede examinar cuál es la prestación debida de cada encargado, Sociedad de Sistemas y entidades participantes, precisar qué ha de anotarse exactamente en cada tipo de cuenta y qué responsabilidad alcanza a la Sociedad de Sistemas.

El modo de articular la garantía de integridad de las emisiones, viene determinado por aquello que, legal o reglamentariamente, se establezca como contenido de la anotación y deba figurar necesariamente en la misma<sup>606</sup>. Ciertamente que la integridad de la emisión se refiere esencialmente a los saldos de valores en las cuentas, pero dichos saldos han de identificarse correctamente y atribuir a cada cuenta el que le corresponda.

Aunque estos datos son los que se desprenden de los artículos citados, el art. 55 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, exige que debe quedar constancia de muchos más datos<sup>607</sup>, que son coincidentes con los descritos, aunque no necesariamente

---

<sup>606</sup> Aunque la preocupación primordial es la exactitud en los saldos, no tiene sentido fijarse sólo en ellos, si siendo exacto el saldo final no constan debidamente anotados. La propia palabra de la que deriva, íntegro, sugiere que está completo en todas sus partes. El art. 55 del Reglamento Delegado 392/2017 (que expresamente cita y desarrolla el art. 38 del Reglamento UE 909/2014), cuando habla de *registro de posiciones (stock)*, regula el mismo como un registro de datos de cuentas y de intervinientes, obligaciones de identificación de emisores, de valores, bancos, cuentas de efectivo, cuentas de valores, de participantes, país de origen, etc. sin precisar si dicho contenido debe figurar en la anotación en el registro contable.

<sup>607</sup> Reglamento Delegado UE 392/2017, art. 55: *“Registros de posiciones (stock) 1. Los DCV llevarán registros de las posiciones correspondientes a todas las cuentas de valores que mantengan. Se mantendrán*

reflejados en la propia anotación registral, aunque el apartado 3 advierte de los datos que deben quedar detallados al final del día en las correspondientes cuentas (posición según el lenguaje que usa el Reglamento) coincidentes con los señalados<sup>608</sup>.

Además de lo prescrito en los art. 19 y 35 del 878/2015, el art. 19 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, añade también el establecimiento del *sistema de codificación* a usar, junto con la previsión sobre el contenido que debe figurar en las cuentas, aunque deja el desarrollo más técnico y concreto para las Circulares, entre las cuales se hallan

Cont. \_\_\_\_\_

*registros separados en relación con cada cuenta de conformidad con el artículo 38 del Reglamento (UE) n° 909/2014. 2. Los DCV llevarán un registro de la siguiente información: a) el identificador de cada emisor al que el DCV preste los servicios básicos enumerados en la sección A, punto 1 o 2, del anexo del Reglamento (UE) n° 909/2014; b) el identificador de cada emisión de valores respecto de la cual el DCV preste los servicios básicos enumerados en la sección A, punto 1 o 2, del anexo del Reglamento (UE) n° 909/2014, el Derecho al amparo del cual se emitan los valores registrados por el DCV y el país de constitución de los emisores de cada emisión de valores; c) el identificador de cada emisión de valores registrada en las cuentas de valores mantenidas por el DCV de forma no centralizada, el Derecho al amparo del cual se emitan los valores registrados por el DCV y el país de constitución de los emisores de cada emisión de valores; d) el identificador del DCV emisor o de la entidad pertinente de un tercer país con funciones similares a las de un DCV emisor para cada emisión de valores a que se refiere la letra c); e) los identificadores de las cuentas de valores de los emisores, en el caso de DCV emisores; f) los identificadores de las cuentas de efectivo de los emisores, en el caso de DCV emisores; g) los identificadores de los bancos liquidadores utilizados por cada emisor, en el caso de DCV emisores; h) los identificadores de los participantes; i) el país de constitución de los participantes; j) los identificadores de las cuentas de valores de los participantes; k) los identificadores de las cuentas de efectivo de los participantes; l) los identificadores de los bancos liquidadores utilizados por cada participante; m) el país de constitución de los bancos liquidadores utilizados por cada participante. 3. Al final de cada día hábil, los DCV registrarán, con respecto a cada posición, los siguientes datos, en la medida en que sean pertinentes para la posición: a) los identificadores de los participantes y de otros titulares de cuentas; b) el tipo de cuenta de valores, en función de si la cuenta de valores pertenece a un participante («cuenta propia del participante»), a uno de sus clientes («segregación individualizada por clientes») o a varios de sus clientes («segregación en cuentas globales de clientes»); c) por cada identificador de emisión de valores (ISIN), los saldos de las cuentas de valores correspondientes al número de valores al final del día; d) por cada cuenta de valores e ISIN en virtud de la letra c), el número de valores sujetos a restricciones de liquidación, el tipo de restricciones y la identidad del beneficiario de las restricciones al final del día. 4. Los DCV llevarán registros de los fallos en la liquidación y las medidas que adopten ellos y sus participantes para prevenirlos y corregirlos de conformidad con los artículos 6 y 7 del Reglamento (UE) n° 909/2014.*

<sup>608</sup> Apartado 3 del art. 55 del Reglamento Delegado UE 392/2017: “Al final de cada día hábil, los DCV registrarán, con respecto a cada posición, los siguientes datos, en la medida en que sean pertinentes para la posición: a) los identificadores de los participantes y de otros titulares de cuentas; b) el tipo de cuenta de valores, en función de si la cuenta de valores pertenece a un participante («cuenta propia del participante»), a uno de sus clientes («segregación individualizada por clientes») o a varios de sus clientes («segregación en cuentas globales de clientes»); c) por cada identificador de emisión de valores (ISIN), los saldos de las cuentas de valores correspondientes al número de valores al final del día; d) por cada cuenta de valores e ISIN en virtud de la letra c), el número de valores sujetos a restricciones de liquidación, el tipo de restricciones y la identidad del beneficiario de las restricciones al final del día”.

las que aprueban los correspondientes manuales operativos y las específicas menciones que deben contener las anotaciones<sup>609</sup>.

Téngase presente que el *Reglamento Delegado UE 392/2017* exige la recopilación de una cantidad ingente de datos, pero, no aclara, ni determina, qué datos, de los que se deben recoger conforme a los arts. 54 y 55 de ese Reglamento delegado, conforman estrictamente la anotación contable y deben constar propiamente en las cuentas del registro contable. No dicen si los datos que ordena recopilar pueden figurar en otros registros auxiliares o complementarios, aunque bien es cierto que algunos de los datos que requiere el art. 55 se corresponden con los que exige la legislación nacional, todo ello en concordancia con el Considerando 26 del *Reglamento UE 909/2014*<sup>610</sup>, que no impone un concreto sistema de tenencia y registro de valores.

El Reglamento de la Sociedad de Sistemas y las Circulares establecen los datos que se inscriben en el registro contable y sus cuentas, conforme a lo previsto en el RD 878/2015, sin olvidar que existen otros registros auxiliares, conforme a los arts. 23 y 25 del RD 878/2015, reguladores del sistema de información<sup>611</sup> previsto en el art. 114 del

---

<sup>609</sup> Reglamento de la Sociedad de Sistemas. Art. 19.4: *“La Sociedad de Sistemas determinará las reglas de codificación de las cuentas y otra información estandarizada para la llevanza de las cuentas de detalle de terceros, que incluirá datos sobre la entidad participante que mantiene la cuenta, el titular de los valores, así como si los saldos de valores anotados se encuentran disponibles o bloqueados, sin perjuicio de que dichas entidades puedan mantener otros datos adicionales que supongan una mejora en su gestión y en su funcionamiento. Asimismo especificará los datos relativos a las inscripciones en dichas cuentas, que deberán contener, al menos, información sobre fechas de operación y anotación, el motivo o tipo de operación, el número de valores y, cuando corresponda, la entidad contrapartida, el precio y el efectivo de la operación.”*

El modo concreto de anotar y operar se contiene en *Manual de Procedimientos del Sistema de Registro y Liquidación de Valores* y en el *Manual del Sistema de Información (PTI)*, así como en el *Manual de Procedimientos de Seguimiento y Control*, según se advierte en el Anexo I, del Contrato de Adhesión, y detalla la Circular nº 02/2016, de 29 de enero, sobre procedimiento de adhesión de entidades al sistema de registro y liquidación de valores gestionado por Iberclear.

<sup>610</sup> Así, el Considerando 26 del *Reglamento UE 909/2014*, advierte que: *“Un DCV debe, como mínimo, gestionar un sistema de liquidación de valores y prestar otro servicio básico. Esta combinación es esencial con objeto de que los DCV desempeñen su cometido en la liquidación de valores y a la hora de garantizar la integridad de una emisión de valores”*. Por ello también, en el Considerando 39 del *Reglamento 909/2014*, se observa cómo tiene presente los diferentes sistemas de registro aludiendo a los sistemas de tenencia directa e indirecta y al reparto de la responsabilidad, sin que imponga un modo, modelo, o sistema de registro, ni de datos a registrar.

<sup>611</sup> Sobre el sistema de información regulado en el artículo 114 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, la Exposición de Motivos del RD 878/2015, se dice: *“Finalmente, el capítulo IV*

TRLMV y desarrollado en el artículo 85 del Real Decreto, en los que tienen cabida los datos a recopilar conforme a los arts. 54 y 55 del Reglamento Delegado UE 392/2017. Estos registros auxiliares tienen otras funciones, además de facilitar la corrección de las anotaciones, en el que puede integrarse el libro diario al que hace mención el art. 25 del RD 878/2015<sup>612</sup>, o cualquier otro que considere conveniente la Sociedad de Sistemas para dar cumplimiento a la normativa del Reglamento Delegado.

El art. 36 del RD 878/2015, exige el control de la integridad de la emisión, tanto a los DCV como a las entidades participantes, aunque en el tercer apartado hace recaer la responsabilidad sobre los DCV de vigilar la integridad del sistema de anotaciones en el registro contable<sup>613</sup>, pero sólo menciona la concordancia entre saldos, no contiene

Cont. \_\_\_\_\_

*desarrolla el nuevo artículo 44 septies de la Ley 24/1988, de 28 de julio, en relación con el sistema específico de información para la supervisión de la compensación, liquidación y registro de valores. Este sistema de información, denominado interfaz de poscontratación, será gestionado por el depositario central de valores y contará con la información proporcionada por todos los participantes en el proceso de poscontratación, tales como centros de negociación, entidades de contrapartida central, etc. Su objetivo último es permitir la trazabilidad de las operaciones, el control de los riesgos y garantías, la correcta llevanza de los dos niveles de registro y la correcta liquidación de las operaciones. Será un elemento vital para la supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del adecuado funcionamiento de todas las fases de poscontratación toda vez que desaparecerán las referencias de registro como elemento de control”.*

<sup>612</sup> RD 878/2015: Artículo 25. Libro diario de inscripciones.

1. La entidad encargada del registro contable llevará un libro o fichero informático de inscripciones, en el que anotará diariamente, por orden cronológico, referencia suficiente de todas y cada una de las practicadas en cualquiera de los registros a su cargo, asignándoles un número correlativo. El primer número de cada día será el siguiente al asignado a la última inscripción del día anterior.

2. En el caso de que la entidad encargada del registro contable sea un depositario central de valores, el libro al que se refiere el apartado anterior será llevado por:

a) El depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas referidas en los artículos 32.1.a), 32.1.c) y 32.2.

b) Las entidades participantes del depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas del registro de detalle referidas en el artículo 33.

<sup>613</sup> Artículo 36 RD 878/2015: Control de saldos del sistema.

1. Constituirá responsabilidad fundamental de los depositarios centrales de valores llevar en todo momento un estricto control de los saldos de las cuentas de valores del registro central, así como de la correspondencia de la suma de tales saldos con el número total de valores integrados en cada emisión o fungibles entre sí.

2. Las entidades participantes deberán cumplir sus funciones de registro, y en particular, mantener la exacta y permanente concordancia entre los saldos de valores de las cuentas de sus registros de detalle y los saldos de valores de las cuentas generales de terceros en el registro central.

3. Asimismo será responsabilidad de los depositarios centrales de valores vigilar que las entidades participantes cumplen adecuadamente sus funciones de registro y en particular que los saldos de valores de las cuentas de los registros de detalle se corresponden con los saldos de valores de las cuentas generales de terceros del registro central.

previsiones sobre el resto de menciones de la anotación. La errónea atribución de saldos concretos en las cuentas de detalle, por ejemplo, la adjudicación a una cuenta diferente de un saldo de valores, no variaría el saldo total, pero la anotación sería incorrecta, de ahí la importancia del deber de precisar, no sólo los saldos, sino también el resto de menciones para la correcta identificación de las cuentas, los saldos y sus circunstancias si las hubiere. En definitiva, pese a la poca claridad que ofrecen los preceptos, cabe concluir que, sin perjuicio de la recopilación de datos de toda índole, en el registro contable deben constar los datos necesarios de identificación la emisión, titulares, saldos y referencias suficientes del origen de los saldos. El resto de datos pueden recopilarse con los del “sistema de información”, del que se hablará más adelante.

Los datos señalados son los que deben ser objeto de correcta inscripción y constituyen la base, la prestación debida, cuyas inexactitudes o anotación defectuosa, determinarán la responsabilidad de los encargados del registro, sea la propia Sociedad de Sistemas, o sean las entidades participantes, según la cuenta de que se trate, en el entendido que los posibles daños que puedan generarse, corresponderán a quien tenga atribuida la llevanza de las cuentas de detalle, todo ello con independencia de las posibles sanciones que son independientes de si provocan daños o no.

#### 1.4. La anotación como obligación de resultado<sup>614</sup>.

Se han visto las características de la obligación de anotar, la conducta exigible, su función y la obligación de garantizar la integridad de la emisión por la cual los saldos han de coincidir siempre con el total de los que formen parte de la emisión, que sólo es posible si la suma de los saldos parciales de las diferentes cuentas se ajusta al número exacto de la emisión. También se ha visto que la LMV se refiere a la responsabilidad por las inexactitudes, que el art. 8.4 de la LMV vincula a los datos que deben constar en la inscripción, y que hace responsables de las inexactitudes y retrasos a los encargados del registro.

Se recurre al RD 878/2015, pues la Ley no lo precisa, para la concreción del contenido de la anotación, sin perjuicio de lo que dispone el art. 55 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, que exige la recopilación de numerosos datos, pero no necesariamente en la propia anotación sobre el registro contable. Así el art. 35.2, enuncia los datos que debe recoger el sistema de codificación de las cuentas de detalle, que tampoco es muy preciso<sup>615</sup>. Se completa con el art. 19 del RD sobre los *certificados*

---

<sup>614</sup> No es una cuestión nueva. Ya era una preocupación que se tenía en cuenta pues en la *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. Normativa aplicable a los depositarios de OICVM en los Estados miembros: estudio y posible evolución*; Bruselas, 30.03.2004 COM (2004) 207 final; se dice: "4.3.1 La inseguridad legal tiene un coste que asumen los inversores: Dos obstáculos importantes dificultan la evaluación de la responsabilidad de un depositario en toda la UE: primero, la diversidad de regímenes legales, puesto que la Directiva de 1985 hace referencia a las legislaciones de cada Estado miembro; en segundo lugar, los límites a veces inseguros de dicha responsabilidad. En varios Estados miembros, aunque el alcance de las responsabilidades mínimas del depositario esté en teoría armonizado por la Directiva, no se establecen del todo su naturaleza legal, su puesta en práctica y las sanciones. Dependiendo del Estado miembro, el depositario puede estar sujeto a una obligación de resultado o a una obligación de medios en la realización de sus deberes cautelares. Esto tiene un impacto directo en la seguridad jurídica. Por ejemplo, solamente tres autoridades competentes de los Estados miembros parecen excluir la "fuerza mayor" como exención extrema de responsabilidad. La inseguridad legal también resulta de la mezcla de obligaciones legales específicas de los depositarios y de la jurisprudencia civil en sentido amplio. Éste es especialmente el caso en las jurisdicciones, donde el principio de la responsabilidad del depositario con arreglo a la Directiva ("incumplimiento injustificable a la hora de llevar a cabo... o ejecución incorrecta") está, explícitamente o no, sujeto a limitaciones o derogaciones.

<sup>615</sup> El contenido del art. 35.2 del RD 878/2015, es un contenido de mínimos, pues utiliza la expresión "al menos", véase: "El sistema de codificación permitirá obtener para cada emisión información, al menos, sobre la identidad del titular que figure en el registro, el saldo de valores, las fechas relevantes, transacciones que den lugar a una variación del saldo y, cuando sea posible identificarlo, el precio de estas,

de legitimación<sup>616</sup>, en el entendido que las entidades encargadas del registro sólo pueden certificar lo que conste en el registro. En ellos, se observa que el registro contable, esencialmente en las cuentas de detalle, debe reflejar:

- Los saldos de valores.
- La identidad del titular de los valores.
- Las fechas relevantes.
- Transacciones que den lugar a una variación del saldo.
- El precio de las anteriores si es posible.
- En su caso, los derechos limitados o gravámenes.
- Fecha de constitución o cancelación de los anteriores.
- Identificación de la entidad emisora.
- Identificación de la emisión.
- La clase, el valor nominal y el número de valores de la emisión y su fecha de expedición.

La anotación debe contemplar la prestación debida plenamente<sup>617</sup>, sin errores sobre el número de valores afectados, ni sobre la identidad de los titulares y demás datos exigidos, e igual en cuanto al retraso cuando son transacciones dentro del mercado, y que el art. 8.4 hace responsables de todo ello a los encargados de la

Cont. \_\_\_\_\_

*así como la existencia de cualquier derecho o gravamen que afecte a los valores anotados, su fecha de constitución y de cancelación”.*

<sup>616</sup> Art. 19.1 RD 878/2015: *“La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, o de los derechos reales limitados o gravámenes constituidos sobre ellos, podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados en los que constará la identidad del titular de los valores y, en su caso, de los derechos limitados o gravámenes, la identificación de la entidad emisora y de la emisión, la clase, el valor nominal y el número de valores que comprendan y su fecha de expedición. También constarán en los certificados la finalidad para la que hayan sido expedidos y su plazo de vigencia”.*

<sup>617</sup> De hecho, el Reglamento Delegado UE 392/2015, en su art. 23, establece la obligación de quedar los valores debidamente registrados: *“Anotaciones en cuenta. En la solicitud de autorización se incluirá información sobre los procesos relativos a las anotaciones en cuenta que garanticen el cumplimiento, por parte del DCV solicitante, del artículo 3 del Reglamento (UE) nº 909/2014. Es decir, que incluso, previamente a empezar a operar, deben informar sobre los procesos que garanticen que los valores que se negocien vayan a quedar debidamente anotados en las cuentas del DCV, conforme a lo previsto en el art. 3.1 y2 del Reglamento UE 909/2014.*

anotación. La conclusión es que la anotación en el registro contable es una obligación de resultado<sup>618</sup> y, como tal obligación de resultado, de no alcanzarse el mismo significa incumplimiento de las obligaciones<sup>619</sup>.

---

<sup>618</sup> Así lo mantienen también GONZÁLEZ CASTILLA. Francisco: *Representación de acciones por medio de...* (obra citada, pág. 368 y ss.), dedica un capítulo precisamente al tratamiento de la anotación en cuenta como resultado; y ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta* (obra citada, págs. 345 y 376 y ss.) da a entender al tratar la caracterización del registro contable, que se trata de un negocio jurídico de resultado, y concretamente la obligación de anotar (pág. 332), aunque no profundizan en la cuestión.

<sup>619</sup> No se desconoce que la llevanza del registro contable forma parte de un contrato más amplio de prestación de servicios, pero dentro de éste destaca la obligación de anotar que merece un trato diferenciado al tratar el tema de la responsabilidad, porque esta obligación concreta tiene unas características que exigen ese tratamiento aislado. En los principios UNIDROIT se define la obligación de resultado del siguiente modo: “Artículo 5.1.4 (*Obligación de resultado y obligación de emplear los mejores esfuerzos*) (1) *En la medida en que la obligación de una de las partes implique un deber de alcanzar un resultado específico, esa parte está obligada a alcanzar dicho resultado.* (2) *En la medida en que la obligación de una de las partes implique un deber de emplear los mejores esfuerzos en la ejecución de la prestación, esa parte está obligada a emplear la diligencia que pondría en circunstancias similares una persona razonable de la misma condición.* No menos trascendente, se trae la *Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación*, Ministerio de Justicia, Madrid 2013; en cuya “Exposición de Motivos” justifica la separación entre los contratos de obra y los de servicios del siguiente modo: “*la conveniencia de su regulación separada radica en la distinta naturaleza del objeto de cada uno de estos contratos, consistente en un simple “hacer” o actividad considerada en sí misma en el caso del contrato de servicios y en un concreto resultado en el caso del contrato de obra*”. Aunque la distinción tradicional en el Derecho español se basa en la diferenciación entre el contrato de obra y el de servicios, cada vez más se va abriendo paso la distinción entre las obligaciones de medios y las de resultados, como ponen de relieve, por ejemplo: DIÉZ PICAZO, Luis: *Fundamentos de Derecho Civil patrimonial*. Ed. Thomson-Civitas, Madrid 2008, pág. 271. Conviene ver el estudio de BLANCO PÉREZ-RUBIO, Lourdes: *Obligaciones de medios y obligaciones de resultado: ¿Tiene relevancia jurídica su distinción?* Cuadernos de Derecho Transnacional. Octubre 2014. Vol. 6, Nº 2, pp. 51, aunque todo el estudio está dirigido precisamente a responder a la cuestión de la distinción entre ambas obligaciones acudiendo a una abundante y seleccionada jurisprudencia. CRESPO MORA, M<sup>a</sup> Carmen: *Las obligaciones de medios y de resultado de los prestadores de servicios en el DCFR*. InDret nº 2013, págs. 1 y ss., DCFR se refiere al “*Draft Common Frame of Reference*” o Proyecto de Marco Común de Referencia, que pretende establecer unos Principios, Definiciones y Reglas modelo de Derecho privado europeo. MARTÍNEZ SIMÓN, Alberto Joaquín: *De las obligaciones de medios y de resultado*. Revista Jurídica UNA, pp 161-222, Año: 2016. VATTIER FUENZALIDA, Carlos: *Notas sobre el incumplimiento y la responsabilidad contractual*. (citado), pág. 59: “*Otra línea objetivadora fue la distinción de las obligaciones de medios y las obligaciones de resultado, de manera tal que sólo en las primeras el incumplimiento es imputable a la falta de diligencia del deudor, mientras que en las últimas se presenta, en cambio, por la falta del resultado prometido. No obstante, esta distinción, como demostró F. JORDANO FRAGA –temprana y lamentablemente perdido para nuestra disciplina– sirve para verificar el hecho del incumplimiento, sin alterar las reglas de la responsabilidad, aparte de que depende de la distribución de los riesgos efectuada por los contratantes. Por eso, es reconducible, en nuestra opinión, a un problema de interpretación de los contratos*”. LOBATO GOMEZ, J. Miguel: *Contribución al estudio de la distinción entre las obligaciones de medios y las obligaciones de resultado*; Anuario de derecho civil, Vol. 45, Nº 2, 1992, págs. 651-734, quien cita las “*las Sentencias del TS de 7 de octubre, 23 de noviembre y 19 de diciembre de 1964 (RJA, 4326, 5453 y 5900), que refiriéndose a la obligación que genera el contrato de obra o de empresa, mencionan «la obtención de un resultado .../... a Sentencia de 14 de octubre de 1968 (RJA, 4386) .../... la Sentencia de 24 de septiembre de 1984 (RJA, 4303*

GONZÁLEZ CASTILLA<sup>620</sup>, aunque incidentalmente, pues está hablando del contrato que une a las entidades emisoras con el entonces SCLV, dice: “A pesar de que pueda afirmarse que la obligación de la encargada es de resultado, esto es, la práctica de

Cont. \_\_\_\_\_

.../... o la de 29 de mayo de 1987 (RJA, 3848)”; para el profesor LOBATO la distinción es clara en las obligaciones de dar, se debe entregar estrictamente la cosa prometida. Añade que “en las obligaciones de resultado es suficiente para determinar el incumplimiento que el acreedor establezca que no se ha alcanzado el resultado prometido por el deudor”. DE ÁNGEL YÁGÜEZ, Ricardo: *El resultado en la obligación del médico. ¿Ideas sensatas que pueden volverse locas?* en Estudios de Derecho de obligaciones. Homenaje al profesor Mariano Alonso Pérez; La Ley 2006, págs. 420 y ss. También DE ELIZALDE, Francisco: *Las obligaciones de medios y de resultado en la Propuesta de Código Mercantil*. InDret, nº 3, 2014. 1 y ss., quien alude a la previsión normativa respecto de las obligaciones de medios y de resultado, como el art. 415-2 del proyecto de Código, que distingue claramente entre las obligaciones de medios y de resultado. Para este autor “en las obligaciones de resultado, en cambio, el deudor garantiza el interés último que se busca satisfacer por medio de la obligación, que se integra en el deber de prestación. De esta manera.../... será de resultado si el deudor se obliga, valga la redundancia, a alcanzar ese resultado (entendido como “una determinada alteración de la realidad física o jurídica preexistente” que, agrego, satisfaga la finalidad contractual), como sucede, por ejemplo, en el transporte —obligación de llevar al pasajero o a la carga a su destino, sin daño— o en el contrato de obra —en el que la obra se garantiza como resultado— .../... La utilidad de la clasificación sub examine reside en la asignación de riesgos entre las partes, definiendo el alcance de la vinculación del deudor en relación con la finalidad contractual. Determinar si una obligación es de medios o, en cambio, de resultado, es crucial para establecer si el sujeto obligado garantiza el propósito práctico contractual o no.” Este autor cita el reconocimiento que se hace de dichas obligaciones por el Tribunal Supremo en las sentencias las SSTS, 1ª, 3.3.2010 (RJ 2010\3778) y 27.9.2010 (RJ 2010\5155), o las SSTS, 1ª, 23.5.2011 (RJ 2001\3372) y 30.12.2002 (RJ 2003\333), entre otras. RODRÍGUEZ ROSADO, Bruno: *Los sistemas de responsabilidad contractual: entre la responsabilidad por culpa y la “Strict Liability*, en Revista de Derecho Civil, vol. I, núm. 4 (octubre-diciembre, 2014), pág. 172: “Por obligaciones de medios, también llamadas de diligencia, se entienden aquéllas en que el deudor no garantiza o compromete la consecución de una determinada finalidad, por más que la prestación tienda a ella, sino sólo la diligente puesta en práctica de los medios oportunos para obtenerla. En ellas, se dice, el resultado queda fuera de lo comprometido, que sólo abarca los medios para lograrlo. .../... Se denominan, en cambio, obligaciones de resultado a aquéllas en las que el deudor se compromete a alcanzar efectivamente un determinado objetivo, de forma que su no consecución entraña en sí mismo un incumplimiento, con independencia del esfuerzo desarrollado. Son tenidas por tales las obligaciones más típicamente ligadas al contrato de obra, como las de construcción o reparación de un objeto”. Sobre la distinción entre obligación de medios y obligación de resultado en el contrato de administración de valores puede verse: STS 400/2015, de 9 de julio de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:3223): “5.- Tampoco puede estimarse el segundo submotivo del recurso. Como se ha dicho, las obligaciones de BNP Paribas, derivadas del contrato de gestión discrecional de cartera de inversiones concertado con la SIMCAV demandante, no tenían la naturaleza de una obligación de resultado, de modo que hubieran de responder ante la demandante del fracaso de la inversión salvo caso fortuito o fuerza mayor. Era una obligación de medios en la que la Audiencia Provincial no ha apreciado ningún incumplimiento contractual relevante y por ello ha desestimado la pretensión indemnizatoria de la demandante, no porque haya aplicado la institución del caso fortuito o la fuerza mayor. Asimismo, como se ha expresado anteriormente, la doctrina contenida en la sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo núm. 240/2013, de 17 de abril, no es aplicable a este recurso por cuanto que las circunstancias relevantes en uno y otro caso (inversión de riesgo que se contrata para un cliente conservador en contra de las preferencias que ha expresado en el contrato, en aquella sentencia, SIMCAV que tiene autorizado la inversión de parte de su capital en un “hedge fund”, en este) son completamente diferentes”.

<sup>620</sup> GONZÁLEZ CASTILLA. Francisco: *Representación de acciones por medio de...* (obra citada, pág. 332.

*los asientos contables. . .*” Téngase presente que en la LMV equipara la anotación a la entrega de los valores<sup>621</sup>, y que ésta entrega siempre es una obligación de resultado.

No se trata sólo de emplear diligentemente los medios a su alcance, sino de conseguir el resultado exacto, de modo que el resultado inexacto deviene en incumplimiento, y la ley impone la responsabilidad de los encargados del registro, en concreto por *“falta de anotación, inexactitudes y retrasos”*. La responsabilidad de la Sociedad de Sistemas en la anotación no es la derivada de la actividad de contratación, esa incumbe a las partes contratantes, lo que se está reflejando es la responsabilidad por la propia actividad de registro, la anotación en sí misma, una vez producida la contratación y aceptada según los protocolos del propio mercado, o cumplimiento de los requisitos legales si se produce fuera de los mercados, que generan una orden de anotar<sup>622</sup>, y esa responsabilidad por los hechos citados la señala expresamente la Ley, o se produce el resultado o hay responsabilidad, no basta con poner los medios adecuados.

Como afirma LOBATO GÓMEZ<sup>623</sup>:

*“Se entiende por obligaciones de resultado aquéllas en las que el deudor se obliga a proporcionar de forma directa e inmediata la satisfacción del interés del acreedor, mediante la obtención de un resultado pactado que integra la prestación, un resultado que está in obligatione. Por tanto, su cumplimiento o incumplimiento dependerán directamente de la producción o no del resultado y, en cierta medida,*

---

<sup>621</sup> IGLESIAS RODRÍGUEZ, Pablo: *Procesos armonizadores en el ámbito de poscontratación en la UE. El proceso de la reforma y conexión de Iberclear a TARGET2-Securities (T2S)*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 75.

<sup>622</sup> Resulta interesante la Sentencia núm. 105/2013 de 8 marzo. RJ 2013\5523, ésta sobre un contrato de mediación en el que, en principio, nada obsta para que pueda pactarse una obligación de resultado: *“la atipicidad del contrato de obra que caracteriza a las obligaciones de resultado no ha formado parte de estos procesos de caracterización de la figura, por lo que difícilmente puede deducirse, salvo pacto expreso de las partes o aplicación de los usos y costumbres, que de la caracterización básica de la figura la obligación del mediador pueda calificarse de una propia obligación de resultado que determine su perfección con la ejecución o consumación de una situación jurídica que posibilitada por el mediador, no obstante, no depende ya de su marco de actividad”*.

<sup>623</sup> LOBATO GOMEZ, J. Miguel: *Contribución al estudio de la distinción entre las obligaciones de medios y las obligaciones de resultado* (citado), pág. 653.

*serán independientes del grado de diligencia que emplee el deudor en el cumplimiento de la obligación. .../...*

*En las de resultado, por el contrario, probada la no obtención del resultado por el acreedor, y con ella el incumplimiento de la obligación, el deudor puede exonerarse de responsabilidad realizando la contraprueba de la concurrencia del caso fortuito o fuerza mayor, o si se prefiere, de la imposibilidad sobrevenida de la prestación por causa a él no imputable. .../... Se ha entendido que «en una obligación de resultado incumbe al acreedor probar que el resultado no se ha obtenido, debiendo ser el obligado quien, para exonerarse, habrá de probar una causa ajena (caso fortuito, fuerza mayor, conducta de la víctima o intervención de tercero)”.*

También añade que, en las obligaciones de resultado, “*su cumplimiento o incumplimiento dependerán directamente de la producción o no del resultado y, en cierta medida, serán independientes del grado de diligencia que emplee el deudor en el cumplimiento de la obligación*” que completa con que “*algunos autores han asimilado las obligaciones de resultado a la responsabilidad objetiva*”.

DE ÁNGEL YÁGÜEZ<sup>624</sup>, considera igualmente irrelevante la diligencia en las obligaciones de resultado, diciendo que: “*La diferencia se ha colocado también en el diferente papel que la diligencia cumple en uno y otro tipo de obligaciones. En las obligaciones de resultado la diligencia es lo que Díez-Picazo llama pura diligencia promotora, mientras que en las obligaciones de medios la diligencia es el objeto mismo de la obligación*”.

La anotación como obligación de resultado, deriva de la dicción de los art. 8.4 y 15.3 del TRLMV pues debe garantizarse el resultado al deber mantener siempre la integridad de la emisión y recaer responsabilidad para el caso de inexactitudes. La equivalencia entre la *traditio* y la anotación en cuenta, sería jurídicamente imposible de

---

<sup>624</sup> DE ÁNGEL YÁGÜEZ, Ricardo: *El resultado en la obligación del médico. ¿Ideas sensatas que pueden volverse locas?* en Estudios de Derecho de obligaciones. Homenaje al profesor Mariano Alonso Pérez; La Ley 2006, págs. 421.

conseguir si no existiesen mecanismos suficientes para conseguir el resultado, pues, en el régimen de anotaciones en cuenta, la falta de anotación o la anotación incorrecta, suponen incumplimiento.

La finalidad esencial del registro contable es la anotación de saldos de valores en las correspondientes cuentas, ya que la propia existencia de los valores (art. 10 LMV), transferencia (arts. 11 y 94.2 LMV) y derechos (art. 12 LMV), dependen de esa anotación en el registro, con las reseñas precisas para la correcta identificación de los titulares, de los propios valores, saldos y derechos sobre los mismos<sup>625</sup>, que no quedarían suficientemente protegidos si sólo se tratase de una obligación de medios, ni se garantizaría la equivalencia, buscada en la Ley, de asimilación al régimen de los títulos y en concreto a la *traditio* del título.

La calificación de la anotación como obligación de resultado lleva aparejada como consecuencia la responsabilidad por incumplimiento<sup>626</sup>, debiendo probar el incumplimiento corresponde a la Sociedad de Sistemas, en cuyo caso sólo cabe la exoneración debida a hecho fortuito o fuerza mayor<sup>627</sup> de acuerdo con la dicción actual del art. 8.4 LMV, pues, modificado el párrafo en el que exoneraba en caso de *culpa*

---

<sup>625</sup> Basta recordar que en los títulos valores los derechos se hallan incorporados al título, y que no se pueden ejercer sin ser poseedor del título, por tanto, la anotación en cuenta, como sustituta del título, y salvando las distancias que impone el diferente modo de representación como se ha comentado anteriormente (véase §5.2.3), es deudora de esa exactitud en el modo de transmitir y de contenido del título para que la equivalencia sea posible.

<sup>626</sup> DAMIÁN MORENO, Juan: *El impacto en el proceso de las modernas orientaciones en materia de incumplimiento contractual*. RJUAM, nº 32, 2015. Pág. 16 in fine. El autor habla del “*principio de confianza en el cumplimiento del contrato*”. Señala que se está abriendo paso entre los estudiosos de los Principios de Derecho europeo de los contratos, una visión unificadora del incumplimiento. Para el autor “*es preciso efectuar un análisis comparativo entre el contenido del contrato, su finalidad y su resultado, y en el que se tome como elemento de comparación el hecho que haya impedido el ejercicio de la prestación prometida y luego determinar su causa, que bien puede ser debida a un acto deliberadamente resistente de una de las partes o como consecuencia de una circunstancia sobrevenida que determina su extinción (caso fortuito o fuerza mayor)*”.

<sup>627</sup> Puede verse la Sentencia del Tribunal Supremo 381/2015 de 18 junio (ECLI:ES:TS:2015:3224), en la que se refiere a la exoneración por las obligaciones de resultado: “*Las obligaciones de las demandadas derivadas de la relación contractual que, directa o indirectamente, les unía con los demandantes, no tenían la naturaleza de una obligación de resultado, de modo que hubieran de responder ante los clientes del fracaso de la inversión salvo caso fortuito o fuerza mayor*. También la STS 400/2015 de 9 julio (ECLI:ES:TS:2015:3223).

*exclusiva del perjudicado*, las causas de exoneración son las previstas comúnmente en el Código civil y se tratan a continuación.

Cabe añadir que no ayuda a clarificar la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas la falta de Jurisprudencia sobre incumplimiento en las anotaciones, siendo explicable por lo reciente de las reformas. Al rastrear las bases de datos se observa que, ni en su momento sobre las Juntas Sindicales de las Bolsas, ni posteriormente sobre el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, existen sentencias de las diversas instancias sobre las que establecer criterios interpretativos, pues sólo incidentalmente se refieren a ello<sup>628</sup>. Una de las razones por las que es difícil encontrar jurisprudencia quizá se halla en la cláusula de arbitraje<sup>629</sup> a la que se sometían y someten las entidades

---

<sup>628</sup> Cronológicamente: Sentencia nº 3/1993, del TSJ de Navarra de 15 de febrero de 1993 FJ 5; STS de Sentencia TS de 5 diciembre de 1995, FJ 1º y 5º. En esta sentencia se alegó la falta de *litisconsorcio pasivo necesario*, pues no fue demandada la Junta Sindical del Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid, la excepción fue aceptada en Iª Instancia, revocada en apelación y mantenida la revocación por el Tribunal Supremo, quien consideró que no fue demandada y no afectaba a la resolución judicial; Sentencia A. Provincial de Madrid, de 29 de septiembre de 2011 (ECLI: ES:APM:2011:14509), en este caso, fue expresamente demanda la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, si bien lo fue por imposición de sanciones por retraso a la demandante, no por falta de anotación. Téngase presente que esta Sentencia está relacionada con la quiebra de “Lehman Brothers”, por lo que la entidad adherida no pudo cumplir los compromisos adquiridos; En parecidos supuestos a la anterior se pronuncia la SAP de Madrid de 26 de marzo de 2012 (ECLI: ES:APM:2012:5072), también por sanción a la entidad adherida por hechos derivados de la quiebra de “Lehman Brothers”; También es interesante citar la Sentencia SAP Madrid, de 23 de marzo de 2018 (ECLI: ES:APM:2018:4738), no tanto porque reconozca que se está ante una obligación de resultado, sino porque describe el funcionamiento del sistema de registro en el Fundamento Jurídico V, sobre *firmeza de la orden de transferencia de valores*, en la que alude a la posición jurídica del adquirente y la protección que brinda el registro frente a terceros, pero no entra en la responsabilidad de la entidad encargada de la llevanza del registro contable.

<sup>629</sup> En el Contrato de Adhesión que firman las entidades participantes con la SOCIEDAD DE SISTEMAS, figura la cláusula 12 que literalmente dice: *“Que para la resolución de cuantos conflictos pudieran surgir entre las partes en relación con la interpretación, validez o cumplimiento del presente Contrato, las partes, renunciando a cualquier otro fuero que pudiera corresponderles, someterán dichas cuestiones a arbitraje de derecho que se regulará conforme a las previsiones de la Ley Española de Arbitraje, Ley 60/2003, de 23 de diciembre. Se nombrará un árbitro de común acuerdo entre las partes y, si esto no fuera posible, cada una de las partes designará a un árbitro y estos árbitros, a su vez, designarán a un tercero, que actuará como Presidente. En caso de que una de las partes no designara un árbitro dentro del plazo de los cinco (5) días naturales siguientes a la comunicación de la iniciación del procedimiento de arbitraje (que, en todo caso, será en el plazo de quince (15) días naturales contados a partir de la notificación de no haber alcanzado el acuerdo), el árbitro que designe la parte que sí lo haya hecho se entenderá que es aceptado como árbitro por la parte que ha renunciado a su derecho a nombrarlo, por lo que el arbitraje se efectuará por sólo un árbitro. La designación se comunicará por algún medio que deje constancia de su recepción al árbitro o árbitros, para su aceptación. Si el árbitro o árbitros no hubiesen aceptado por escrito ante quien los designó, en el plazo de quince (15) días naturales a contar desde el siguiente a su notificación, se entenderá que no aceptan el nombramiento. Por tanto, en el supuesto de haber*

participantes en sus relaciones con la Sociedad de Sistemas, que impide la llegada de los posibles conflictos a la jurisdicción ordinaria, además de contar con un procedimiento previo, interno, para tramitar consultas y reclamaciones<sup>630</sup>.

## **2. Causas de exoneración: El hecho fortuito y la fuerza mayor.**

El examen estaría incompleto sin hacer referencia a estas cuestiones del hecho fortuito y la fuerza mayor. Conforme a lo dicho, la Sociedad de Sistemas está exenta de responsabilidad en estos casos de acuerdo con el art. 1105 del C.c. tras la modificación hecha por la 11/2015, de 18 de junio del actual art. 8.4 TRLMV<sup>631</sup>. Tras aquella reforma, no existe un precepto que modifique el régimen general de responsabilidad del Código civil, pues el art. 8.4 LMV establece la responsabilidad por falta de anotación, inexactitudes y retrasos sin matizaciones, obligación que se ha calificado de resultado<sup>632</sup>. Y la expresión de la cláusula de cierre del artículo 8.4 LMV, según el cual deben responder “y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”, encaja en el régimen general de responsabilidad. Así, de acuerdo

Cont. \_\_\_\_\_

*designado cualquiera de las partes un árbitro y éste no aceptara tal designación, la parte correspondiente contará con un último plazo de cinco (5) días naturales para designar un nuevo árbitro. Una vez aceptadas por el árbitro o árbitros las designaciones efectuadas, dispondrán de un plazo de veinte (20) días naturales para emitir el laudo arbitral.*

<sup>630</sup> Reglamento de la Sociedad de Sistemas. Art. 4.7: “La Sociedad de Sistemas dispondrá, conforme establece el artículo 72 del Real Decreto 878/2015 y el artículo 32.2 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores, de un procedimiento para la tramitación de consultas y reclamaciones que pudieran formular las entidades participantes y los restantes usuarios de los servicios que preste. Dicho procedimiento definirá los canales para la recepción de las consultas y reclamaciones, establecerá las áreas internas encargadas del análisis de la cuestión planteada y de la identificación de sus posibles causas y alcance, y finalizará con la remisión de una contestación motivada. La contestación deberá pronunciarse sobre el contenido de la consulta o reclamación, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y cauces legales existentes para su ejercicio”.

<sup>631</sup> Véase §6.1.2.1 y la redacción inicial de la LMV en la que se atribuía responsabilidad a los DCV salvo culpa exclusiva del perjudicado.

con lo expuesto hasta el momento, en las obligaciones de resultado, si se produce la falta de éste, sólo exoneran de su cumplimiento el hecho fortuito y la fuerza mayor.

Establecido que la anotación en el registro contable es una obligación de resultado, conviene recordar, como afirma DE ÁNGEL YÁGÜEZ<sup>633</sup> que: *“Si el deudor compromete un resultado y el resultado no se produce, deberá ser considerado como incumplimiento, a menos que él mismo pueda justificar la existencia de un caso fortuito. En cambio, si no se comprometió el resultado, habrá de ser el acreedor quien demuestre la existencia de falta de diligencia en el deudor”*. En igual sentido se pronuncia LOBATO GÓMEZ, (véase la cita literal transcrita en el epígrafe precedente). También la jurisprudencia se muestra acorde con dichas afirmaciones como puede verse, por ejemplo, en la STS 381/2015, de 18 de junio de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:3224):

*“Las obligaciones de las demandadas derivadas de la relación contractual que, directa o indirectamente, les unía con los demandantes, no tenían la naturaleza de una obligación de resultado, de modo que hubieran de responder ante los clientes del fracaso de la inversión salvo caso fortuito o fuerza mayor”*.

El hecho fortuito y la fuerza mayor se codifican en el art. 1105 del Código civil con la dicción siguiente:

*“Fuera de los casos expresamente mencionados en la ley, y de los en que así lo declare la obligación, nadie responderá de aquellos sucesos que no hubieran podido preverse, o que, previstos, fueran inevitables”*.

El citado artículo funda la exoneración de responsabilidad en la imprevisibilidad y en la inevitabilidad<sup>634</sup>. Estas causas están relacionadas con la diligencia exigible en la

---

<sup>633</sup> DE ÁNGEL YÁGÜEZ, Ricardo: *El resultado en la obligación del médico. ¿Ideas sensatas que pueden volverse locas?* (citado), pág. 421.

<sup>634</sup> En la *Propuesta de anteproyecto de ley de modernización del Código Civil en materia de obligaciones y contratos*, en su art. 518-24, se dice: *Criterios de exoneración del daño.1. No es responsable el deudor de los daños causados por el incumplimiento cuando concurren cumulativamente las circunstancias siguientes: a) Que el incumplimiento obedezca a un impedimento ajeno a su voluntad y extraño a su esfera de control. b) Que, de acuerdo con el contrato y con las reglas de la buena fe y los usos, no le corresponda el deber de prever el mencionado impedimento o de evitarlo o de superar sus consecuencias.2. La exoneración prevista en este artículo surte efecto mientras dure el impedimento.3. El deudor que conoce la concurrencia*

evaluación de riesgos, así se pronuncia el TS en diversas sentencias, como en la STS 64/2011 de 9 febrero (ECLI: ES:TS:2011:560):

*“Asimismo, también desde la perspectiva de la imputación objetiva del daño al comportamiento negligente del agente, se puede alcanzar la misma conclusión de que la existencia de un riesgo superior al normal, conlleva un mayor esfuerzo de previsión, adoptando las medidas necesarias, de tal manera que no hacerlo permite atribuir el resultado producido a dicho agente, y tener por existente el nexo causal tanto desde el punto de vista físico como desde el jurídico”.*

Por eso es conveniente tener en cuenta lo dicho en §Cap. II, 3.3, sobre el deber de evaluar los riesgos jurídicos y también los operativos y de gestión<sup>635</sup>, y sobre el deber de ofrecer seguridad jurídica, junto con el hecho de establecer que la Sociedad de Sistemas

Cont. \_\_\_\_\_

*de un hecho o circunstancia que impide cumplir la prestación debe sin demora ponerlo en conocimiento de la otra parte y es responsable de los daños causados por no hacerlo.4. Lo dispuesto en este artículo no impide al acreedor el ejercicio de cualquier otro remedio distinto de la indemnización de daños que le pueda corresponder.*

Existe una propuesta del European Group on Tort Law: *Principios de derecho europeo de la responsabilidad civil*, en cuyo Título IV, Capítulo VII, trata las *Causas de exoneración en general*, distinguiendo entre las “causas de justificación” y las “causas de exoneración en casos de responsabilidad objetiva”. Siguiendo con las propuestas conviene observar el tratamiento que ofrecen los DCFR. Puede verse en JEREZ DELGADO, Carmen: *Principios, definiciones y reglas de un Derecho Civil europeo: el Marco Común de Referencia*, (DCFR); BOE 2015; pág. 136. El tratamiento que realiza sobre el caso fortuito y la fuerza mayor es el siguiente: 3:104: *Exoneración por imposibilidad del cumplimiento*:

*(1) El deudor queda exonerado del cumplimiento de una obligación si el incumplimiento se debe a un impedimento que escapa a su control y si cabe razonablemente esperar que el deudor no podía evitar o superar dicho impedimento o sus consecuencias.*

*(2) Cuando la obligación se deriva de un contrato u otro acto jurídico, el incumplimiento no admite exoneración si se pudiera esperar razonablemente que el deudor hubiera tenido en cuenta el impedimento cuando contrajo la obligación.*

*(3) Cuando el impedimento sea sólo temporal, la exoneración tiene efecto durante el tiempo en el que éste persista. Sin embargo, si la demora se tradujera en un incumplimiento esencial, el acreedor puede tratarlo como tal.*

<sup>635</sup> En la Artículo 518-24.de la *Propuesta de anteproyecto de ley de modernización del Código Civil en materia de obligaciones y contratos: Criterios de exoneración del daño*.1. No es responsable el deudor de los daños causados por el incumplimiento cuando concurren cumulativamente las circunstancias siguientes: a) Que el incumplimiento obedezca a un impedimento ajeno a su voluntad y extraño a su esfera de control. b) Que, de acuerdo con el contrato y con las reglas de la buena fe y los usos, no le corresponda el deber de prever el mencionado impedimento o de evitarlo o de superar sus consecuencias.2. La exoneración prevista en este artículo surte efecto mientras dure el im-pedimento.3. El deudor que conoce la concurrencia de un hecho o circunstancia que impide cumplir la prestación debe sin demora ponerlo en conocimiento de la otra parte y es responsable de los daños causados por no hacerlo.4. Lo dispuesto en este artículo no impide al acreedor el ejercicio de cualquier otro remedio distinto de la indemnización de daños que le pueda corresponder.

es una sociedad especial y profesionalizada por el objeto al que se dedica<sup>636</sup>. Todas estas cuestiones inciden sobre la responsabilidad, pues establecen deberes concretos de prevención de posibles situaciones adversas y un alto grado de diligencia que debe cumplir la Sociedad de Sistemas como DCV, añaden obligaciones específicas de previsión y gestión de los riesgos que no puede ignorar.

Sobre la obligación de evaluar los riesgos, se trae de nuevo el Considerando 33 del Reglamento Delegado UE 392/2017 para recordar que:

*“Para establecer un marco adecuado de gestión de riesgos, los DCV deben tener una visión integrada y global de todos los riesgos pertinentes.*

La correspondencia de dicho Considerando con el articulado se halla en el art. 42 y siguientes del Reglamento UE 909/2104. Art. 42, sobre Requisitos generales:

*Los DCV establecerán un marco sólido para la gestión de riesgos, con vistas a la gestión global de los riesgos legales, de negocio, operativos y otros riesgos, directos o indirectos, que incluya medidas para mitigar el fraude y la negligencia.*

Aunque la finalidad del precepto es disminuir *el fraude y la negligencia*, la norma se refiere a la evaluación y gestión de una gran variedad de riesgos<sup>637</sup>. Ciertamente que están

---

<sup>636</sup> Desde la Sentencia del Tribunal Supremo, de 29 de mayo de 1975, se viene sosteniendo que se requieran los siguientes requisitos para su aplicación. *En primer lugar, que el sujeto activo imprudente realice los actos negligentes en el ejercicio de su profesión, de la cual hace su medio de vida ordinario y de dedicación laboral, además de que la conducta realizada u omisión habitual son exigidos y se practiquen ordinariamente por los profesionales del ramo. En segundo lugar, sobre el resultado de su acción u omisión es menester que se produzca muerte o lesiones. Y, por último, en atención a la culpabilidad, es preciso que el suceso se produzca o exista la posibilidad de que se produzca, a consecuencia de impericia o negligencia profesionales.*

<sup>637</sup> Sobre ello, el Considerando 45 del Reglamento Delegado UE 392/2017, dice: *“Con el fin de mitigar los riesgos operativos, que comprenden los riesgos generados por deficiencias en los sistemas de información, los procesos internos y el desempeño del personal o perturbaciones causadas por acontecimientos externos que provoquen la disminución, deterioro o fallo de los servicios prestados por los DCV, estos deben identificar todos los riesgos y controlar su evolución, independientemente de su origen (por ejemplo, sus usuarios, los proveedores de servicios a DCV y otras infraestructuras del mercado, incluidos otros DCV). Los riesgos operativos deben gestionarse con arreglo a un marco sólido y bien documentado, con funciones y responsabilidades claramente asignadas. Ese marco debe incluir objetivos operativos, elementos de rastreo y mecanismos de evaluación y debe integrarse en el sistema de gestión de riesgos del DCV. En este contexto, el director de riesgos del DCV debe ser responsable del marco de gestión de los riesgos operativos. Los DCV deben gestionar sus riesgos a nivel interno. En caso de que los controles internos sean insuficientes o*

esencialmente encaminados a cumplir la finalidad dicha, pero no excluye los riesgos generales operativos. Ello, puesto en relación con lo dicho en los correspondientes epígrafes citados, significa que el análisis exhaustivo de riesgos, integrando en él los operativos, los de gestión y los jurídicos, se traduce en unas exigencias de previsión muy completas, basta con ver el art. 45 del *Reglamento UE 909/2014*<sup>638</sup>, en el que incluso se hace referencia a los riesgos que puedan crear los participantes significativos. Las exigencias descritas dejan poco margen a la exoneración por hecho fortuito, incluso en ocasiones a la fuerza mayor<sup>639</sup>.

Cont. \_\_\_\_\_

*cuando la eliminación de determinados riesgos no sea una opción razonablemente factible, los DCV deben poder adquirir una cobertura financiera de esos riesgos a través de un seguro”.*

<sup>638</sup> Respecto de los riesgos operativos, el *Artículo 45* Reglamento UE 909/2014, *Riesgos operativos*, dispone:

*1. Los DCV identificarán las fuentes de riesgo operativo, tanto internas como externas, y minimizarán su impacto mediante la implantación de los adecuados instrumentos informáticos, controles y procedimientos, en relación con todos los sistemas de liquidación de valores que operen.*

*2. Los DCV dispondrán de instrumentos informáticos apropiados y con una capacidad adecuada que garanticen un elevado nivel de seguridad y de fiabilidad operativa. Los instrumentos informáticos deberán gestionar adecuadamente la complejidad, la variedad y el tipo de servicios y actividades llevados a cabo, a fin de garantizar niveles elevados de seguridad y la integridad y confidencialidad de la información conservada.*

*3. En lo que respecta a los servicios que presten, y en relación con cada sistema de liquidación de valores que exploten, los DCV definirán, implantarán y mantendrán una política adecuada de continuidad de negocio y un plan de recuperación en caso de catástrofe a fin de garantizar el mantenimiento de sus servicios, la oportuna recuperación de las operaciones y el cumplimiento de las obligaciones del DCV ante acontecimientos que supongan un riesgo significativo de perturbación de las operaciones.*

*4. El plan a que se refiere el apartado 3 deberá prever la recuperación de todas las operaciones y posiciones de los participantes en el momento de la perturbación, con objeto de que los participantes del DCV puedan seguir operando con certeza y finalizar la liquidación en la fecha programada, para lo cual el plan deberá garantizar, en particular, que los sistemas informáticos esenciales puedan reanudar con rapidez las operaciones tras la perturbación. El plan incluirá la creación de un segundo lugar de procesamiento que cuente con suficientes recursos, capacidades y funciones y con una dotación de personal adecuada.*

*5. Los DCV planificarán y llevarán a cabo un programa de pruebas del dispositivo a que se refieren los apartados 1 a 4.*

*6. Los DCV identificarán, controlarán y gestionarán los riesgos que los participantes más importantes de los sistemas de liquidación de valores que gestionan, así como los prestadores de servicios y otros DCV u otras infraestructuras del mercado pueden suponer para su funcionamiento. Facilitarán a las autoridades competentes y relevantes, a petición de estas, información sobre todo riesgo de este tipo que se detecte.*

<sup>639</sup> Según dicho reglamento, en el “CAPÍTULO VIII, Llevanza de Registros, *Artículo 53*, Requisitos generales: *1. Los DCV mantendrán en todo momento registros completos y precisos de todas sus actividades según lo especificado en el presente Reglamento, incluso en el curso de perturbaciones cuando se activen la política de continuidad de negocio y los planes de recuperación en caso de catástrofe. Esos registros deberán ser fácilmente accesibles”.* Ciertamente se refiere a hechos posteriores, pues habla de continuidad tras la perturbación. Pero no cabe duda que la adopción de medidas para que se produzca esa recuperación debe

De hecho, el citado art. 45 advierte sobre el deber de considerar tanto los riesgos internos como los externos (apartado 1); los informáticos (apartado 2), con la finalidad “de garantizar niveles elevados de seguridad y la integridad y confidencialidad de la información conservada”; o la continuación de los servicios y plan de recuperación en caso de catástrofe (apartado 3) “ante acontecimientos que supongan un riesgo significativo de perturbación de las operaciones” (apartados 3 y 4), debiendo contar incluso con “la creación de un segundo lugar de procesamiento”, obligando a planificar y probar el dispositivo operativo; y finaliza con la exigencia de controlar los riesgos que los participantes más importantes, otros DCV, o incluso “otras infraestructuras del mercado” (apartado 6), puedan causar para el correcto funcionamiento<sup>640</sup>.

En el presente caso, se trata de una obligación jurídica impuesta a los DCV en el *Reglamento UE 909/2014* y desarrollada en el *Reglamento Delegado UE 392/2017*. Es la propia norma la que determina el alcance de la evaluación y gestión de los riesgos. Esta obligación legal de prever los riesgos tiene como consecuencia la elevación de la diligencia exigible, ya no es la genérica que les correspondería como profesionales, sino muy superior, pues instituye como obligación legal prever, e incluso poner los medios y adoptar medidas para evitar resultados no acordes con la finalidad de la norma<sup>641</sup> y, por

Cont. \_\_\_\_\_

ser anterior, por lo que también debe considerar la continuidad de su actividad en condiciones adversas, no necesariamente catastróficas.

<sup>640</sup> Manifestaciones concretas de los riesgos a tener presentes hay muchas, así puede verse cómo el art. 26.a) del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, habla de “las normas y procedimientos para reducir y gestionar los riesgos asociados a la custodia de valores”, o el art. 31 sobre los riesgos jurídicos, el art. 32 sobre riesgos de negocio, el art. 33 sobre los riesgos operativos. Se citan a título de ejemplo, porque las referencias a los riesgos son constantes en este Reglamento delegado, incluso deben vigilar los riesgos que pueden asumir en sus relaciones con otros DCV o su participación en otras personas jurídicas como establece el art. 39.b) y e). En el art. 47 del mismo Reglamento delegado, dispone *Instrumentos de seguimiento de los riesgos de los DCV*, y en el art. 48 la creación de *Comités de seguimiento de los riesgos*. Y cabe añadir que exige una revisión de la política de gestión de riesgos en el art. 51.1.c) al obligar a la Sociedad de Sistemas a “establecer una auditoría global basada en los riesgos”.

<sup>641</sup> ROCA TRIAS, Encarna: *El riesgo como criterio de imputación subjetiva del daño en la jurisprudencia del Tribunal Supremo español*. En InDret, nº 4, 2009. En Pág. 7, dice, hablando sobre las matizaciones a la teoría del riesgo que es lo que se ha “denominado responsabilidad objetiva cualificada, que consiste en aquella situación en la que concurre o se produce una valoración objetiva de una cosa o servicio de conformidad con lo que el usuario tiene derecho a esperar”. Con cita de la STS, de 16 de octubre de 2007 (RJ 2007\7102). Cabría añadir que en el presente caso es la ley la que marca los riesgos a observar y prever.

tanto, exigible<sup>642</sup>. El conocimiento y evaluación de los riesgos debe traducirse en remedios y soluciones previos a su acaecimiento, de conformidad con lo establecido en las normas citadas<sup>643</sup>, y el hecho de ser la Sociedad de Sistemas una entidad especializada, dedicada profesionalmente a la liquidación y registro y creada expresamente para ello, como consta en su objeto social, obliga a extremar la diligencia que le corresponde como tal profesional especializado<sup>644</sup>.

El citado artículo 1105 empieza señalando que *“Fuera de los casos expresamente mencionados en la ley, y de los en que así lo declare la obligación...”*. De este modo, a los efectos de aplicación de los arts. 1101 y 1104 del Código Civil, cabe tener presente lo dicho sobre la gestión de riesgos y especialización, por tratarse de obligación legal (véase el epígrafe §4.3.1)<sup>645</sup>. Y, como se ha advertido al inicio de este apartado, la dicción

---

<sup>642</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión*. En RDBB, nº141, 2016. Pág.7, refiriéndose a la diligencia exigible dice: *“A su vez la STS 400/2015, de 9 de julio (ponente: Rafael Sarazá) también integra criterios técnicos propios de los supervisores financieros a la hora de enjuiciar el cumplimiento de los estándares de diligencia exigibles a un gestor discrecional de carteras que había adquirido para una sociedad de inversión participaciones en un fondo afectado por el fraude Madoff. Según esta sentencia, la «diligencia de la gestora no puede medirse por el resultado de la inversión sino por la observancia de los parámetros profesionales exigibles»”*.

<sup>643</sup> De hecho, el propio *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* recoge dicha exigencia en su art. 4.4: *La Sociedad de Sistemas contará con una política interna de actuación frente al riesgo, que defina las responsabilidades y líneas de rendición de cuentas para las decisiones de riesgos y que aborde la toma de decisiones en situaciones de crisis y emergencia. Además, dispondrá de sistemas internos para la gestión y control de los riesgos que pudieran derivarse de la prestación de sus servicios básicos y otros servicios auxiliares. Estos sistemas consistirán en un conjunto de normas internas, procedimientos, controles y otras herramientas para la prevención, detección y seguimiento de los posibles eventos en los que se pudieran materializar los riesgos.*

<sup>644</sup> Véase DÍEZ-PICAZO, Luis, en *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; La responsabilidad civil extracontractual*. (obra citada), pág. 275. También ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión*. (Citado). Pág. 7: *“A su vez la STS 400/2015, de 9 de julio (ponente: Rafael Sarazá) también integra criterios técnicos propios de los supervisores financieros a la hora de enjuiciar el cumplimiento de los estándares de diligencia exigibles a un gestor discrecional de carteras que había adquirido para una sociedad de inversión participaciones en un fondo afectado por el fraude Madoff. Según esta sentencia, la «diligencia de la gestora no puede medirse por el resultado de la inversión sino por la observancia de los parámetros profesionales exigibles»”*

<sup>645</sup> Basta con recordar la propia existencia del *Reglamento UE 909/2014*, que impone la obligación de registrar los valores obligatoriamente en un DCV (art. 3), y todos los requisitos que impone para poder constituirse como tales (arts. 16 a 34), con unas exigentes formalidades de organización y profesionalización (arts. 26 y 27), o la propia LMV, que requiere asimismo similares requisitos y garantías (arts. 97 a 102 LMV).

del art. 1105 C.c., “*nadie responderá de aquellos sucesos que no hubieran podido preverse, o que, previstos, fueran inevitables*”, contempla los casos de exención de responsabilidad por hecho fortuito y fuerza mayor. La Ley del Mercado de Valores sólo señala la responsabilidad de los encargados del registro con carácter general, aunque las obligaciones sobre gestión de riesgos y la especialización elevan considerablemente la diligencia exigible, dejan poco margen para aplicar las causas de exoneración. Debe tenerse presente que “*el caso fortuito hace referencia a un evento imprevisible (sentencias de 4-7-1983 y 31-3-1985), dentro de la normal previsión que las circunstancias exijan en cada supuesto o inevitables de una posibilidad de orden práctico*”, según la STS 195/1996, de 11 de marzo de 1996 (ECLI: ES:TS:1996:1513), luego, si entra dentro de las obligaciones de previsión deja poco margen para la exoneración.

El art. 8.4 TRLMV no alude a las causas de exoneración, mientras que en la dicción anterior sólo podía librarse la Sociedad de Sistemas en caso de culpa exclusiva del perjudicado. El art. 8.4 TRLMV no señala la diligencia exigible<sup>646</sup>, pero, teniendo presente lo dicho hasta ahora, debe concluirse que las causas de exoneración respecto de las anotaciones, caso fortuito y fuerza mayor, sólo pueden apreciarse en casos contados, pues la diligencia que “*exija la naturaleza de la obligación, y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y lugar* (art. 1104 C.c.), es elevada y afecta a la

---

<sup>646</sup> En la medida en la que puedan aplicarse los criterios que aprecia la Sentencia núm. 291/1994 de 29 marzo. RJ 1994\2305: se sostiene la no aplicación de la teoría de la inversión de la carga de la prueba que predomina cuando la responsabilidad se asienta en la culpa y no cabe la responsabilidad objetiva. Dice la sentencia: “*En la conducta de los profesionales sanitarios no sólo queda descartada toda clase de responsabilidad más o menos objetiva, según doctrina constante de la Sala, sino que tampoco conforme a estos criterios jurisprudenciales, opera la inversión de la carga de la prueba admitida para los daños de otro origen, estando, por tanto, a cargo del paciente la prueba de la relación o nexo de causalidad y la de la culpa, ya que a la relación material o física ha de sumarse el reproche culpabilístico -Sentencias de 13 julio 1987 (RJ 1987\5488), 12 julio 1988 (RJ 1988\5991) y 7 febrero 1990 ( RJ 1990\668)- que puede manifestarse a través de la negligencia omisiva de la aplicación de un medio [Sentencia de 7 junio 1988 (RJ 1988\4825)] o más generalmente en una acción culposa [Sentencia de 22 junio 1988 (RJ 1988\5124)] y así se ha estimado en aquellos casos en que se logró establecer un nexo causal entre el acto tachado de culpable o negligente o la omisión de los cuidados indicados, y el resultado dañoso, previsible y evitable, caso de las Sentencias de 7 febrero 1973 (RJ 1973\407), 28 diciembre 1979 (RJ 1979\4663), 28 marzo 1983 (RJ 1983\1646) y 12 febrero 1990 (RJ 1990\677); cuando, por el contrario, no es posible establecer la relación de causalidad culposa, no hay responsabilidad sanitaria, así en Sentencias de 26 mayo 1986 (RJ 1986\2824), 13 julio 1987 (RJ 1987\5488), 12 febrero 1988 (RJ 1988\943), 7 febrero 1990 (RJ 1990\668) y Sentencia del Tribunal Supremo de 6 noviembre 1990 (RJ 1990\8528). Razones, en consecuencia, que hacen inviable el motivo”.*

exoneración por hecho fortuito e incluso catástrofe. Será sobre la casuística concreta donde deba decidirse si pueden exonerar o no a la Sociedad de Sistemas, a la vista de las obligaciones señaladas, pues habrá de observarse la diligencia exigida en la prevención de riesgos<sup>647</sup>, y en qué medida afecta a la causa de exoneración, teniendo presente que debe aplicarse sobre una obligación de resultado, sobre la ineludible correcta anotación. La obligación de evaluar los riesgos convierte a muchos supuestos que entrarían dentro de la categoría de hecho fortuito en previsibles, y varios de ellos en evitables.

En la propuesta sobre *Principios, definiciones y reglas de un Derecho Civil europeo: el Marco Común de Referencia*, (DCFR)<sup>648</sup>, se dice que “*Cuando la obligación se deriva de un contrato u otro acto jurídico, el incumplimiento no admite exoneración si se pudiera esperar razonablemente que el deudor hubiera tenido en cuenta el impedimento cuando contrajo la obligación*”.

Es una observación a tener en cuenta pues la jurisprudencia cita estos principios en la fundamentación jurídica de algunas sentencias<sup>649</sup>. La exoneración no puede admitirse si el deudor debía tener en cuenta las circunstancias cuando contrajo la obligación que es el caso presente por la obligación legal de prever los riesgos, impuesta por la regulación europea. En el tratamiento jurisprudencial de la diligencia exigible, se aprecia cómo la diligencia se considera en función de la naturaleza de las obligaciones que corresponden a quien viene obligado a observarlas, así, la Sentencia nº 865/1996 de TS, Sala 1ª, de lo Civil, 29 de octubre de 1996 (ECLI: ES:TS:1996:5931), declara que “no

---

<sup>647</sup> DÍEZ-PICAZO, Luis, en *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; La responsabilidad civil extracontractual* (citado), pág. 277. Sobre la diligencia, de modo genérico, DÍEZ-PICAZO dice al respecto: “*Cuando el daño es previsible, surgen para el eventual dañante especiales deberes de prevención y evitación. Estos deberes sólo se aplican cuando el daño es previsible y, por tanto, cualquier enjuiciamiento sobre la inevitabilidad está fuera de lugar si el daño no resultaba previsible. En este sentido, el art. 1105 CC excluye la responsabilidad cuando los daños previstos fueran inevitables*”.

<sup>648</sup> JEREZ DELGADO, Carmen; *Principios, definiciones y reglas de un Derecho Civil europeo: el Marco Común de Referencia*, (DCFR); (citado), pág. 136. VAQUER ALOY, Antoni: *El Soft Law europeo en la jurisprudencia española: doce casos*. En *Ars Iuris Salmanticensis*, vol. 1, junio 2013; págs. 93 a 115.

<sup>649</sup> Por ejemplo en la STS 99/2012 de 29 de febrero de 2012 (ECLI: ES:TS:2012:1083) o la en la SAP M 16788/2017 (ECLI: ES:APM:2017:16788).

*infringe el artículo 1105 del Código Civil, la sentencia que califica atinadamente los hechos causantes del daño como previsibles y evitables”.*

Por tanto, si un supuesto entra dentro de las obligaciones sobre dicha evaluación y gestión de riesgos que debe observar y anticipar la Sociedad de Sistemas, y en la medida que conocido pudiera evitarse, no puede eximir de responsabilidad. En este sentido se pronuncia la STS 503/2017, de 15 de septiembre de 2017, (ECLI: ES:TS:2017:3248), en el que existió un antecedente dañoso, al considerar que conoció el riesgo y no lo controló debidamente. Igual razón sostenía la STS 624 de 24 de octubre de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:4628):

*“Del mismo modo que se reservó, como condición suspensiva del contrato, una facultad de control acerca de la adecuación de las instalaciones del cliente para que dicha energía pudiera ser suministrada (cláusula 1.4 del contrato). Por su parte, el cliente accedió a dicha contratación confiado en que del contrato suscrito podría razonablemente esperar, a cambio del precio estipulado, que la comercializadora respondiera de su obligación, no como una mera intermediaria sin vinculación directa, sino que cumpliera con las expectativas de «todo aquello que cabía esperar» de un modo razonable y de buena fe, con arreglo a la naturaleza y características del contrato celebrado. Integración contractual, con base al principio de buena fe, que también viene contemplada en el artículo 6102 de los PECL (principios de derecho europeo de los contratos). Como tampoco puede concebirse como caso fortuito exonerador de responsabilidad (artículo 1105 del Código Civil) un suceso que cae dentro de la esfera de control de riesgo a cargo del deudor, y al que es ajeno el cliente o consumidor”.*

No toda imposibilidad sobrevenida libera de la obligación, ni puede considerarse hecho fortuito, tal como se expresa en la STS 447/2017, de 13 de julio de 2017 (ECLI: ES:TS:2017:2848), en su Fundamento jurídico 6º, sobre una obligación de hacer, en este caso porque el *“el propio contrato ya contemplaba las consecuencias de que los compradores desistieran o no cumplieran las obligaciones de pago”*, que es lo que ocurre en el caso de las anotaciones, porque forma parte de las obligaciones legales, y también se asume contractualmente.

Dicho lo anterior, visto el artículo 8.4 del TRLMV, cabe concluir que no sirve cualquier hecho fortuito o fuerza mayor para eximir de culpa a la Sociedad de Sistemas, pues la normativa europea exige un plus de diligencia, muy superior a la media. Las obligaciones sobre evaluación de riesgos, la diligencia exigible para la evaluación de ellos y el deber ofrecer seguridad jurídica, junto con la especialidad de su objeto, pueden significar que no proceda apreciar el hecho fortuito y la fuerza mayor, porque la finalidad de las normas examinadas es prever más allá de lo normal. Será el examen de la casuística concreta la que determine si existieron razones suficientes para eximir de responsabilidad a la Sociedad de Sistemas en los casos de hecho fortuito y fuerza mayor.

Para concluir este apartado, cabe hacer unas breves *consideraciones sobre la distinción entre la responsabilidad de carácter contractual y extracontractual*. Anteriormente., se ha hecho alusión a la unidad de culpa civil, pero ciertamente no son las mismas obligaciones las que se contraen contractualmente y extracontractualmente, pues las primeras son fruto de convenio y puede pactarse el alcance e interpretación de muchas de las obligaciones, mientras en las segundas sólo son presupuestos necesarios la existencia de daños y la relación de causalidad. Sobre las obligaciones contractuales se superponen las obligaciones legales, formando parte ambas de la concreta obligación.

La relación entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, o las instituciones del mercado, es contractual como se ha señalado en epígrafes anteriores, mientras que las relaciones entre la Sociedad de Sistemas y los clientes de las participantes es extracontractual, incluso en el caso de tratarse de cuentas segregadas.

La STS 240/2013 de 17 abril (ECLI: ES:TS:2013:1713), respecto de la apreciación del hecho fortuito considera que no puede apreciarse si en las obligaciones contractuales puede subsumirse que correspondía al causante del daño el deber de tenerlo presente, por ello la sentencia dice:

*“Este motivo ha de ser desestimado por las siguientes razones:*

*... 4ª) Por tanto, definido el caso fortuito en el art. 1105 CC como un suceso que no pudo preverse, esta definición no conviene a la pérdida total de la inversión del demandante, porque la entidad recurrente hizo correr al patrimonio del demandante un riesgo que este, contractualmente, no deseaba, y solamente ya este*

*incumplimiento contractual comportaba de por sí una falta de la diligencia exigible a todo profesional del sector, que entre sus obligaciones frente al cliente tiene la de protegerle frente a riesgos de su inversión no deseados, entre ellos un posible fraude”.*

Respecto de las obligaciones extracontractuales han de concurrir el daño y la causa del mismo que pueda serle imputado al causante. DIEZ PICAZO<sup>650</sup> considera que debe observarse si existe una situación de deber, la “*duty situation*” del derecho anglosajón, y que considera existente en el Derecho español, sosteniendo que existe en los daños causados por actos positivos y que “*sólo hay responsabilidad que sea consecuencia de una omisión imprudente cuando el que adopta ese comportamiento omisivo se encuentra en una previa situación de garante que puede ser, por supuesto, legal o negocial*”. Considera aplicable este criterio cuando existe obligación, bien derivada del contrato, bien de la Ley. Establecido que hay un concreto deber legal de prever los riesgos, no puede fácilmente eximirse de culpa si, conforme a lo visto, tenía la obligación de evitar las consecuencias<sup>651</sup>.

Puede citarse también la STS 624/2016, de 24 octubre de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:4628), que incidentalmente se refiere a la gestión de riesgo y hecho fortuito del siguiente modo:

*“...tampoco puede concebirse como caso fortuito exonerador de responsabilidad (artículo 1105 del Código Civil) un suceso que cae dentro de la esfera de control de riesgo a cargo del deudor, y al que es ajeno el cliente o consumidor”.*

También la sentencia citada anteriormente: STS 240/2013 de 17 abril (ECLI: ES:TS:2013:1713), en su Fundamento Jurídico segundo, valora la motivación de la

---

<sup>650</sup> DÍEZ-PICAZO, Luis, en Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; *La responsabilidad civil extracontractual*. (obra citada), págs. 264 a 267.

<sup>651</sup> Véanse los arts. 70.9, 71.4 y 73 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, sobre la exhaustividad de las medidas de prevención y control de riesgos, incluyendo los informáticos.

sentencia de apelación razonando del siguiente modo sobre la profesionalidad e incumplimiento de deberes:

*“9) ...esta falta de información determinaba la responsabilidad de la demandada desde su condición de profesional sujeta a los deberes que le imponía la Ley del Mercado de Valores, la Orden de 7 de octubre de 1999 y el Real Decreto 217/2008; 10) no podía negarse el nexo causal entre ese incumplimiento de deberes profesionales y el daño, pues la entidad demandada no había probado la adopción de ningún control para evitarlo y no constaba que el riesgo de fraude fuese absolutamente imprevisible ni que no se pudieran adoptar medidas preventivas o de garantía para los clientes”.*

Junto a las anteriores sentencias, pueden citarse otras que se refieren a la diligencia profesional exigible, como la STS de 22 abril 2013, Sala de lo Civil (ECLI:ES:TS:2013:3013), en la que se dice: *“El cumplimiento de las obligaciones nacidas de un contrato debe ajustarse a la diligencia media razonablemente exigible según su naturaleza y circunstancias. En la relación del abogado con su cliente, si el primero de ellos incumple las obligaciones contratadas, o las que son consecuencia necesaria de su actividad profesional, estamos en presencia de una responsabilidad contractual”.* Sentencia que se pronuncia del mismo modo que la citada anteriormente, STS 600 de TS, Sala 1ª, de lo Civil, 14 de octubre de 2013 (ECLI: ES:TS:2013:4921).

Por último, se trae también la STS 124/2017, de 24 de febrero de 2017 (ECLI: ES:TS:2017:717), que, además y entre otras cosas, examina las diferentes posiciones acerca de las teorías de causalidad e imputación objetiva (dos de los tres recursos de casación fundamentan el recurso por vulneración del criterio de imputación objetiva) y su aplicación, distinguiendo entre el *«cómo» (causalidad física, hechos probados)* y el *«por qué» (causalidad jurídica) del evento dañoso para poder imputar el resultado*, así como la valoración de diversos criterios a aplicar, entre ellos *“el ámbito de protección de la norma infringida”*. Sentencia que se toma como referencia para la atribución de los daños (se trata de una sentencia sobre unificación de doctrina), según la cual:

*“Se reafirma la sala en la sentencia número 147/2014, de 18 marzo, que: «la imputación objetiva, entendida como una cuestión jurídica susceptible de ser*

*revisada en casación ( SSTS 30 de abril de 1998 , 2 de marzo de 2001 , 29 de abril y 22 de julio de 2003 , 17 de abril de 2007 , 21 de abril de 2008 , 6 de febrero 2012 ), comporta un juicio que, más allá de la mera constatación física de la relación de causalidad, obliga a valorar con criterios extraídos del ordenamiento jurídico la posibilidad de imputar al agente el daño causado apreciando la proximidad con la conducta realizada, el ámbito de protección de la norma infringida, el riesgo general de la vida, provocación, prohibición de regreso, incremento del riesgo, consentimiento de la víctima y asunción del propio riesgo, y de la confianza; criterios o pautas extraídas del sistema normativo, que han sido tomados en cuenta en diversas Sentencias de esta Sala (entre las más recientes, 2 y 5 enero , 2 y 9 marzo , 3 abril , 7 junio , 22 julio , 7 y 27 septiembre , 20 octubre de 2006 , 30 de junio 2009 , entre otras).»*

Añade la Sentencia que

*“...el criterio de la prohibición de regreso que justifica negar la imputación del resultado dañoso, tendrá lugar cuando en el proceso causal que desembocó en aquél, puesto en marcha por el posible responsable, se ha incardinado sobrevenidamente la conducta dolosa o gravemente imprudente de un tercero ( sentencia 11 de marzo de 1988 , entre otras), pero salvo que dicha conducta se haya visto decisivamente favorecida por la imprudencia del responsable, la intervención meramente culposa de un tercero no basta para excluir la imputación objetiva”.*

Concluyendo: La dicción del art. 8.4 TRLMV, que obliga a la exacta anotación, más los deberes de conciliación diaria y mantenimiento de la integridad del registro contable, definen la anotación como obligación de resultado. Sólo cabe la exoneración por hecho fortuito o fuerza mayor. Sobre estas causas de exoneración se aplica la diligencia exigible, que avala el deber jurídico de realizar la prestación exacta en que consiste de la anotación. Su incumplimiento puede afectar a quienes tienen vínculos contractuales (las participantes) o no (los titulares de las cuentas segregadas que corresponda llevar a la Sociedad de Sistemas). El deber de diligencia sobre evaluación y gestión de riesgos es exigible, por tratarse de una obligación legal, por ello debe observarse tanto en las relaciones contractuales como a las extracontractuales. La existencia de daño cierto y cuantificable que pueda imputarse a la Sociedad de Sistemas,

y la falta de exoneración de acuerdo con lo visto, determinará que la Sociedad de Sistemas responda por los daños causados a los participantes o a terceros<sup>652</sup>.

### **3. La obligación de resultado en las diferentes cuentas: Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas en el sistema de doble escalón.**

Lo dicho anteriormente debe concretarse sobre las diferentes cuentas, y ver cómo afecta a la Sociedad de Sistemas en las que debe llevar en el sistema de *doble escalón*. La LMV predicaba y predica la responsabilidad con carácter general para las *entidades encargadas del registro contable* (es el título del art. 8 LMV), y, para el caso del registro de *“valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales”*, el art. 8.3 LMV, establece que el DCV designado *“ejercerá tal función junto con sus entidades participantes”*.

Se trae a colación por la relación contractual entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, y que sobre ella se añaden las obligaciones legales de registrar, que la LMV dice que ejercerán conjuntamente (art. 8.3 LMV), por tanto, ambos son registradores de los valores. Pero la Sociedad de Sistemas, y sólo ella, es la encargada del registro central, llevando también las cuentas generales de terceros y las propias de las Entidades participantes, y, en su caso, las segregadas cuando así lo hayan solicitado los clientes de las adheridas<sup>653</sup>.

---

<sup>652</sup> El mismo deber corresponde a las entidades participantes respecto de las cuentas de detalle, pues el art. 8.4 TRLMV se refiere a cualquiera que lleve el registro contable y realice las anotaciones.

<sup>653</sup> El art. 38 del *Reglamento UE 909/2014*, exige que los DCV ofrezcan la posibilidad de segregar las cuentas de los clientes que lo soliciten, pero esta segregación no se refiere estrictamente al doble escalón, sino a la posibilidad de llevar cuentas individuales directamente el DCV, que el Considerando 42 del Reglamento justifica *“para aumentar la protección de los activos de los participantes en el DCV y de sus clientes”*.

Este registro central engloba la totalidad de los valores de una emisión, pero, en las cuentas globales de terceros llevadas por la Sociedad de Sistemas, no constan las titularidades de los verdaderos propietarios, sólo constan los saldos, la suma de valores que figuran en las cuentas de detalle y pertenecen a los clientes de las entidades adheridas, por tanto, el contenido de la anotación, tal como se ha descrito en el epígrafe anterior, no es el mismo, varía según el tipo de cuenta que lleve la Sociedad de Sistemas.

Esta disociación en dos escalones, afecta a la responsabilidad por la llevanza de las distintas cuentas, responde y es conforme con la previsión contenida en el art. 38.4 del *Reglamento UE 909/2014*, que establece la obligación de llevar *“registros y cuentas que permitan a todo participante segregar los valores de cada uno de los clientes de este último”*.

La importancia de esta dualidad y diferencia de tratamiento jurídico se observa con claridad en, el apartado 6 del art. 38 del *Reglamento europeo*, pues dispone que: *“Los DCV y sus participantes harán públicos los niveles de protección y los costes correspondientes a los distintos niveles de segregación que proporcionen, y ofrecerán estos servicios en condiciones comerciales razonables. La información pormenorizada sobre los distintos niveles de segregación incluirá una descripción de las principales implicaciones jurídicas de cada uno de los niveles de segregación ofrecidos, junto con información sobre la legislación en materia de insolvencia aplicable en las jurisdicciones pertinentes”*. Debe entenderse que, según se hallen los valores anotados en un tipo de cuentas u otro, la protección jurídica que otorgan es diferente y también la responsabilidad.

De todo ello, se ha de informar a los inversores conforme al precepto citado, obligación que incumbe tanto a la propia Sociedad de Sistemas como a las entidades participantes pues así se expresa en el artículo sobre la posibilidad de segregación de cuentas. Por tanto, la Sociedad de Sistemas debe cerciorarse que la información sobre los niveles de protección jurídica en los diferentes tipos de cuentas se cumple<sup>654</sup> como

---

<sup>654</sup> Esta exigencia de información clara y transparente ha sido elevada por el *Reglamento (UE) n.º 600/2014, de 15 de mayo de 2014* (Reglamento MIFIR), y la *Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financiero* (Directiva MIFID

garante del sistema, pues la segregación de cuentas lleva implícita el alcance de la responsabilidad en función de si los valores están anotados en un tipo de cuenta u otro, y que los encargados del registro en cada tipo de cuenta también son diferentes.

Aunque se trata de un *sistema de doble escalón*<sup>655</sup>, el registro es único, por lo que, tanto la Sociedad de Sistemas como las adheridas, son responsables del registro de valores, pero la Sociedad de Sistemas anota saldos globales en las cuentas de terceros que lleva y las entidades participantes desagregan esos valores en las correspondientes cuentas de detalle. No anotan exactamente lo mismo, Sociedad de Sistemas y participantes serán responsables de las cuentas que tengan atribuidas (arts. 28.2 y 34.5 del RD 878/2015), y por el modo en el que deban anotar, la Sociedad de Sistemas lo será sólo por la exacta anotación de los saldos globales en las cuentas de terceros.

Con anterioridad, se ha descrito el sistema implantado en la Ley del Mercado de Valores, que se corresponde con un sistema de tenencia directa de valores, con alguna dificultad para su caracterización<sup>656</sup>. Se reconoce la titularidad de los inscritos en las

Cont. \_\_\_\_\_

II), dado que tiene mayor trascendencia en los mercados de derivados, aunque la interposición de una ECC minimiza los riesgos de contrapartida, pese a ello, nada debe impedir el ofrecimiento de distintos niveles de segregación conforme al art. 38 del Reglamento UE 909/2014.

<sup>655</sup> Si bien tuvo que esperar hasta el desarrollo reglamentario realizado mediante el RD 116/1992 para su desarrollo y configuración. Véase GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco. *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*. (Obra citada), pág.162, sobre la gestación y puesta en marcha del Servicio de Compensación y Liquidación de valores tras el cual comienza a ser posible hablar de sistema de doble escalón. Además, en el art. 56 original de la LMV ya se contemplaba el sistema de doble escalón respecto de la Deuda Pública anotada: *“La Central de Anotaciones llevará las cuentas correspondientes a la totalidad de los valores admitidos a negociación en dicho mercado, bien de forma individualizada, en el caso de las cuentas a nombre propio de titulares autorizados a operar directamente en la Central, bien de forma global, en el caso de las cuentas de terceros de las Entidades Gestoras”*. También ORTEGA, Raimundo: *La Bolsa Española: del intervencionismo a la reforma*. En Papeles de Economía Española: Suplementos sobre el Sistema Financiero. 1991, pág. 32, sobre los problemas de un registro único de anotaciones en cuenta. MARTÍNEZ MUÑOZ, José Fernando: *Los valores representados en anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos*. Derecho de los negocios, 1992, nº 26; pág. 16 sobre el sistema de doble escalón operativo en la deuda pública. UBIRÍA ZUBIZARRETA, Sebastián: *La central de anotaciones y su operativa*, en Perspectivas del sistema financiero, Nº 19, 1987. GUITARD MARÍ, Juan: *Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles*. En Derecho de los negocios, nº 17 febrero de 1992, pág. 63.

<sup>656</sup> Véase pág. 121 y las notas allí expresadas para mejor comprensión de las diferentes posiciones sobre qué se interpreta como tenencia directa o indirecta. Los autores que tratan los sistemas de “tenencia directa – tenencia indirecta” ponen la diferencia entre ellos en la atribución de los valores a los titulares finales y ejercicio de los derechos asociados a los valores directamente frente al emisor, o, si se trata de

cuentas de detalle como legítimos y plenos propietarios, frente a la entidad emisora y frente a todos<sup>657</sup>, y cuya titularidad puede probarse mediante las certificaciones en favor de los titulares de derechos inscritos tal y como se observa en los arts. 10 a 15 LMV, y que esta tenencia de valores sólo puede ser acreditada por quien lleve realmente los registros de detalle (recuérdense los arts. 20 y 34 del RD 878/2015), que puede corresponder a la Sociedad de Sistemas en el caso de valores anotados en las cuentas segregadas.

Viendo la redacción del art. 8.3 TRLMV, que establece: *“Cuando se trate de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación, la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores será el depositario central de valores designado que ejercerá tal función junto con sus entidades participantes”*, cabe pensar en una responsabilidad conjunta, pero también cabe una delimitación de la responsabilidad. El art. 28 del RD 878/2015, hace responsables directos de las inscripciones a quien deba practicarlas, no sólo a los DCV también a las participantes, frente a quien resulte perjudicado. Cada uno responde por los perjuicios que les sean directamente imputables (art. 28.2 RD 878/2015) y, según el art. 28.2 del Real Decreto, *“sin perjuicio de las responsabilidades en que puedan incurrir (los DCV) por la falta de la debida diligencia en el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control del sistema”*, norma que se desarrolla en el art.35 del Real Decreto.

Es decir, que la LMV y el Real Decreto atribuyen a la Sociedad de Sistemas una cualidad de garante del sistema de anotaciones, debiendo obrar con extrema diligencia al tener que controlar los riesgos propios y los de las entidades participantes<sup>658</sup>, así

Cont. \_\_\_\_\_

tenencia indirecta, son los intermediarios titulares de los valores frente a los emisores y quienes ejercen los derechos, aunque la distinción sigue sin ser comúnmente aceptada.

<sup>657</sup> No se trata de un contrato en favor de tercero, sino de una obligación legal impuesta a la Sociedad de Sistemas y entidades participantes, un reconocimiento directo de la titularidad, la propiedad y derechos inherentes de los valores inscritos, en favor de los clientes. Sobre el contrato en favor de tercero puede verse a LÓPEZ RICHART, Julián: *El tratamiento de los contratos a favor de terceros en el Derecho alemán*. Tesis doctoral; Universidad de Alicante, 2001. DIEZ PICAZO, Luis: *Fundamentos de Derecho civil patrimonial. Introducción. Teoría del contrato*. Tomo I, 6ª ed. Aranzadi 2007; págs. 531 a 553.

<sup>658</sup> Véase §6.2.1.2.

como la exacta anotación, que redundando todo ello en beneficio del propio mercado y de los clientes titulares últimos, y sin perjuicio de las responsabilidades de las entidades participantes, como puede observarse por ejemplo en la STS 467/2015, de 21 de julio de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:3228), sobre el comportamiento esperado de las mismas<sup>659</sup>:

*“...tales empresas debían actuar en el ejercicio de sus actividades con imparcialidad y buena fe, sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de éstos y del buen funcionamiento del mercado, realizando sus operaciones con cuidado y diligencia, según las estrictas instrucciones de sus clientes”.*

La Sociedad de Sistemas y las participantes asumen posiciones y obligaciones diferentes, que están conectadas y afectan a la Sociedad por la obligación de organizar el sistema de registro y garantizar la integridad de la emisión. El saldo en el registro de las cuentas generales de terceros (una o varias por entidad), constituye la suma de las cuentas de detalle que lleva cada participante y debe reflejar un saldo idéntico al correspondiente anotado por la Sociedad de Sistemas en el registro central en las cuentas generales de terceros, y la integridad corresponde controlarla a la Sociedad de Sistemas, pero esta obligación es distinta de la anotación y se trata aparte.

No se trata de observar las funciones de seguimiento y control del sistema que corresponden a la Sociedad de Sistemas y que quedan para un examen posterior. Interesa en este momento la *integridad de los datos identificativos* que deben anotar la Sociedad de Sistemas y las participantes por la posible responsabilidad derivada de la anotación y datos a anotar. Dadas las diferencias entre las cuentas que debe llevar cada

---

<sup>659</sup> Esta sentencia es anterior a la asunción de toda la normativa sobre riesgos de los Reglamentos europeos, y la STS 467/2015, de 21 de julio de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:3228), decía: *“El alcance de las obligaciones del profesional respecto del inversor es detallado en las normas reglamentarias de desarrollo de la Ley del Mercado de Valores. El Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, establecía las normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, desarrollaba las normas de conducta que debían cumplir las empresas del mercado de valores. Resumidamente, tales empresas debían actuar en el ejercicio de sus actividades con imparcialidad y buena fe, sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de éstos y del buen funcionamiento del mercado, realizando sus operaciones con cuidado y diligencia, según las estrictas instrucciones de sus clientes, solicitando de sus clientes información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión”.*

uno, corresponde determinar hasta dónde alcanza la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por la llevanza del registro central y las cuentas que lo conforman, debiendo tener presente esa diferencia entre las que lleva directamente y las generales de terceros que son globales, y qué anota en cada una.

A las participantes les corresponden los registros de detalle, donde constan los titulares últimos de los valores anotados (o de los subcustodios<sup>660</sup>), pero también les corresponde el suministro de datos a los DCV<sup>661</sup>, de modo que la Sociedad de Sistemas pueda realizar a su vez las correspondientes anotaciones y comprobaciones de saldos en las cuentas propias de las entidades, en las segregadas de clientes, o en las cuentas de terceros.

Conforme al art. 9 de la LMV, y la legislación de desarrollo, incluyendo en ella el propio Reglamento de la Sociedad de Sistemas y las Circulares, la Sociedad de Sistemas lleva:

- a) *Las cuentas propias de las entidades participantes.* En dichas cuentas se encuentran anotados los valores pertenecientes a la propia entidad participante, por lo que en ella se recogerán los datos y saldos de valores anotados como si fuese una cuenta de cliente, aunque con la particularidad

---

<sup>660</sup> Sobre la interposición entre el Depositario Central de Valores, incluso entre la entidad adherida y los titulares últimos, pueden verse por ejemplo las Sentencias, del Juzgado de 1ª Instancia nº 87 de Madrid, de 2 de marzo de 2010 (ECLI: ES:JPI:2010:4) y revocada por la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 31 de mayo de 2012 (ECLI: ES:APM:2012:7100), o las de la Audiencia Provincial de Barcelona, de 19 de diciembre de 2013 (ECLI: ES:APB:2013:15056) y Audiencia Provincial de Madrid de 23 de mayo de 2012 (ECLI: ES:APM:2012:8153). Dependerá en cada caso de la relación que se establezca entre el titular de los valores y las entidades participantes, que pueden ser relaciones de mera custodia, o depósito administrado de valores, o formar parte de otros tipos de tenencia de valores, como las cuentas ómnibus. Véase, a título ilustrativo, RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta.* (obra citada), o LÓPEZ SANTANA, Nieves: *El contrato bancario de administración de valores* (obra citada) y lo dicho sobre los sistemas de tenencia directa o indirecta de valores en §5.2.4.

<sup>661</sup> Tratándose de operaciones del mercado, los datos pueden provenir directamente de la entidad de contratación o de la Entidad de Contrapartida Central, además de las entidades participantes. El Manual de Procedimientos del Sistema de Liquidación ARCO, elaborado por la Sociedad de Sistemas, en el que se detallan los datos y modo de suministrarlos no es de acceso público.

señalada de ser de las participantes propietarias de los valores, en cuyo caso debe reflejar exactamente los datos igual que en una cuenta de detalle.

- b) *Cuentas generales de terceros.* En ellas la Sociedad de Sistemas sólo conoce los saldos que mantienen las entidades participantes (o de clientes de una tercera entidad que hayan solicitado a la participante su llevanza), tal y como expresa el art. 32.1.a) del RD 878/2015, por el cual se anotarán de forma global los saldos de valores correspondientes a los clientes de la entidad participante o los clientes de una tercera entidad que hubiera encomendado a la entidad participante solicitante la custodia y el registro de detalle de los valores de dichos clientes. En estas cuentas la Sociedad de Sistemas desconoce la titularidad de los valores anotados, sólo recoge el saldo agregado de valores, en una o varias cuentas, de las participantes. Por tanto, no le corresponde, en principio, conocer las titularidades de cada cuenta de detalle, sino sólo el número de valores que en dichas cuentas mantiene cada participante.
- c) *Cuentas individuales segregadas.* Son cuentas de clientes que han solicitado, a través de sus entidades participantes, que sea la propia Sociedad de Sistemas quien lleve directamente las cuentas de valores. Estas cuentas, no se llevan por acuerdo directo entre la Sociedad de Sistemas y los clientes, sino por solicitud de los clientes a su entidad participante que está obligada a ofrecer dicha posibilidad, no existe relación contractual entre la Sociedad de Sistemas y los clientes. La Sociedad de Sistemas las lleva como cuentas de detalle. Se trata de un negocio jurídico en favor de tercero (el titular de los valores), porque la relación jurídica se establece entre la entidad adherida y la Sociedad de Sistemas.
- d) Junto a las anteriores cuentas que menciona el art. 32 del RD 878/2015, también se reconocen las *cuentas especiales de intermediarios financieros*<sup>662</sup>. Son cuentas transitorias y no pueden mantenerse saldos de valores en las

---

<sup>662</sup> Desarrollado su régimen en el *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, art. 33 y en la Circular nº 18 de 2017, de 4 de septiembre, sobre *Procedimiento especial de intermediario financiero*.

mismas *una vez finalizados los procesos de liquidación diarios*. Tampoco pueden expedirse certificados de legitimación por tratarse de cuentas transitorias. La obligación de la Sociedad de Sistemas consiste en comprobar el saldo cero a final del proceso de liquidación.

- e) El Reglamento de la Sociedad de Sistemas detalla también, como cuentas separadas de las segregadas de clientes, las *cuentas individuales de entidades públicas*<sup>663</sup>, pero estas cuentas no presentan diferencias respecto de las segregadas, salvo la titularidad de las mismas.

Sobre lo dicho, cabe hacer unas precisiones:

**a)** La responsabilidad derivada de la obligación de resultado que asume la Sociedad de Sistemas alcanza a la totalidad de la emisión en lo referente a la integridad de la emisión pues las diferentes cuentas que señala el art. 32.1. a), b) y c) *conforman el registro central*<sup>664</sup>. Sobre ello se aplicará la responsabilidad del art. 8.4 del TRLMV, detallada en el art. 28 del RD 878/2015. Esta responsabilidad por la obligación de resultado se refiere al mantenimiento exacto del saldo de valores en el Registro Central, sean cuales sean las variaciones entre las cuentas pues la suma de todas ellas siempre ha de ser exacta e igual al número de valores de la emisión.

**b)** Respecto de las *cuentas propias de las entidades participantes*, las señaladas con la letra a) en el art. 32.1 del RD 878/2015, la Sociedad de Sistemas está obligada a anotar los saldos y datos identificativos propios de una cuenta de detalle<sup>665</sup>. La responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por la llevanza de las cuentas propias de las entidades participantes es directa. Se trata de valores cuyo titular es la entidad participante, que, por ministerio de la LMV, según el art. 9.2.a), corresponde llevar a la Sociedad de Sistemas. Son cuentas de detalle llevadas por la Sociedad de Sistemas, y la relación entre las participantes y la Sociedad de Sistemas es contractual.

---

<sup>663</sup> Art. 19.2.c) del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*.

<sup>664</sup> Art. 32.1 del RD 878/2015 y art. 19.2 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas.

<sup>665</sup> Véase lo dicho en §6.1.4.1 y en el art. 19.4 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*.

c) En las *cuentas individuales segregadas*, descritas en la letra c) del mismo artículo, la Sociedad de Sistemas es responsable directa de la anotación por aplicación de los arts. 20.2.a) y 32.1 del RD 878/2015, en concordancia con los arts. 32.1.c) del RD 878/2015 y 19.2.d) del Reglamento de la Sociedad de Sistemas.

En las *cuentas segregadas*, los titulares de los valores son terceros. Aquí, la relación contractual se establece entre la participante y la Sociedad de Sistemas<sup>666</sup> en favor de tercero<sup>667</sup>, posibilidad expresamente prevista en el art. 38, apartados 4 a 6, y en el art. 9.2.c) de la LMV. Como aclara el art. 19.2.d) del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, la gestión sobre los valores anotados la realiza la entidad participante, la Sociedad de Sistemas sólo anota, no gestiona, en el caso de las cuentas segregadas se da dicha circunstancia. La responsabilidad por las cuentas segregadas de clientes de las participantes, de las que se encarga la Sociedad de Sistemas, procede tanto el Reglamento europeo como la LMV y el RD 878/2015, arts. 32 y 34, además de las estipulaciones contractuales en favor de tercero.

c) En todas las cuentas anteriores que lleva la Sociedad de Sistemas, la responsabilidad alcanza a los desgloses necesarios en función de las diversas situaciones en que se encuentren los valores según el art. 34 del RD 878/2015, que, en sus apartados 2 y 4, especifica a quién corresponde realizar el desglose, si a las entidades participantes o la Sociedad de Sistemas, forma parte de la obligación de anotar correcta y exactamente, y la Sociedad de Sistemas sólo será responsable de realizar y mantener

---

<sup>666</sup> Art. 19.2.d) del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: "*d) Cuentas individuales de terceros: estas cuentas reflejarán el saldo de los valores de los que sean titulares aquellos clientes de las entidades participantes que hayan acordado la llevanza de dicha cuenta en el Registro Central. La entidad participante que solicite a la Sociedad de Sistemas su apertura será responsable de la gestión de dichas cuentas, debiendo acordar con su cliente los términos y condiciones de disposición de los valores en ellas anotados.*"

<sup>667</sup> DIEZ PICAZO, Luis: *Fundamentos de Derecho civil patrimonial. Introducción. Teoría del contrato*; (citado), pág. 354. Cita también las STS de 1 de diciembre de 1940 y de 19 de mayo de 1952. DIEZ PICAZO, citando jurisprudencia del Tribunal Supremo, entre ellas la STS de 6 de febrero de 1989 (ECLI: ES:TS:1989:8974), concluye que "*para que el genuino contrato en favor de tercero exista, se precisa una concreta atribución de derechos subjetivos realizada a favor de tercero*". Señala también el autor, que el tercero tiene acción directa contra el promitente, en este caso la Sociedad de Sistemas, para la "*satisfacción y a la defensa de dicho derecho*". Cita también la STS de 24 de diciembre de 1977 (ECLI: ES:TS:1977:942).

los desgloses de valores sobre las cuentas propias de las entidades participantes (las descritas con la letra a) y sobre los valores de las cuentas segregadas de clientes que hayan solicitado la llevanza directa por la Sociedad de Sistemas (las descritas con la letra c). La responsabilidad sobre las cuentas que lleva la Sociedad de Sistemas (las segregadas y las cuentas de valores propios de las participantes) es directa porque expresamente asume su llevanza y debe garantizar la correcta anotación, saldos de la cuenta y demás datos, aunque en las segregadas se trate de una prestación en favor de tercero.

f) En las *cuentas generales de terceros*, el desglose de los valores por titulares no existe<sup>668</sup>, son cuentas globales y sólo consta un saldo anotado en favor de la entidad participante, de las que sólo consta que pertenecen a una generalidad indeterminada de clientes, y sólo debe anotar las variaciones de saldos. Asume responsabilidad por la mera concordancia y exactitud de saldos anotados<sup>669</sup>, sólo alcanza a la suma de saldos que deben figurar en las cuentas, no su desglose, así se desprende de los arts. 28.2, 32.1.b) y 34.5, del RD 878/2015. Es la entidad participante quien asume la responsabilidad frente a los titulares de los saldos exactos y corrección de la anotación conforme a los artículos citados, la Sociedad de Sistemas no es responsable de su desglose por titulares, a la Sociedad de Sistemas, sólo le llega la variación del saldo global de valores en dicha cuenta<sup>670</sup>, por aplicación del art. 80 del RD 878/2015 (abono y correlativo adeudo de los valores en las cuentas del registro central).

Dado que en sobre estas cuentas generales sólo se tiene constancia de la traslación de unas cantidades de valores de unas cuentas a otras, una relación numérica,

---

<sup>668</sup> Las entidades participantes pueden mantener diversas cuentas de terceros con el Depositario Central, no tiene por qué existir una única cuenta según el art. 68.2 del RD 878/2015. En ninguna norma se especifica que deba constar siquiera el número de titulares de los valores anotados globalmente en las cuentas de terceros, aunque de hecho sí se indica.

<sup>669</sup> Véase LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores* (citado), págs. 66 a68.

<sup>670</sup> Si el movimiento de valores se produce internamente, dentro de una misma cuenta de terceros, que es perfectamente posible, ni siquiera tiene por qué variar el saldo ante la Sociedad de Sistemas, la cantidad de valores anotados en la cuenta de valores seguirá siendo la misma, aunque hayan variado los titulares de los valores y el número de titulares.

unos saldos anotados de valores, la Sociedad de Sistemas ni puede, ni debe anotar movimientos de valores que no se ajusten estrictamente a una completa igualdad entre las altas y las bajas del número de valores entre cuentas, debiendo comprobar si se ajustan estrictamente, según el art. 40.1 del RD 878/2015<sup>671</sup>:

*“En la fecha de liquidación de las operaciones sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, hayan sido objeto o no de previa compensación por una entidad de contrapartida central de acuerdo con las reglas de éstos, los depositarios centrales de valores, tras comprobar la suficiencia de valores, abonarán los valores y practicarán el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes entidades en el registro central*<sup>672</sup> de acuerdo con el principio de entrega contra pago.

En caso contrario incurre en responsabilidad. Las entidades participantes, a cuyo nombre estén constituidas las cuentas generales de terceros, podrán exigir responsabilidad a la Sociedad de Sistemas por la inexactitud en los saldos, si es por causa imputable a ésta<sup>673</sup> conforme a lo visto en el epígrafe anterior, siempre que no haya podido resolverse mediante el mecanismo de gestión de incidencias previsto en el art. 36 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*.

En cuanto a los titulares de los valores, éstos son desconocidos por la Sociedad de Sistemas, datos que sí conoce la entidad participante. De ahí que no pueda establecerse

---

<sup>671</sup> También se refieren a ello los arts. 34.1 y 80.3 todos del RD 878/2015.

<sup>672</sup> El mismo artículo, en su apartado 2, impone idéntica obligación a las entidades participantes, “en las cuentas de sus registros de detalle cuando la liquidación afecte a valores anotados en las mismas”.

<sup>673</sup> Téngase presente que existen mecanismos internos de resolución de incidencias y reclamaciones que evitan los posibles conflictos, véanse el art. 39 y el 43.2.e) del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*. En todas las Circulares de la Sociedad de Sistemas referentes a la Liquidación de operaciones, se contempla un procedimiento de Gestión de Incidencias, que ayudan a minimizar los posibles descuadres entre saldos de valores, permitiendo la liquidación parcial de instrucciones, lo que supone también la inscripción parcial del número total de valores afectados. Aunque la resolución de incidencias se trata en todas las Circulares de la Sociedad de Sistemas referidas a la liquidación de operaciones, se inserta la que figura en la Circular rn<sup>o</sup>16/2017, de 4 de septiembre, sobre *procedimiento de liquidación de operaciones concertadas en un mercado oficial o SMN*. Norma 4<sup>a</sup>.1: “Con carácter general, IBERCLEAR permitirá la liquidación parcial de cualquier tipo de instrucción que se derive de operaciones concertadas en un mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación, salvo que dicho mercado o sistema, o las entidades participantes, expresamente indiquen lo contrario”.

igual responsabilidad sobre la llevanza de las cuentas por la Sociedad de Sistemas si los valores se hallan anotados en una cuenta de terceros o en una cuenta segregada.

A los titulares de los valores anotados en las cuentas de detalle sólo les afecta indirectamente, dependiendo también de la diligencia de la entidad participante que vea aumentados o reducidos los saldos de valores en sus cuentas de terceros que puedan producirse daños, pues la Sociedad de Sistemas no tiene constancia de a qué cuenta de detalle corresponden, por tanto, no puede asumir más responsabilidad que la derivada de la exactitud de los saldos de las cuentas de terceros (art. 36.1 y 3 del RD 878/2015). Como complemento a lo dicho, las cuentas generales llevadas por el DCV están calificadas como cuentas de “terceros” e indica que los valores en ellas registrados, tampoco son de las entidades participantes. El art. 34.5 del RD hace a las participantes “responsables de la integridad de los datos identificativos de cada una de ellas, así como de la exactitud de las inscripciones, desgloses y bloqueos practicados en dichas cuentas”, no a la Sociedad de Sistemas, por ello la Sociedad de Sistemas no asume más responsabilidad que el resultado derivado de la comprobación de la correcta anotación de esos saldos (art. 28.2 RD 878/2015).

La existencia de otros custodios, o subcustodios, dentro de las cuentas ómnibus o de terceros<sup>674</sup> en la Sociedad de Sistemas, o en las entidades participantes, y los posibles problemas derivados de estas cadenas de depositarios y modo de operar, no alteran lo dicho hasta el momento<sup>675</sup> sobre responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, y, en

---

<sup>674</sup> Véase LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (obra citada), pág. 67 final, en la que alude a dichas relaciones jurídicas, concluyendo que no tienen reflejo en el registro del DCV, “y, en consecuencia, carecerán de eficacia frente al DCV y tampoco contarán con la garantía del DCV, con independencia de los efectos que estos negocios jurídicos puedan tener entre las partes o frente a terceros. LÓPEZ SANTANA, Nieves: *El contrato bancario de administración de valores* (obra citada).

<sup>675</sup> Sobre las cuentas ómnibus, véase el art. 19.1.a) y art. 33 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas y la Circular nº 18 de 2017, de 4 de septiembre, sobre *Procedimiento especial de intermediario financiero*. En la realidad, sigue habiendo problemas respecto de la verdadera titularidad de los valores, precisamente por la interposición de subdepositarios y negocios fiduciarios, véase COM(2015) 468 final, Bruselas, 30.9.2015, COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSEJO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO Y AL COMITÉ DE LAS REGIONES, pág. 27: “La Comisión

cualquier caso, exceden el ámbito de este apartado y tienen más que ver con las relaciones entre los inversores y los servicios que ofrecen las entidades participantes y negocios jurídicos que pueden realizarse sobre los valores, que con la propia anotación en el registro contable.

#### **4. Recapitulación sobre el cambio en la regulación de la responsabilidad por la llevanza del registro contable.**

Los cambios legales realizados, emanados de las normas europeas y nacionales, han supuesto la transformación del modo de llevar el registro contable y ha afectado a la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas como DCV, respecto de lo previsto en la inicial Ley del Mercado de Valores.

La Sociedad de Sistemas asume diferentes deberes y, en consecuencia, es diversa la responsabilidad que se deriva de ellos. Asume responsabilidad por sus facultades normativas, debiendo responder tanto por la adopción de normas que quebranten las leyes nacionales y reglamentos europeos, como por omisión de dictarlas si estaba obligada por la norma, o la prudencia obligaba a ello, y si por su acción u omisión causa daños siempre que exista una relación de causalidad directa entre aquella infracción y el daño sufrido por el perjudicado.

Cont. \_\_\_\_\_

***impulsará la pronta realización de trabajos específicos acerca de la inseguridad que reina sobre la propiedad de los valores***", y pág. 28: ".../...Muchos de esos obstáculos se deben a divergencias en las legislaciones nacionales en materia de propiedad y de insolvencia, así como sobre la tenencia de valores, que presentan grandes diferencias en cuanto a la naturaleza jurídica del activo. Estas diferencias pueden generar inseguridad a la hora de determinar quién ostenta la propiedad del valor en caso de impago y los derechos de quién tienen prelación en caso de insolvencia. Y, sin embargo, la inseguridad en aspectos tan esenciales conlleva importantes riesgos jurídicos, por ejemplo en relación con la ejecutabilidad de la garantía, y pueden afectar negativamente a la resiliencia de la liquidación y los flujos de garantías transfronterizos". Véase GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J. y SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, Sara: *Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 797 y ss.

El cambio más relevante en lo referente a la responsabilidad se produce en la práctica de las anotaciones. El modelo de responsabilidad instaurado en el art. 7 de la LMV primitiva, implantando la responsabilidad de los encargados de llevar el registro contable *“salvo culpa exclusiva del perjudicado”*, era una medida gravosa, cercana a los supuestos de responsabilidad objetiva, pues significaba que no podía exonerarse por hecho fortuito, ni por concurrencia de culpas.

La reforma efectuada por la Disposición Final 1.A).3 de la Ley 11/2015, modificó aquel texto de la redacción original de la LMV, por el que las entidades encargadas del registro debían responder por responsabilidad cuasi objetiva. Hoy, según el art. 8.4 del TRLMV, responden *“por las inexactitudes y retrasos en las mismas (las anotaciones) y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”*.

Junto a la reforma propiamente dicha de norma sobre responsabilidad del art. 8.4 TRLMV, deben tenerse presentes otras cuestiones que se detallan a continuación, fruto de las obligaciones legales exigidas por las abundantes normas imperativas de los Reglamentos europeos que no pueden ser ignoradas, como la obligación de tener presentes los riesgos legales (arts. 42 y 43 Reglamento UE 909/2014). Esto forma parte del hecho para apreciar la diligencia exigible o la conducta negligente de las obligaciones legales que asume la Sociedad de Sistemas.

La regulación europea de los DCV los configura como entidades especiales, profesionalizadas<sup>676</sup>, reguladas extensamente en el *Reglamento UE 909/2014*, y con un objeto claro que debe ajustarse a lo previsto en el Anexo A del Reglamento europeo<sup>677</sup>. Esta profesionalización, más el deber de evaluar los riesgos, operativos, funcionales y jurídicos que se impone a los DCV, se traduce en un exigente deber de prever los hechos

---

<sup>676</sup> El art. 49.1 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, impone la obligación de contar con personal adecuado para cumplir sus obligaciones, y el apartado 2 del mismo artículo establece la responsabilidad del órgano de dirección, que debe realizar el seguimiento y velar por el cumplimiento de todos los requisitos sobre regulación y supervisión.

<sup>677</sup> Art. 2.1.1 del Reglamento 909/2014: *A los efectos del presente Reglamento, se entenderá por: 1) «depositario central de valores» o «DCV»: una persona jurídica que gestione un sistema de liquidación de valores conforme a lo que se recoge en el anexo, sección A, punto 3, y que preste al menos otro de los servicios básicos enumerados en el anexo, sección A.*

que pueden originar incumplimientos, y la obligación de adoptar medidas para evitar o paliar los fallos en la liquidación.

La interpelación a la profesionalidad y especialización de la Sociedad de Sistemas es ineludible, se trata una entidad dedicada a labores muy concretas como la liquidación y anotación de valores en el registro contable, sobre los que tiene facultades de regulación, por lo que debe considerarse la dicción del primer párrafo del art. 1.104 del C.c. cuando impone que *la culpa o negligencia se determinará conforme “a la naturaleza de la obligación y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar”*.

La supresión de la mención *“salvo culpa exclusiva del perjudicado”* en el actual art. 8.4 TRLMV, significa que la Sociedad de Sistemas se rige por las causas generales de responsabilidad previstas en el Código civil y deben contemplarse como causas de exoneración de responsabilidad el hecho fortuito o la fuerza mayor. Para valorar la concurrencia de hecho fortuito o fuerza mayor, debe tenerse muy presente la obligación que pesa sobre los DCV de evaluar y gestionar los riesgos de toda índole, operativos, de negocio y legales, elevando la diligencia exigible en el cumplimiento de las obligaciones a extremos muy superiores a los normales.

Son cuestiones que convierten en problemático que la Sociedad de Sistemas pueda exonerarse por caso fortuito, incluso por fuerza mayor, dependerá de la casuística y de la evitabilidad del hecho que se trate, lo que implica que, atendiendo a la dicción del art. 1104 del Código Civil, la diligencia exigible es superior a la habitual, por la especialización de la Sociedad de Sistemas y la obligación de tener presentes los riesgos de toda índole, incluyendo los riesgos legales, preverlos y adoptar soluciones en su caso, que deberán reflejarse en la normativa adoptada.

Además, de acuerdo con el art. 37 del *Reglamento UE 909/2014*, y el art. 15 del TRLMV, la Sociedad de Sistemas debe garantizar la integridad de las emisiones de valores<sup>678</sup>. El art. 37 del *Reglamento UE 909/2014*, introdujo de modo explícito la

---

<sup>678</sup> Quizá innecesario en nuestro Derecho que contaba con un sistema de control propio como las referencias de registro, pero ineludible al pasar al sistema de saldos. La exposición de Motivos de la *Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, en su

obligación de garantizar la integridad de la emisión, obligación que recae sobre los DCV. Los saldos de las diferentes cuentas han de ser exactos, y la suma de todos los saldos de todas las cuentas también. Esa obligación tuvo su reflejo en la LMV, y hoy se encuentra dicha obligación en el art. 15.3 de la LMV:

*“Los depositarios centrales de valores y demás entidades encargadas de la llevanza del registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta garantizarán la integridad de las emisiones de valores. Los sistemas de registro gestionados por depositarios centrales de valores deberán ofrecer las suficientes garantías para que no existan descuadres entre el registro central y los registros de detalle”.*

Aunque aparentemente el cambio del art. 8.4 de la LMV supone una suavización del régimen de responsabilidad respecto del anterior texto de la LMV, realmente no lo es tanto. La responsabilidad por las inexactitudes y retrasos, más la obligación de garantizar la integridad de la emisión, hacen que *la anotación en el registro contable sea una obligación de resultado* y, como tal obligación de resultado, de no cumplirse exactamente significa incumplimiento de las obligaciones, que lleva aparejada como consecuencia la responsabilidad por incumplimiento si no se alcanza la prestación debida, la correcta anotación.

El inciso final del art. 8.4 TRLMV, *“el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”*, afecta al resto de actividad de la Sociedad de Sistemas, en concreto a las obligaciones impuestas por los Reglamentos europeos, sobre prevención de riesgos de toda índole y sobre las facultades de ordenación del sistema de registro, así como a los medios para garantizar la integridad de las emisiones de valores.

Cont. \_\_\_\_\_

apartado II, justificaba el cambio del siguiente modo: *“Es un elemento necesario para el paso de un sistema de control basado en referencias de registro a un sistema de saldos”*. No se contemplaba la obligación tal como ahora, de hecho, aludía genéricamente sobre los posibles descuadres en el número de valores. En la redacción original no se hablaba de integridad de la emisión. Tras la reforma efectuada por la Ley 32/2011, se introdujo el art. 112 bis, según el cual, el *“sistema de registro”* era el que debía *“ofrecer las mayores garantías para que no existan descuadres entre los valores anotados y los valores efectivamente depositados en las entidades encargadas de la llevanza del registro y en las entidades participantes en el sistema de registro”* (no había nada parecido en la redacción inicial).

Dado el tenor imperativo de las normas, estas obligaciones de medios exigen una rigurosa diligencia en la ejecución y gestión de los riesgos que pongan en peligro el sistema, y que pueden repercutir sobre la corrección y exactitud de las anotaciones.

Para aplicar las causas de exoneración por hecho fortuito o fuerza mayor debe tenerse presente la obligación que pesa sobre los DCV de evaluar y gestionar los riesgos de toda índole, operativos, de negocio y legales, que elevan la diligencia en el cumplimiento de las obligaciones a extremos muy superiores a las normales por tratarse de una sociedad especializada constituida expresamente para la llevanza de los sistemas de liquidación y registro, por lo que puede ocurrir que no puedan apreciarse las causas de exoneración.

La complejidad de la conducta exigible y la naturaleza de obligación de resultado de la anotación, determina que el retraso o falta de anotación, es decir, no alcanzar la prestación debida, suponga incumplimiento. La Sociedad de Sistemas<sup>679</sup>, sólo podrá eximirse de responsabilidad probando la causa de exoneración, debido precisamente a la naturaleza de la obligación. Para exonerarse de culpa por el incumplimiento de la obligación de resultado, de acuerdo con el art. 1105 del Código Civil y la interpretación jurisprudencial vista, la Sociedad de Sistemas debe probar la existencia del hecho fortuito o fuerza mayor y que, pese a la obligación de prever los riesgos de los arts. 36 y 42 del *Reglamento UE 909/2014*, no estaba obligada a preverlos. Dada la naturaleza de obligación legal de anotar, así como la aceptación por vía contractual con las participantes, las consideraciones apuntadas sobre la responsabilidad por la anotación se extienden tanto a las obligaciones contractuales como a las legales.

Por todo ello, puede afirmarse que el modelo anterior de responsabilidad, de la inicial LMV, quizá era más claro. Pero el actual sistema de responsabilidad, conforme a las anteriores consideraciones sobre tratarse de una obligación de resultado, más las exigencias de profesionalización, prevención y mantenimiento de la integridad de la emisión, junto con el deber de probar la causa de exoneración, permiten deducir que, en

---

<sup>679</sup> O la entidad participante en su caso, pues la obligación de anotar es igual para ambos.

la práctica, deja igual la responsabilidad a la vista de la naturaleza de la obligación de anotar y las obligaciones dichas.

## CAPÍTULO IV: RESPONSABILIDAD POR LA PRIMERA INSCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN Y LAS TRANSMISIONES.

### 1. Régimen jurídico de la primera inscripción de las emisiones de valores en la Sociedad de Sistemas y responsabilidad.

En el sistema de registro diseñado en la LMV, la Sociedad de Sistemas asume desde el inicio responsabilidad, pues le corresponde llevar el registro central y es registradora inicial de las emisiones según los arts. 7 a 10 TRLMV. Debido a que el sistema español es de doble escalón, cabe reiterar que se usa la expresión “registro central” en sentido amplio, como aquel conjunto de cuentas que corresponde llevar a la Sociedad de Sistemas en el primer escalón para cada emisión de valores registrados y para distinguirlo de los registros de detalle<sup>680</sup>, no sólo como el lugar o sede centralizada de las anotaciones, que realmente recibe el nombre de DCV.

La constitución del registro contable inicial tiene reglas comunes<sup>681</sup>, tanto si se trata de registro único en el caso de valores no cotizados, como si se constituye mediante el sistema de doble escalón para el caso de los cotizados. Conviene centrarse

---

<sup>680</sup> El Reglamento UE 909/2014, sólo habla de registro en singular por la variedad de sistemas de registro existentes. Pese a que en el Considerando 72 hable de la habilitación en favor de la Comisión para establecer “*el formato de los registros que lleven los DCV*”, realmente no define ninguno y se refiere siempre al Depositario Central de Valores, no al registrador central. Véanse los arts. 31.1 y 38 del Reglamento a título de ejemplo sobre lo comentado.

<sup>681</sup> Así se deduce de la comparación entre los arts. 39 y 53 del RD 878/2015, en cumplimiento del art. 9.4 LMV. Véase lo dicho anteriormente, sobre la libertad del emisor para designar el Depositario Central. El derogado art. 112 LMV no se refería estrictamente a la función de registro de valores sino a la liquidación, aunque el apartado 1.b de dicho artículo hacía referencia a los “*diversos sistemas de los registros de operaciones e instrumentos financieros*”, pero debe tomarse en consideración porque el art. 112.2 añadía que: “*Lo dispuesto en este artículo no impide el derecho del operador del sistema de contrapartida central, compensación o liquidación de instrumentos financieros a negarse a facilitar los servicios solicitados por motivos comerciales legítimos*”. El texto vigente, es el art. 24 del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores, y según su apartado 2: *La CNMV podrá oponerse a dichos acuerdos cuando pueda demostrar que ello es necesario para mantener el funcionamiento ordenado del mercado y teniendo en cuenta las condiciones de los sistemas de liquidación previstas en el artículo siguiente*. En cualquier caso, dicha norma ha de ser integrada con los arts. 17, 23 y 24 del Reglamento UE 909/2014, sobre autorización de los depositarios por las autoridades competentes.

en este último<sup>682</sup>, por ser el más frecuente y complejo y corresponder siempre a un depositario central de valores, condición que ostenta la Sociedad de Sistemas y sobre quien se examina la responsabilidad que pueda corresponderle. Además, la anotación en el registro contable, es presupuesto necesario de constitución para su existencia como tal valor anotado, que se produce con la primera inscripción<sup>683</sup>.

En propiedad sólo puede hablarse de registro central cuando se trata de valores negociados en mercados de valores, o que vayan a negociarse. En los no negociados debería hablarse de registro único pues está centralizado en una única entidad depositaria, no existe doble escalón, aunque su llevanza pueda realizarla la Sociedad de Sistemas. La figura del DCV está pensada y creada precisamente para los supuestos de posible dispersión entre varias entidades registradoras y depositarias de valores, incumbiendo al DCV la obligación de centralizar y controlar las emisiones y los saldos puestos en circulación en los mercados.

La responsabilidad de la Sociedad de Sistemas en este supuesto de la primera inscripción tiene dos vertientes a examinar:

- La admisión o negativa a prestar el servicio de Depositario Central de Valores, en cuyo caso está tasado el tiempo de respuesta y los motivos por los que puede negarse a prestar el servicio.
- Y la primera inscripción en el registro central del DCV tras la aceptación, junto con los problemas que debe enfrentar en el caso de no constituirse, hacerlo con retraso, o con inexactitudes.

---

<sup>682</sup> Más aún si se considera lo que advierte RAMOS GASCÓN, Fco. Javier: *La representación de los valores*. En Régimen jurídico de los valores. Ed. Bolsa de Madrid, 1997. Pág. 481, para quien no tiene razón de ser la representación en anotaciones en cuenta para los valores no negociados debido a la complejidad, costes y medios necesarios que origina, que lo hacen inviable para sociedades no cotizadas.

<sup>683</sup> Art. 10 LMV, y corresponde a la entidad emisora elegir el sistema de representación y elaborar la documentación y trámites pertinentes descritos en el art. 7. RAMOS GASCÓN, Fco. Javier: *La representación de los valores*. En Régimen jurídico de los valores. Bolsa de Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1997, pág. 489, siguiendo a Sánchez Calero, dice que los valores anotados nacen como tales con la primera inscripción, pero las posiciones jurídicas que se reflejan en el registro contable pueden ser preexistentes.

Debe recordarse que la inscripción en el registro central del DCV es constitutiva para las anotaciones en cuenta y que, conforme a lo visto, la anotación es obligación de resultado, lo que se reitera porque la constitución del registro central de las emisiones y sus cuentas son obligaciones de resultado.

*1.1. Aceptación por la Sociedad de Sistemas del encargo de llevar el registro contable.*

La relación entre los emisores y la Sociedad de Sistemas como Depositario Central de valores es contractual, está sujeta al acuerdo de voluntades entre el emisor y la Sociedad de Sistemas.

- Los emisores tienen reconocido como derecho la libertad para designar el DCV en el art. 49.1 del *Reglamento UE 909/2014* y art. 8.3 TRLMV<sup>684</sup>.
- La Sociedad de Sistemas sólo anotará la emisión en el registro central tras aceptar la designación<sup>685</sup> hecha por la entidad emisora como Depositario Central de Valores.

El artículo 49.3 del Reglamento UE 909/2014, se desarrolla en el arts. 37.b) del *Reglamento UE 392/2017*, debiendo solicitar los emisores la autorización del DCV y de las autoridades pertinentes, deben constar los procedimientos previstos para tramitar las solicitudes; en el art. 89 del Reglamento Delegado UE 3923/2017, se establecen los criterios aplicables a las solicitudes de los emisores por los que puede denegarse el

---

<sup>684</sup> Véanse también los arts. 24, 25 y 37 del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre.

<sup>685</sup> Para GONZÁLEZ CASTILLA, Fco.: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada, pág. 342), no es necesario que la designación de la Entidad encargada del registro contable conste en la escritura de constitución de la Sociedad, bastará con que establezca la representación de acciones mediante anotaciones en cuenta, pudiendo ser la designación del encargado del registro competencia del órgano de administración “*como elemento de ejecución*”, pese a la exigencia del entonces art. 6.1 del RD 116/1992, que requería la designación del encargado del registro contable en la escritura de emisión. Hoy esta misma obligación se recoge en el art.7.2.a) del RD 878/2015.

acceso y llevanza del registro central por parte de un DCV, debiendo tomar en consideración los riesgos jurídicos, los financieros y los operativos<sup>686</sup>, en concreto se refieren a los emisores los apartados 3, 8 y 12 del citado artículo 89, por lo que la denegación a prestar el servicio de registro contable, ha de fundamentarla la Sociedad de Sistemas tras realizar los análisis de riesgos que se citan en este art. 89.

Designada la Sociedad de Sistemas como encargada de la llevanza del registro contable su aceptación es obligatoria, excepto que la Sociedad de Sistemas rechace la designación por las causas tasadas, de conformidad con el art. 49.3 del *Reglamento UE 909/2014*, tras un “análisis de riesgos exhaustivo” o que no preste el servicio de registro<sup>687</sup>. Los criterios para fundamentar las causas de denegación los desarrolla el *Reglamento Delegado UE 392/2017, de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016*, en su artículo 89 y siguientes. La Sociedad de sistemas debe evaluar si la entidad emisora solicitante cumple con medidas aptas respecto de los riesgos jurídicos, los riesgos financieros y los operativos. En concreto sobre los riesgos jurídicos la Sociedad de Sistemas debe evaluar “*si el participante solicitante no puede cumplir los requisitos legales aplicables a la participación en el sistema de liquidación de valores gestionado por*

---

<sup>686</sup> El artículo 89 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, en el Capítulo XIII, sobre el *Acceso a los DCV, SECCIÓN 1 Criterios que justifican la denegación de acceso* y referente a los riesgos citados en el texto, los relativos a los emisores se detallan del siguiente modo:

*Riesgos que deben tener en cuenta los DCV y las autoridades competentes:*

*1. Cuando, de conformidad con el artículo 33, apartado 3, el artículo 49, apartado 3, el artículo 52, apartado 2, o el artículo 53, apartado 3, del Reglamento (UE) nº 909/2014, los DCV lleven a cabo una evaluación exhaustiva de riesgos a raíz de una solicitud de acceso de un participante solicitante, un emisor, un DCV, una ECC o un centro de negociación, así como cuando una autoridad competente evalúe las razones de la negativa de un DCV a prestar servicios, deberán tener en cuenta los siguientes riesgos derivados del acceso a los servicios del DCV:*

- a) los riesgos jurídicos;*
- b) los riesgos financieros*
- c) los riesgos operativos. .../...*

<sup>687</sup> Si se trata de la *negativa a prestar el servicio* como DCV, tanto el art. 49.3 del *Reglamento UE 909/2014*, como el derogado art. 112.2 LMV, indican que el DCV, la Sociedad de Sistemas, puede negarse a prestar el servicio, aunque las causas de denegación están limitadas por el art. 49.3 del *Reglamento europeo*: “*Esta denegación deberá sustentarse necesariamente en los resultados de un análisis de riesgos exhaustivo, o en el hecho de que el DCV no preste los servicios contemplados en el anexo, sección A, punto 1, en relación con valores emitidos al amparo del Derecho de sociedades u otra legislación similar del Estado miembro de que se trate*”. En cuanto al análisis de riesgos exhaustivo que debe realizar, el art. 89 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, detalla con mayor precisión qué debe comprender el análisis, véanse los apartados 3, 8 y 12 especialmente.

*el DCV, o no proporciona al DCV la información necesaria para que este pueda evaluar el cumplimiento, incluidos los posibles dictámenes jurídicos o instrumentos jurídicos requeridos”, según el art. 89.2.a del Reglamento Delegado UE 392/2017. Más en concreto, el apartado 3.b de ese mismo artículo, referido expresamente a los riesgos jurídicos añade que el DCV (y su autoridad competente) deben evaluar “si el emisor no puede garantizar que los valores se hayan emitido de tal modo que el DCV pueda asegurar la integridad de la emisión, de conformidad con el artículo 37 del Reglamento (UE) 909/2014”.*

La Circular nº 6/2017 de 4 de septiembre<sup>688</sup>, de la Sociedad de Sistemas, en su Norma 2ª, establece que las entidades emisoras deberán *solicitar expresamente la aceptación de dicha designación*, que deberá ser contestada en el plazo más breve posible y, en concordancia con lo expresado anteriormente, *“en todo caso, en un plazo máximo de tres meses”*, aceptando o rechazando la designación<sup>689</sup>.

Producida la aceptación, la Sociedad de Sistemas y la emisora firmarán el contrato de adhesión, cuyo formulario establece la Circular nº 6/2017, de 4 de septiembre, sobre *Entidades emisoras*. La aceptación o rechazo es anterior evidentemente a cualquier acto de inscripción en el registro central y anotación de los valores, y la aceptación supone el establecimiento de relaciones jurídicas, conforme se ha indicado, de carácter contractual<sup>690</sup> aunque fuertemente intervenidas por las normas europeas y nacionales.

---

<sup>688</sup> Esta Circular mantiene exactamente la misma redacción que la anterior derogada, la Circular 04/2016, de 29 de noviembre.

<sup>689</sup> La Norma 2ª de la Circular 6/2017, de la Sociedad de Sistemas sobre entidades emisoras, establece: *“Una vez recibida la solicitud, IBERCLEAR la tramitará dando una respuesta a la entidad emisora solicitante a la mayor brevedad posible y, en todo caso, en un plazo máximo de tres meses. IBERCLEAR podrá no aceptar la designación basándose en un análisis exhaustivo de riesgos o bien en los casos en los que IBERCLEAR no preste el servicio de registro inicial de los valores de la entidad emisora emitidos al amparo de la legislación aplicable en el Estado miembro de dicha entidad.*

<sup>690</sup> El art. 7 del RD 878/2015 impone que el emisor haga constar en el documento de emisión, además de la designación de la entidad encargada del registro contable, la denominación de los valores, de la entidad emisora, el número de valores y el valor nominal si proceden, y *“cualquier otra característica o condición relevante de los valores”* que tenga que ver con la naturaleza propia de los valores y que sean objeto de mención en la Ley de Sociedades de Capital y en el Reglamento del Registro Mercantil.

Si se trata de valores de nueva creación, o de nueva emisión de valores por parte de una entidad, pero distintos de los existentes con anterioridad, ha de producirse necesariamente esa designación y aceptación por parte de la Sociedad de Sistemas. Pero, si los valores de una nueva emisión coincidiesen en sus características (por ejemplo, acciones, obligaciones, o de otra clase, con igualdad de valor, derechos, y demás características) con valores previamente existentes, se trataría de una ampliación del número de los valores en circulación, por lo que el DCV debe ser el preexistente sin necesidad de nueva designación, en caso contrario se produciría una dualidad de depositarios para valores idénticos, que es precisamente lo que tanto el Reglamento europeo como el art. 8.1 TRLMV, tratan de evitar al exigir que se atribuya la llevanza del registro contable de cada emisión a un único depositario.

Además de lo dicho en §5.2.5.A), cabe recordar que la Sociedad de Sistemas “*la tramitará (la solicitud) sin demora y de manera no discriminatoria*”, y que esa aceptación está sujeta a un plazo de tres meses, según el art. 49.2 del *Reglamento UE 909/2014*, en el que, de modo categórico, dice “*dará una respuesta al emisor solicitante en el plazo de tres meses*”, no parece que deje opción a que el silencio sea la respuesta prevista por el legislador europeo, pero en caso de producirse, y, teniendo presente que la negativa a prestar el servicio ha de estar fundamentada, por prescripción expresa del art. 49.3 del Reglamento europeo, en los casos de silencio habrá que interpretar el mismo como aceptación por falta de la necesaria motivación de la negativa, pues las causas de denegación tasadas<sup>691</sup> son:

Cont. \_\_\_\_\_

El art. 3 del *Reglamento UE 909/2014*, no impone propiamente el registro de valores anotados en un único DCV, pues contempla la posibilidad de que el DCV que anote la constitución de los valores anotados, no sea el mismo que el DCV que lleve el registro contable de las transmisiones. La dicción de los arts. 37 y 38 dejan entrever que ha de ser, al menos un único DCV quien anote las transmisiones, al exigir que al menos un DCV lleve el control de toda la emisión y organice las medidas tendentes a mantener la integridad de la emisión. Por otra parte, el art. 25 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, habla en singular del “*DCV solicitante para garantizar la integridad de las emisiones de valores*”. En igual sentido el art. 26 y el 63, este último alude a la utilización de un depositario común para realizar la conciliación de saldos de valores.

<sup>691</sup> Art. 49.3 *Reglamento UE 909/2014*: “*Todo DCV podrá denegar la prestación de servicios a un emisor. Esta denegación deberá sustentarse necesariamente en los resultados de un análisis de riesgos exhaustivo, o en el hecho de que el DCV no preste los servicios contemplados en el anexo, sección A, punto 1,*

- a) porque un análisis exhaustivo de riesgos lo desaconseja,  
y b) porque no presta el servicio que se solicita.

Es decir, o se fundamenta la negativa en una de las causas previstas en el art. 49.3 del *Reglamento UE 909/2014* o es obligatoria la aceptación y llevanza del registro contable.

Para ello, la Sociedad de Sistemas debe comprobar los requisitos técnicos y operativos, que deben ser suficientes y fiables, de ahí que imponga la realización de pruebas, como se observaba en la derogada Circular 5/2013<sup>692</sup>, y actualmente en las normas 2 a 4, de la *Circular nº 4/2017, de 4 de septiembre, sobre procedimiento de adhesión de entidades al sistema de liquidación de valores gestionado por IBERCLEAR*, que se acepta también en el contrato de adhesión entre las participantes y la Sociedad de Sistemas, pues deben operar dentro de estrictos criterios de seguridad funcional y jurídica como exige el Reglamento Delegado UE 392/2017.

El sometimiento a las pruebas técnicas y demás requisitos operativos, no es propiamente una verificación de legalidad, ni siquiera de idoneidad de los valores a anotar<sup>693</sup>, sino de funcionalidad de la necesaria comunicación entre la Sociedad de Sistemas y la entidad emisora para la llevanza del registro<sup>694</sup>.

Cont. \_\_\_\_\_

*en relación con valores emitidos al amparo del Derecho de sociedades u otra legislación similar del Estado miembro de que se trate”.*

<sup>692</sup> La Circular nº 5/2013, de 27 de noviembre, está derogada, pero en la misma establecía: *Entidades Emisoras: requisitos formales, funcionales y técnicos*. De conformidad con el art. 25.2 del TR del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, la Circular nº 06/2017, de 4 de septiembre, sobre *Entidades Emisoras de Valores*, en su Norma 6.3, establece que: *“A los efectos de recibir las comunicaciones previstas en la presente Norma, las entidades emisoras deberán contar con sistemas de intercomunicación que cumplan con los requisitos especificados en la normativa de IBERCLEAR”.*

<sup>693</sup> La admisión o no de los valores a negociación corresponde a las Bolsas de Valores.

<sup>694</sup> Conforme al art. 95.1 TRLMV: *Liquidación de derechos u obligaciones de contenido económico asociados a los valores. La entidad emisora comunicará con antelación suficiente a la sociedad rectora de los mercados secundarios oficiales en los que, a su solicitud, estén admitidos a negociación sus valores, así como al depositario central de valores encargado del registro de los mismos, los derechos u obligaciones de contenido económico que los valores generen tan pronto se haya adoptado el acuerdo correspondiente”.* El art. 84 del RD 878/2015 es muy escueto al respecto y no aclara entre quienes deben establecerse las comunicaciones. Téngase presente que dicha complementariedad es necesaria para el caso de ejercicio de

El art. 49.4 del Reglamento europeo dice:

*“En caso de negativa, el emisor solicitante tendrá derecho a reclamar ante la autoridad competente del DCV que haya denegado la prestación de servicios.*

*Esa autoridad competente<sup>695</sup> examinará debidamente la reclamación, analizando las razones de la negativa esgrimidas por el DCV, y dará al emisor una respuesta razonada.*

*.../... Cuando la negativa de un DCV a prestar servicios a un emisor se considere injustificada, la autoridad competente responsable dictará una resolución requiriendo al DCV a prestar servicios a dicho emisor”.*

Cabe pensar que la negativa injustificada a prestar el servicio, sólo se producirá tras el requerimiento de la CNMV a aceptar la designación, y ello significaría incumplimiento de obligaciones legales, no puede ser contractual porque aún no se ha realizado el acuerdo entre las partes, pero sí puede originar daños. La responsabilidad por daños es independiente de la responsabilidad administrativa, y, por esta última, el art. 288.1.i) establece que puede ser sancionada la Sociedad de Sistemas por *“el incumplimiento del deber de conceder acceso tras haber sido requerido<sup>696</sup> por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con los artículos 49 a 53”.*

Se trae a colación por los problemas, no sólo por la indeterminación del daño, sino por la apreciación de la causa por la que deba responder, porque la negativa a prestar el servicio como depositario central, está sujeta a un análisis riguroso de riesgos, que entraña un juicio de valor y, como tal, susceptible de interpretación, debe valorarse cada caso concreto y examinar la fundamentación que sirve de base a la negativa, salvo que se trate de una negativa injustificada. Se considera conveniente traer aquí la

Cont. \_\_\_\_\_

derechos en operaciones financieras y societarias o eventos corporativos. El art. 23 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas imponga que se realicen mediante la intervención de una participante.

<sup>695</sup> Puede verse el *procedimiento para la denegación de acceso* en el art. 90 del Reglamento Delegado UE 392/2017.

<sup>696</sup> El art. 63.1.i) del *Reglamento UE 909/2014*, sólo habla de *“denegación indebida por parte del DCV a otorgar los diferentes tipos de acceso, infringiendo así los artículos 49 a 53”.*

matización que introduce el art. 288.1 de la LMV, por la que sólo sancionará en caso de “*incumplir el requerimiento hecho por la CNMV de conceder acceso al DCV*” y puede servir de guía para establecer el supuesto a partir del cual la responsabilidad es clara y podría exigirse responsabilidad por daños.

### 1.2. *Primera inscripción de las emisiones en el registro central: supuestos.*

La legislación europea es bastante exhaustiva en algunos casos, como ocurre con el “*Acceso a los DCV*”, que, además de las disposiciones del *Reglamento UE 909/2014*, deben ajustarse a los criterios del *Reglamento Delegado 392/2017* y el *Reglamento de ejecución 394/2017* como se ha visto. Sin embargo, en el caso de la primera inscripción de valores, no existe una regulación europea porque el Reglamento europeo se dirige a sistemas de registro diversos (véase Considerando 39 del *Reglamento UE 909/2014*), como puede ser la existencia de registro único o de doble escalón, de tenencia directa o indirecta, por lo que la concreta ejecución de la primera inscripción depende del sistema de que se trate y de la normativa nacional.

Si se ha aceptado la designación y se cumplen los requisitos que se señalan en el contrato de adhesión<sup>697</sup> (tal y como se ha explicado anteriormente) previsto en la Circular 4/2017, de 4 de septiembre, la primera inscripción en el registro central es ineludible, y se trata de una obligación de resultado por las mismas razones expuestas en el Capítulo anterior<sup>698</sup>, pues, o se realiza o no existe. Esta primera inscripción es

---

<sup>697</sup> Se trata de un contrato de adhesión, “*sin margen para la negociación bilateral*” LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (obra citada), pág. 50 in fine.

<sup>698</sup> En la medida en la que sea pertinente trasladar a la Sociedad de Sistemas los criterios de responsabilidad de los registros públicos puede verse, sobre responsabilidad del Registrador por la falta de la primera inscripción, a ESTRUCH ESTRUCH, Jesús *La responsabilidad civil del Registrador*. Ed. Fundación registral, 2014; pág. 134 y ss. CHICO Y ORTIZ, José María y BONILLA ENCINA, Juan Francisco: *Apuntes de derecho inmobiliario registral*. Ed. Marcial Pons, Madrid 1968. Tomo I; pág. 363 y ss.

constitutiva de las anotaciones en cuenta como tales (art. 10.1 TRLMV)<sup>699</sup> y es desde entonces cuando adquieren todas sus características como tales valores anotados y se aplican los principios de legitimación e irreivindicabilidad de los titulares inscritos que, si están correctamente anotados, sólo podrán ser rectificadas mediante resolución judicial (arts. 11 y 13 TRLMV).

Si se designa a la Sociedad de Sistemas como registradora de los valores, los emisores están obligados a seguir las pautas que marca la LMV, porque existe previsión al respecto en el art. 9 LMV:

*“Sistema de registro y tenencia de valores.*

*1. Todo depositario central de valores que preste servicios en España adoptará un sistema de registro compuesto por un registro central y los registros de detalle a cargo de las entidades participantes en dicho sistema”.*

Dado lo escueto del precepto es necesario acudir al RD 878/2015, y a su art. 39, en el que habla de la primera inscripción en los DCV, que sólo señala dos requisitos para los valores que se negocien en los mercados o vayan a negociarse<sup>700</sup>:

a) Que la Sociedad de Sistemas *tenga a su disposición copia del documento de la emisión*<sup>701</sup> *a que se refiere el artículo 7 o, en su caso, el artículo 11; y*

---

<sup>699</sup> Véase MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: *Valores mobiliarios anotados en cuenta* (Obra citada, pág. 180). GONZÁLEZ CASTILLA, Fco. *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada, pág. 172), para quien se trata de una inscripción constitutiva. ESPINA, Daniel *Las anotaciones en cuenta* (obra citada, pág. 293).

<sup>700</sup> Conviene recordar que no se exige que previamente hayan sido aceptados los valores a negociación en un mercado secundario o sistema multilateral, porque cabe la posibilidad de emitir valores que no vayan a negociarse inicialmente y solicitar posteriormente la salida al mercado. La Sociedad de Sistemas no realiza un control de legalidad pues el registro contable es instrumental.

<sup>701</sup> BENITO NAVEIRA, Jesús y SOLLOA MENDOZA, Ignacio: *La reforma de la post-contratación de valores en España*; en *Estabilidad Financiera*, núm. 28 (citado), pág. 77: *“La primera anotación de valores, tras la emisión y su alta en el correspondiente registro informático del DCV, constituye la función notarial del depositario central de valores. Los valores emitidos son suscritos por inversores, por lo que el DCV debe facilitar los procesos de pago de la emisión, así como el correspondiente registro de las unidades adjudicadas en las cuentas de los inversores, reconociéndoles su propiedad. Una vez realizada esta tarea, la emisión puede ser admitida a cotización”.*

b) Que las entidades participantes<sup>702</sup> cuenten con el consentimiento o la correspondiente orden de los suscriptores.

Se trata de requisitos previos a la inscripción en el Registro Mercantil según se desprende del art. 12.4 del RRM<sup>703</sup> pues el asiento de inscripción se practica previa certificación expedida por el *Servicio de Compensación y Liquidación de valores* (sic) si se trata de valores admitidos a negociación.

Se distingue la aceptación para llevar el registro de una emisión de la primera inscripción. Tras esa aceptación, el proceso continúa conforme a lo que determina el *Manual de procedimientos*, aprobado por la Sociedad de Sistemas en la *Circular 8/2017*, de acuerdo con la *Circular 7/2017*, debiendo facilitar la emisora los documentos pertinentes para la primera inscripción<sup>704</sup>, de conformidad con los arts. 8.1 y 39 del RD 878/2015. Se trata por tanto de delimitar los requisitos necesarios para realizar la primera inscripción de los valores en el entendido que deben ser susceptibles de negociarse adecuadamente en el mercado de valores.

---

<sup>702</sup> La cita a las entidades participantes es ineludible en los valores negociados o que se vayan a negociar, pues la legislación atribuye la intermediación en el mercado a las participantes de ahí que la Sociedad de Sistemas tenga previstos convenios con las infraestructuras de los mercados en la *Circular nº 6/2017*, sobre *“Acuerdos con mercados, sistemas de negociación, Entidades de Contrapartida Central y otras entidades”* y prevé en su norma 4ª que en los acuerdos en los que se establezca *“la apertura y llevanza de cuentas en IBERCLEAR, el registro de los valores en dichas cuentas se regirá por lo previsto en la Ley del Mercado de Valores, el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre y demás normativa concordante”*.

<sup>703</sup> Según el art. 124.4 del RRM: *“Cuando las acciones se representen por medio de anotaciones en cuenta, la designación de la entidad o entidades encargadas de la llevanza del Registro Contable y la incorporación al mismo de las acciones se hará constar mediante un asiento de inscripción, en el que se identifican la emisión o emisiones afectadas. Cuando las acciones estuvieran admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, la inscripción se practicará mediante certificación expedida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. En otro caso el título inscribible estará constituido por certificación del acuerdo del órgano de administración de la sociedad, con firmas legitimadas, unido a la aceptación de la sociedad o agencia de valores, que se acreditará en la forma prevenida en el artículo 142”*.

<sup>704</sup> La Norma 3.1 de la Circular 6/2017 establece: *“Los emisores de valores que hubieran designado a IBERCLEAR como entidad encargada del registro contable deberán depositar en la misma la documentación necesaria para la primera inscripción de los valores en el registro contable, así como la correspondiente a nuevas emisiones o amortizaciones o a cualesquiera modificaciones de las características de los mismos, de conformidad con lo establecido en el Real Decreto 878/2015.*

Para la constitución del registro central de la emisión (primera inscripción de los valores anotados) no existe el equivalente a una calificación previa<sup>705</sup>, la Sociedad de Sistemas no califica los documentos en virtud de los cuales se practica esa primera inscripción, no es semejante a la existente en los registros públicos al uso, el de la Propiedad y el Mercantil<sup>706</sup>. La Sociedad de Sistemas, no es su función ni la tiene atribuida inicialmente, pero sí debe comprobar los documentos que le presentan los emisores y las entidades participantes y su procedencia, por los que deba practicar la primera inscripción en el registro central. Corresponde a las participantes aportar la documentación necesaria siguiendo los protocolos establecidos, son quienes conocen a los titulares y saldos iniciales conforme a la suscripción de valores (en el caso de OPV o de suscripción), o las cuentas de clientes en los casos de existencia previa de títulos transformados en anotaciones, o preexistencia de las anotaciones.

A la Sociedad de Sistemas le corresponde comprobar, de acuerdo con el art. 39.1 y 2 del RD 878/2015, que tiene copia del documento de la emisión<sup>707</sup> (elaborado conforme a lo previsto en el art. 7 LMV y arts. 7 y 8 del RD 878/2015<sup>708</sup>) y que las

---

<sup>705</sup> En el mismo sentido, GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada, pág. 301): “Los datos jurídicos que tienen acceso al registro no son objeto de una calificación previa por parte de un funcionario público. .../... La falta de intervención de un funcionario público en la llevanza del registro contable no quiere decir que no se realice una valoración de los títulos de inscripción, tal y como demuestra el art. 50.2 RD 116/1992”.

<sup>706</sup> Véase por ejemplo el art. 59 del RRM, donde la calificación del Registrador puede “extender, suspender o denegar el asiento principal solicitado”, o su equivalente, el art. 18 para el Registro de la Propiedad, en ambos casos sujetos a realizar la calificación en el plazo de quince días.

<sup>707</sup> Véase §6.2.2.1.

<sup>708</sup> El *Artículo 7. Documento de la emisión*, del RD 878/2015, impone los requisitos que deben constar en el documento de emisión que se debe depositar en la Sociedad de Sistemas, en el que constan los elementos identificadores de la entidad emisora y de la emisión, el número de valores de que consta, valor nominal si procede, etc. y cualquier otra mención relevante, pues, conforme al apartado 4 de este artículo: “El contenido de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta vendrá determinado por el documento de la emisión y, en su caso, certificación prevista en los apartados anteriores”, y de ahí la remisión a la copia del documento de emisión que, ésta sí, ha de estar a disposición del público, tanto en la Sociedad rectora de la bolsa como en el DCV encargado de llevar el registro.

Lo dicho sobre el artículo 7, se complementa con, el *Artículo 8. Depósito del documento de la emisión*, establece que:

*1.La entidad emisora deberá depositar una copia del documento de la emisión ante la entidad encargada del registro contable con anterioridad a la práctica de la primera inscripción de los valores a que se refiera.*

entidades participantes cuentan con el consentimiento de los socios entre los que se encuentra verificar si las participantes cuentan con los documentos en los que conste *el consentimiento o la correspondiente orden de los suscriptores* (art. 39.2.b del RD 878/2015), en virtud de los cuales anotarán los saldos correspondientes en las cuentas de detalle, sin los cuales sería imposible anotar las sucesivas transmisiones, porque no podrían aplicarse los principios de legitimación y tracto sucesivo del artículo 13 LMV.

Fuera de ahí, el verdadero control de legalidad de la emisión corresponde a los que por Ley lo tienen atribuido, según el tipo de valor que se cree, como por ejemplo en la LSA<sup>709</sup> para las acciones y obligaciones corresponde a los notarios, registradores, y, caso de solicitar la negociación de los mismos, a la CNMV<sup>710</sup> y la Sociedad rectora que deba admitir los valores a negociación.

Pero las situaciones, en las que pueda encontrarse la Sociedad de Sistemas, por las que deba inscribir una emisión en el registro central de valores<sup>711</sup> son:

- A) Creación de valores anotados en cuenta por una emisora, o nueva emisión de éstos por parte de la entidad emisora, de los que vaya a solicitarse o se haya solicitado la negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación.

Cont. \_\_\_\_\_

*2. Antes de dicha primera inscripción, la entidad emisora deberá depositar otra copia del documento de la emisión ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que procederá a incorporarla al registro público contemplado en el artículo 92.c) de la Ley 24/1988, de 28 de julio.*

*3. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o un sistema multilateral de negociación, la entidad emisora deberá depositar otra copia del documento de la emisión ante su organismo rector.*

*4. Tratándose de valores que se negocien a través del Sistema de Interconexión Bursátil, el depósito podrá hacerse ante la Sociedad de Bolsas o ante cualquiera de las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores. La entidad que reciba el documento de la emisión realizará las copias necesarias, que hará llegar al resto de entidades anteriormente mencionadas.*

<sup>709</sup> Art. 20 de la LSC.

<sup>710</sup> Art. 7.2 TRLMV.

<sup>711</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores* (citado), pág. 36 y 37, habla de dos fases en la constitución del registro contable: una primera fase de constitución genérica de la emisión, en la que, tras los trámites oportunos se deposita copia en la Sociedad de Sistemas, y una segunda fase *“de constitución específica de los valores anotados, que se logra mediante su primera inscripción en el correspondiente registro contable”*.

- B) Existencia previa de valores anotados en cuenta, pero no negociados en mercados secundarios, ni en sistemas multilaterales de negociación (si el registro estaba atribuido a una entidad participante diferente del DCV) y que vayan a negociarse en los mercados de valores.
- C) Existencia de valores representados por títulos valores, no negociados, pero de los que vaya a solicitarse su negociación, o exista la intención de solicitarla en mercados secundarios o en sistemas multilaterales de negociación.
- D) Existencia previa de valores anotados o títulos extranjeros, negociados en otros mercados o sistemas multilaterales de negociación, sobre los que se solicite su negociación en los mercados españoles.

En el supuesto **A)**, el art. 39.1 y 2 del RD 878/2015, impone que la Sociedad de Sistemas practicará la primera inscripción<sup>712</sup> a favor de los suscriptores, *“en virtud de información remitida por la entidad emisora o la entidad agente que dicha emisora hubiera designado”*, cuando tenga copia del documento de la emisión<sup>713</sup> (conforme a lo previsto en el art. 7 LMV y arts. 7 y 8 del RD 878/2015<sup>714</sup>), y las entidades participantes

---

<sup>712</sup> El art. 20 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas es mucho más parco que el RD 878/2015, y no detalla siquiera los requisitos.

<sup>713</sup> Se deposita copia autorizada notarialmente por cuenta de la Entidad emisora o entidad agente (art. 39 RD 878/2015, art. 20 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas), que debe contener los requisitos de identificación de los valores, número de ellos, derechos y obligaciones de los mismos, o remisión a la Ley que los regule. Esta copia quedará a disposición del público. Es la misma exigencia del anterior RD 116/1992. GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada), pág.171, más extenso en pág. 266 y ss. donde hace referencia a la reforma del art. 26 de la LMV (hoy art. 36 TRLMV), en el que desapareció la mención expresa a la escritura a la que se refería el art. 6 de la LMV (hoy art. 7 TRLMV), sustituyéndola por la mención a los *“los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable”*, que da cabida a los folletos y a las menciones a la publicación en los boletines oficiales correspondientes (del Estado, Comunidades Autónomas...). Véase también ESPINA, Daniel: *Las anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 273 sobre el depósito previo de la escritura o documento que sirva de base para la constitución del registro contable.

<sup>714</sup> El *Artículo 7. Documento de la emisión*, del RD 878/2015, impone los requisitos que deben constar en el documento de emisión que se debe depositar en la Sociedad de Sistemas, en el que constan los elementos identificadores de la entidad emisora y de la emisión, el número de valores de que consta, valor nominal si procede, etc. y cualquier otra mención relevante, pues, conforme al apartado 4 de este artículo: *“El contenido de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta vendrá determinado por el documento de la emisión y, en su caso, certificación prevista en los apartados anteriores”*, y de ahí la

cuenten con el consentimiento o la correspondiente orden de los suscriptores. Son las participantes las que deben acreditar que cuentan con el consentimiento de los suscriptores, pero la Sociedad de Sistemas debe cerciorarse de la existencia y regularidad de la documentación de esos consentimientos<sup>715</sup>, conforme a la documentación aportada por el emisor o su agente.

En el supuesto **B)** los valores representados mediante anotaciones en cuenta ya existen, pero, al tratarse de valores no negociados, el registro central puede constituirse sobre esos valores ya existentes *“respecto de los que se haya solicitado o exista la intención de solicitar la admisión a negociación se producirá en virtud del traspaso del*

Cont. \_\_\_\_\_

remisión a la copia del documento de emisión que, ésta sí, ha de estar a disposición del público, tanto en la Sociedad rectora de la bolsa, como en el DCV encargado de llevar el registro.

Lo dicho sobre el artículo 7, se complementa con, el *Artículo 8. Depósito del documento de la emisión*, establece que:

*La entidad emisora deberá depositar una copia del documento de la emisión ante la entidad encargada del registro contable con anterioridad a la práctica de la primera inscripción de los valores a que se refiera.*

*2. Antes de dicha primera inscripción, la entidad emisora deberá depositar otra copia del documento de la emisión ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que procederá a incorporarla al registro público contemplado en el artículo 238.c) del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.*

*3. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o un sistema multilateral de negociación, la entidad emisora deberá depositar otra copia del documento de la emisión ante su organismo rector.*

*4. Tratándose de valores que se negocien a través del Sistema de Interconexión Bursátil, el depósito podrá hacerse ante la Sociedad de Bolsas o ante cualquiera de las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores. La entidad que reciba el documento de la emisión realizará las copias necesarias, que hará llegar al resto de entidades anteriormente mencionadas.*

<sup>715</sup> Si se refiere a valores anotados, suscritos tras una oferta pública de venta, el RD 1310/2005, establece: *“Artículo 43. Tramitación, formalización y liquidación de las ofertas públicas de venta o suscripción.*

*La tramitación, formalización y liquidación de las ofertas se realizará en la forma prevista en su folleto. Cuando la oferta tenga por objeto valores que vayan a negociarse en las bolsas de valores, se efectuarán a través de los sistemas y procedimientos y conforme al régimen de aseguramiento y garantía que tengan establecidos las bolsas de valores y la sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores”* Se entiende que corresponde actualmente a la Sociedad de Sistemas, pero la verificación de los requisitos de admisión corresponde a la CNMV (art. 6) y a la Sociedad rectora (art. 7). También interesa destacar que *“Cuando se realice una oferta pública con carácter previo a la admisión de los valores, la primera admisión no podrá realizarse antes de que finalice el período de suscripción”* (art.9.5), y también que *“La solicitud de admisión a negociación de acciones de una clase deberá comprender todas las acciones de esa clase. Si ya hay acciones de esa clase admitidas, deberá comprender todas las nuevas acciones de esa clase emitidas o que se vayan a emitir”* (art. 9.8).

*registro contable por parte de la entidad encargada al depositario central de valores” (art. 39.3 RD 878/2015).*

Hasta ese momento el encargado de llevar el registro contable puede ser cualquier entidad de las autorizadas conforme a los arts. 8.2 LMV y 48 del RD 878/2015, incluida la propia Sociedad de Sistemas, pero desde que se solicite la negociación en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación o vaya a solicitarse, dichos valores sólo puede llevarlos un DCV, la Sociedad de Sistemas, según dispone el art. 31 del RD 878/2015. Conforme al *Manual de Procedimientos*, la Sociedad de Sistemas se coordina con la anterior entidad encargada para el traspaso ordenado de las cuentas.

Si no se solicitase la admisión en los plazos previstos en el folleto de emisión o de oferta pública, o se denegase la admisión, de conformidad con los arts. 31 y 37 del RD 878/2015, la Sociedad de Sistemas *“adoptará las medidas precisas para el traspaso de los valores a los registros de la entidad designada por la entidad emisora salvo que esta decida que la llevanza del registro contable le siga correspondiendo al depositario central de valores”*. Si se produce la baja de la emisión en el registro central, la Sociedad de Sistemas está facultada para exigir a las participantes cuantos datos estime oportunos para dar de baja los valores y realizar un traspaso ordenado a otra entidad.

En el supuesto **C)** cabe la posibilidad de que el registro central de los valores se constituya por transformación de títulos valores en anotaciones en cuenta, porque *“hayan solicitado, o exista la intención de solicitar la admisión a negociación en un mercado secundario oficial, o en un sistema multilateral de negociación”*. En este caso, conforme al art. 39.4, del RD 878/2015, ha de procederse a su transformación en anotaciones cumpliendo las disposiciones y plazos del art. 4 del Real Decreto<sup>716</sup>.

---

<sup>716</sup> Según dicho art. 4 del RD 878/2015, para proceder a la constitución del registro central es necesario el *acuerdo adoptado con los requisitos legales exigibles*. Dado que los valores ya existían, aunque en forma de títulos, este artículo 4 dispone que, tras el acuerdo citado, se constituye el registro y se anotan las titularidades de los valores desmaterializados *“a medida que los titulares vayan presentando sus títulos ante la entidad encargada del registro contable”*. El comentado artículo regula la publicación en el BORM, de los plazos de presentación de títulos para su transformación, los efectos de la no conversión en los plazos marcados y la venta de los títulos si no se realiza dicha conversión y depósito del importe. También regula la posibilidad de proceder a la destrucción de los títulos convertidos en anotaciones.

Realizada la conversión la Sociedad de Sistemas controlará los requisitos expuestos anteriormente, los operativos y los del **supuesto A)**, además de los dispuestos en este artículo 4 del RD 878/2015.

En el supuesto **D)**, el art. 38 del RD 878/2015 contiene una disposición expresa, pues, al tratarse de valores extranjeros<sup>717</sup> es posible que tanto su representación como su régimen jurídico difieran de la legislación española, por ello implanta el siguiente régimen:

*Artículo 38. Registro contable de valores extranjeros.*

*El sistema de registro previsto en este capítulo se aplicará a los valores extranjeros que estén registrados en un depositario central de valores español, sin que ello determine cambio en su sistema de representación y, por consiguiente, con independencia de que los mismos permanezcan incorporados a títulos o estén desmaterializados de acuerdo con la legislación de origen respectiva.*

Ello significa que puede darse la circunstancia de llevar el registro contable de valores representados mediante títulos, que necesariamente han de estar inmovilizados en el DCV de origen<sup>718</sup>. Pero también, y más importante, que debe mantener una exacta correlación entre los valores *afectos al mercado español*<sup>719</sup>, gestionados por la Sociedad

---

<sup>717</sup> Sobre qué valores tienen la consideración de extranjeros véase el *Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.*

<sup>718</sup> Véase el Reglamento UE 909/2014: art. 2.1.3): “«inmovilización»: la acción de concentrar la ubicación de valores físicos en un DCV de un modo que permita que las transferencias posteriores se realicen mediante anotaciones en cuenta”. Y el art. 3.1: “Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 2, todo emisor establecido en la Unión 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”.

<sup>719</sup> El RD 827/2017, de 1 de septiembre, ha reformado el RD 878/2015, y del art. 38 transcrito en el texto, ha desaparecido el apartado 2, el cual decía: “La suma de los saldos de las cuentas de dichos valores extranjeros en un depositario central de valores deberá coincidir en todo momento con los que, *afectos al mercado español, estén registrados en otro depositario central de valores o se mantengan en depósito o registrados por una entidad habilitada a este efecto. En este caso, y sin perjuicio de los deberes del depositario central de valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá imponer que una entidad financiera con una solvencia suficiente se haga responsable del mantenimiento de esa correspondencia.*”

de Sistemas, con los que tenga asignados en la cuenta del Depositario Central de Valores originalmente designado por el emisor en otro país y mercado. El control y responsabilidad de esa correspondencia de valores deberá realizarse por la propia Sociedad de Sistemas y por el DCV de origen, pues es una obligación impuesta en el art. 37.2 del *Reglamento 909/2014*, que dispone la adopción de medidas de cooperación entre ambos DCV para llevar a cabo la conciliación de valores, aunque sólo una ostentará la condición de DCV registrador central.

No existe una regulación europea detallada sobre el supuesto, y así lo expresa el Considerando 11 del *Reglamento UE 909/2014*: “*El presente Reglamento no debe imponer un método en particular para el registro inicial de las anotaciones en cuenta, que puede consistir en una inmovilización o en una desmaterialización de partida.*”

### *1.3. Sobre la verificación de los requisitos y anotaciones de la primera inscripción.*

Estando diseñado el sistema de registro para que pueda operar de forma automatizada, la Sociedad de Sistemas debe comprobar los requisitos<sup>720</sup>, de carácter técnico y operativo, necesarios para desplegar la actividad de liquidación y registro, que

Cont. \_\_\_\_\_

*añadiendo esta función, en su caso, a las de relación con la entidad emisora que pueda desempeñar*”. Esta facultad que se otorgaba a la CNMV, de designar una entidad financiera que se hiciese responsable de la integridad de la emisión, además de resultar gravosa para la designada, chocaba con la dicción del art. 37 del *Reglamento 909/2014* que impone la responsabilidad directamente a los DCV. El Preámbulo del Real Decreto de modificación, aunque se refiere también a los valores extranjeros, no aporta justificación a la derogación de la obligación de designar una entidad financiera responsable de la integridad de los valores asignados para negociación en los mercados nacionales, cabe pensar que la desaparición está fundada en lo dicho sobre el art. 37 del Reglamento europeo.

<sup>720</sup> No se trata de requisitos de idoneidad de los emisores o los valores, que corresponde su comprobación a la CNMV conforme a lo dispuesto en los arts. 6 a 10 del RD 1310/2005, sino de requisitos operativos, sin los cuales no pueden negociarse, identificarse o transmitirse correctamente. Conforme al art. 75 del *Reglamento Delegado UE 393/2017*, la Sociedad de Sistemas debe contar con sistemas informáticos “*concebidos para cubrir sus necesidades operativas y los riesgos operativos a que se enfrentan*”. Y, según el apartado 2 de este artículo, “*los sistemas de los DCV dispondrán de capacidad suficiente para procesar todas las operaciones antes del final del día, incluso en caso de perturbaciones importantes*”

debe proporcionar la propia entidad emisora ajustándose a los formatos requeridos por la Sociedad de Sistemas, como son la referencia del Código ISIN asignado a los valores en cuestión<sup>721</sup> (art. 32.1 RD 878/2015, véase §5.2.7), o cerciorarse que la emisora cumple con el *sistema de codificación único y estandarizado de cuentas* al que se refiere el art. 35.1 del RD 878/2015.

La Sociedad de Sistemas puede exigir a las entidades emisoras un grado de operatividad y comunicación conforme a los estándares técnicos adoptados, entre otras razones, para facilitar la tramitación de los eventos de carácter corporativo, obligaciones que puede exigir la Sociedad de Sistemas y que, según el apartado 2º del art. 35 del RD 878/2015, *“permitirá obtener para cada emisión<sup>722</sup> información, al menos, sobre la identidad del titular que figure en el registro, el saldo de valores, las fechas relevantes, transacciones que den lugar a una variación del saldo y, cuando sea posible identificarlo, el precio de estas, así como la existencia de cualquier derecho o gravamen que afecte a los valores anotados, su fecha de constitución y de cancelación”<sup>723</sup>.*

En cuanto a los plazos para la primera anotación en el registro central, el art. 5 del *Reglamento UE 909/2014*, deja fuera de los plazos previstos expresamente al registro inicial de los valores, pues la norma se refiere a la liquidación, sin embargo, lo aclara expresamente al disponer que:

---

<sup>721</sup> La asignación corresponde a la Agencia Nacional de Codificación de Valores dependiente de la CNMV, según dispone la Disposición adicional primera del RD 878/2015, desarrollada por la *Circular 2/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación* y la *Norma técnica 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en sus funciones de codificación de valores negociables y otros instrumentos de naturaleza financiera, sobre estructura de los códigos*. Este código es necesario porque es el que identifica y distingue a cada emisión.

<sup>722</sup> En la redacción original de este apartado la referencia era a *“cada clase de valor”*. Por otro lado, no pueden desconocerse las exigencias que plantea el art. 55 del *Reglamento Delegado UE 3927/2017*, aunque la recopilación de datos que impone ahí, no están expresamente referidos a que deban constar en el registro contable.

<sup>723</sup> Se trata de requisitos necesarios, no sólo para la constitución del registro central y primera anotación de los valores, sino también para la admisión a negociación de los valores en los mercados correspondientes, como se desprende de los arts. 33 a 36 de la LMV, por lo que también es de interés para la propia emisora pues, conforme al art. 36.1 de la LMV, debe proceder a la acreditación y registro ante *“la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable”*.

*“Este requisito no se aplicará .../... a la primera operación en la que los valores negociables en cuestión sean registrados por vez primera en forma de anotación en cuenta con arreglo al artículo 3, apartado 2”.*

Ni la Ley del Mercado de Valores, ni el RD 878/2015, ni el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, ni ninguna Circular, establecen un plazo para la constitución del registro central de valores, ni para realizar la primera inscripción de los mismos, a diferencia de la aceptación que sí tiene plazo señalado.

La constitución del registro central siempre es previa a la admisión a negociación y a la propia negociación de los valores conforme a lo dispuesto en el art. 39, apartados 1, 3 y 4 del RD 878/2015, que, imponen esta inscripción en el registro central como requisito previo y necesario a la admisión y negociación<sup>724</sup>.

El art. 23 del TR del Reglamento de la Sociedad de Sistemas<sup>725</sup>, habla de *“requerimientos objetivos de las pruebas de funcionamiento de los sistemas que deban realizar con carácter previo dichas entidades”*, que atañe tanto a las entidades agentes como a las propias emisoras. Por tanto, cabe concluir que la entidad emisora que designe a la Sociedad de Sistemas como responsable del registro contable (tras aceptar la designación), debe cumplir con los requisitos de medios, protocolos y pruebas de funcionamiento y verificación que disponga la Sociedad de Sistemas, en caso contrario sería inviable técnicamente.

---

<sup>724</sup> Art. 39.1 del RD 878/2015: *“La inscripción a favor de los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta respecto de los que se solicite o exista la intención de solicitar la admisión a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación se practicará por el depositario central de valores en el registro central y por sus entidades participantes...”*.

<sup>725</sup> La norma no está concretamente referida a la constitución del registro central, pero da idea del modo de funcionar la Sociedad de Sistemas, así el TR Reglamento de la Sociedad de Sistemas dispone: *Artículo 23. Ejercicio de derechos en operaciones financieras y societarias: eventos corporativos:*

*2. .../... La Sociedad de Sistemas especificará los formatos y procedimientos de comunicación que habrán de ser utilizados por las sociedades emisoras y las entidades agentes designadas, así como los requerimientos objetivos de las pruebas de funcionamiento de los sistemas que deban realizar con carácter previo dichas entidades.*

La primera inscripción se entiende que se producirá cuando se hayan completado los requisitos operativos necesarios y verificado los mismos<sup>726</sup>. Cabe pensar que prevean o pacten plazos entre la Sociedad de Sistemas y las emisoras<sup>727</sup> para realizar todas las operaciones previas necesarias, y así constaba en la derogada Circular 5/2013. Era ilustrativa pues decía: “*planificarán entre ambas el orden y los plazos de las pruebas de transmisión*”. Hoy la Circular nº 6/2017, simplemente alude a la obligación de las emisoras de sujetarse a lo que disponga el Manual de Procedimientos.

La primera inscripción en el registro central, al margen del acto formal de anotación en las cuentas necesarias, requiere para la correcta anotación, la comunicación<sup>728</sup> con las entidades participantes que llevan las cuentas de detalle, y en su caso con los emisores<sup>729</sup>, por tanto, o es correcto y operativo este registro inicial (del

---

<sup>726</sup> Véase lo dicho sobre la Circular nº 5/2013, y en particular, el hecho de que las sucesivas Circulares dictadas a partir de 2016 para dar cumplimiento a la adaptación al Reglamento UE 909/2014 y las reformas de la Ley del Mercado de Valores, no contienen una disposición semejante, ni tan precisa en esos aspectos técnicos y funcionales. Esta previsión la contempla el art. 25.2 del TR del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: *La Sociedad de Sistemas establecerá mediante Circular las obligaciones exigibles a tales entidades emisoras de valores, que incluirán la de proporcionar las especificaciones necesarias para hacer posible la tramitación y ejecución de las operaciones financieras y societarias conforme a lo previsto en el artículo 23 de este Reglamento.*

<sup>727</sup> Así se desprende de la Circular 5/2013 de la Sociedad de Sistemas: “*Norma 4ª.- Disponibilidad y contenido de las pruebas.1 Una vez recibida la solicitud del servicio junto con el formulario de identificación al que se hace mención en la Norma 1ª, IBERCLEAR iniciará la conexión de la emisora a su red de comunicaciones y **planificarán entre ambas** el orden y los plazos de las pruebas de transmisión*”.

<sup>728</sup> La naturaleza del sistema de registro de anotaciones, exige una comunicación constante con los mercados por un lado y las entidades participantes, responsables de los registros de detalle, por otro, e incluso con los emisores si se trata de acciones nominativas, tal y como prevé el art. 23.1 del RD 878/2015. De ahí la necesidad de adoptar estos protocolos y pruebas necesarias para su *funcionamiento*, se trata de un sistema de registro dinámico en el que, a partir de esa primera inscripción que supone el registro central y con el inicio de la negociación de los valores en el mercado, las anotaciones, las altas y bajas en las respectivas cuentas son frecuentes.

<sup>729</sup> *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014*, (citado), pág. 38: “*Cuando se trate de valores cuyo registro inicial se encomiende a IBERCLEAR, el alta de un nuevo código de valor en el Sistema se realizará utilizando la denominada “Cuenta Técnica de Emisión”, en la que se debitará la totalidad de valores o nominales correspondientes al nuevo código de valor para su abono, con carácter simultáneo, en las cuentas mantenidas por las entidades en el Registro Central mediante un movimiento de doble partida.*

*El Lote de Control quedará reflejado en el saldo de la Cuenta Técnica de Emisión y resultará equivalente a la totalidad de valores o nominales que integran la emisión codificada bajo un mismo código de valor.*

*Cuando se trate de valores extranjeros que se hayan incluido en el Sistema con motivo de la apertura de cuentas de IBERCLEAR en otro DCV o de la participación de una entidad de enlace, IBERCLEAR utilizará la*

que dependen también los de detalle), o carece de sentido poner en funcionamiento un registro contable que no cumpla con las funciones y expectativas para el que está diseñado.

En todos los casos se aplica el art. 25 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, y la Circular 6/2017, Normas 3ª a 6ª y el Anexo A referido a la *“solicitud de aceptación de IBERCLEAR”* en la que se comprometen las emisoras *“a cumplir, de conformidad con la redacción que esté vigente en cada momento, con el Reglamento de IBERCLEAR, la Circular de Emisores, el Manual de Procedimientos aprobado por IBERCLEAR, en lo que atañe a entidad emisoras”*.

Por cuestiones de seguridad, tanto los procedimientos como los sistemas informáticos correspondientes, deben ser puestos a prueba y verificados para el correcto funcionamiento y creación del registro central inicial de la emisión, además de dar cumplimiento a la Norma 6ª apartado 3 de la Circular 06/2017, sobre la obligación de la emisora de *“contar con sistemas de intercomunicación que cumplan con los requisitos especificados en la normativa de IBERCLEAR”*. Tiene especial relevancia en orden a determinar el momento, o plazo en el que debe realizarse la primera inscripción, porque no puede realizarse sin que los sistemas y protocolos de comunicación entre la Sociedad de Sistemas y la emisora funcionen adecuadamente.

La primera anotación en el registro central de valores concluye con la comunicación de los saldos definitivos asignados a las entidades participantes. Téngase presente que, conforme a lo expuesto anteriormente, existe unidad de registro, aunque compartido con las entidades participantes en el sistema de doble escalón adoptado. El Reglamento de la Sociedad de Sistemas, en el art. 20 sobre la primera inscripción de valores, dice: *“La Sociedad de Sistemas comunicará a las entidades con cuentas en el Registro Central el saldo que les ha sido anotado en sus cuentas como consecuencia de la primera inscripción y éstas, a su vez, realizarán la inscripción de los valores en sus*

Cont. \_\_\_\_\_

*denominada “Cuenta Técnica Espejo” para reflejar el total de valores extranjeros anotados por código de valor en el Sistema como consecuencia de las inclusiones que efectúen sus entidades participantes. En este caso, el Lote de Control de cada ISIN será el saldo recogido en la Cuenta Técnica Espejo y se corresponderá con el saldo que se mantiene en el registro de origen a favor del Sistema español.*

*Registros de Detalle, quedando los valores anotados a nombre de cada titular*<sup>730</sup>. Es el momento en el que se producirá el volcado definitivo de los datos de cuentas, saldos y titularidades, y en el que dejará de operar el sistema anterior en caso de existencia previa de valores, tanto si era en forma de títulos como si eran anotaciones en manos de una entidad participante.

Se trata de una cuestión esencial en el sistema de doble escalón por varias razones.

- La primera porque a las entidades adheridas incumbe realizar sus propias inscripciones en los registros de detalle, necesarias para la correcta inscripción de los saldos que corresponden a cada titular mediante el desglose de las cantidades globales anotadas a las participantes en el registro central en las cuentas generales, a partir de cuyo momento el sistema de registro estará completo en su doble escalón.
- La segunda, porque con esta primera inscripción en ambos escalones se constituyen los valores como tales anotaciones en cuenta si eran de nueva creación (art. 10 LMV).
- En tercer lugar, la anotación en las cuentas es la que otorga la legitimación a los titulares e iniciar, o continuar en su caso, el tracto sucesivo en las posteriores transmisiones (art. 11 LMV).
- La cuarta, porque queda definido el número exacto de valores sobre el que se aplicarán las medidas de conciliación y comprobar la integridad de la emisión.

Esta primera inscripción se realiza sobre la base de una comunicación de doble sentido, porque la inscripción se practica en virtud de *“información remitida por la entidad emisora o la entidad agente que dicha emisora hubiera designado”* (art. 49.1 RD 878/2015), información facilitada y conocida por las entidades adheridas (art. 49.2.b del

---

<sup>730</sup> El sistema está diseñado para que prácticamente la anotación sea simultánea en ambos registros, el central y el de detalle, que facilita la adopción del sistema de codificación implantado que facilita los automatismos.

RD 878/2015), en los casos de primera inscripción, o, cuando se trata de suscripción pública de valores, *“acreditándose ante el depositario central de valores y ante sus entidades participantes quiénes son los titulares”* (at. 49.3 del RD 878/2015). Es de doble sentido porque, tras la anotación en el registro central, la Sociedad de Sistemas debe comunicar a las participantes la inscripción de los saldos que corresponden a las participantes. Las entidades participantes deben verificar y rectificar en su caso las inexactitudes. Como se ha señalado en párrafos anteriores, tanto los retrasos como las inexactitudes, juegan también en esa doble dirección<sup>731</sup>, siendo responsable cada uno de la exactitud y cumplimiento de los plazos en sus respectivos registros contables.

A partir del momento en que se hayan cumplido los trámites de admisión y verificación de los sistemas y protocolos de comunicación, y practicada las anotaciones correspondientes, está completa la primera inscripción en el registro central, pero existe la posibilidad de que la anotación se produzca con inexactitudes. No puede ocultarse la trascendencia de la corrección en la primera inscripción, de ella dependerá en gran medida la corrección de las sucesivas anotaciones que, en caso contrario, pueden acarrear graves trastornos<sup>732</sup>.

Sólo incumbe a la Sociedad de Sistemas apreciar aquellas inexactitudes que conciernen a, cuentas, saldos, titularidades y derechos que constituyen la primera anotación por parte de la Sociedad de Sistemas, es decir, las que afectan a las cuentas propias de las entidades participantes, las generales de terceros y las de llevanza segregada por la Sociedad de Sistemas, y dentro de estas cuentas, debe cerciorarse de los datos que deben constar en cada anotación, como identidad de los titulares, valores afectados por situaciones concretas, etc. (las menciones a las que se refiere el art. 35.2

---

<sup>731</sup> Art. 20.2 del TR del Reglamento de la Sociedad de Sistemas. Véase también la Circular nº 06/2017, de 4 de septiembre, sobre entidades emisoras de valores.

<sup>732</sup> En el entendido que no pueden considerarse como inexactitudes las que atañen al contenido de los valores anotados porque éste viene definido en la escritura de creación o documento de emisión y siempre estarán referidos a lo que resulte de aquellos documentos a los que se refiere el art. 7 TRLMV.

del RD 878/2015<sup>733</sup>), sin olvidar que, en esta primera inscripción, los datos identificativos, proceden de los propios emisores o las entidades participantes, según se ha visto en el art. 39 del RD 878/2015, que debe tenerse presente a la hora de determinar posibles responsabilidades.

Las inexactitudes en las cuentas generales de tercero de la Sociedad de Sistemas, sólo pueden referirse al saldo asignado a las entidades participantes<sup>734</sup> que es lo único que conoce la Sociedad, pues las titularidades y demás circunstancias sólo constan en los registros de detalle de las participantes. Las inexactitudes sólo serán las que no se corresponden con los datos aportados por los emisores y entidades participantes, bien porque se han anotado incorrectamente los saldos en cuentas de participantes diferentes, bien por errónea atribución de saldos. Aunque posible, es improbable la inexactitud del saldo global inicial de valores distribuido entre las cuentas, no tiene sentido que pueda iniciarse la negociación de valores en el mercado si no existen unos saldos exactos de valores coincidentes con los de la emisión, los reflejados en la escritura o documento de la emisión.

Si el origen del error o inexactitud proviene de los documentos en cuya virtud se practican los asientos, la Sociedad de Sistemas sólo estará obligada a responder si sobre ella pesaba el deber de advertir el error, porque el error proviene de la documentación aportada por la emisora y participantes y porque, conforme al art. 20.2 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, *“La Sociedad de Sistemas comunicará a las entidades con cuentas en el Registro Central el saldo que les ha sido anotado en sus cuentas como consecuencia de la primera inscripción y éstas, a su vez, realizarán la inscripción de los valores en sus Registros de Detalle, quedando los valores anotados a nombre de cada*

---

<sup>733</sup> Aunque los arts. 54 y esencialmente el 55 del Reglamento Delegado UE 392/2017, exigen dejar constancia de innumerables datos, no requiere que deban figurar propiamente en el registro contable, pudiendo y bastando con que sea posible acceder a dichos datos, que, por otro lado, en el art. 55, se trata de identificadores de cuentas, saldos, valores, emisiones, cuentas de efectivo y valores, bancos en los que se hallan, etc.

<sup>734</sup> Sin perjuicio de lo que pueda detectarse por la labor de control y supervisión.

*titular*". Si las entidades participantes no comprueban la exactitud de los saldos atribuidos incurren en incumplimiento de sus propias obligaciones.

Recuérdese que puede subsanarse cualquier defecto, antes de la definitiva anotación y creación del registro central, y rectificar la inscripción, de conformidad con lo dispuesto en el art. 24 del RD 878/2015, siempre que se trate de *"errores puramente materiales o aritméticos que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento en cuya virtud se haya practicado la inscripción"*.

Lo dicho no puede obviarse, por cuanto puede ser un factor de concurrencia de culpas si, como sucede en la anotación inicial (no sujeta a plazo), comunicados los saldos y titularidades de las cuentas propias y de terceros a las entidades participantes, éstas no realizan la oportuna comprobación, en el caso de observar alguna discrepancia entre lo anotado y lo comunicado. Si no se resuelve de este modo aún cabe aplicar el art. 39 del TR Reglamento de la Sociedad de Sistemas, desarrollando el art. 72 del RD 878/2015<sup>735</sup> sobre resolución de reclamaciones e incidencias.

En caso contrario, la posibilidad de rectificación sólo se producirá cuando medie resolución judicial (art. 24.1 y 2 del RD 878/2015). Ello es así porque el art. 13 del TRLMV otorga legitimación registral al titular que aparezca legitimado *en los asientos del registro contable*, quien no está *sujeto a reivindicación a no ser que en el momento de la adquisición (a título oneroso) haya obrado de mala fe o con culpa grave*, según el art. 11.3 de la Ley.

---

<sup>735</sup> Artículo 72. Reclamaciones.

1. Los depositarios centrales de valores examinarán y darán adecuada contestación a cuantas reclamaciones reciban en relación con el desarrollo de sus actividades registrales o de liquidación, así como con la actuación de sus entidades participantes.

2. Sin perjuicio de la adopción de las medidas precisas para corregir las irregularidades que la reclamación pudiera poner de manifiesto, en la contestación los depositarios centrales de valores se pronunciarán sobre su contenido, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y los cauces legales existentes para su ejercicio.

3. El procedimiento relativo al tratamiento de las reclamaciones deberá cumplir con lo establecido en el artículo 32.2 del Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014.

#### 1.4. Responsabilidad por la falta de creación o retraso en la constitución del registro contable central.

Esta primera anotación, tratándose de valores negociados en los que rige el sistema de doble escalón, no estaría completo mientras no estén también inscritos los valores en los registros de detalle, por la razón de tratarse de un registro único, aunque compartido entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes, por lo que realmente se trata de dos inscripciones<sup>736</sup>: en las cuentas generales de la Sociedad de Sistemas y en las de detalle de las entidades participantes, que en el RD 878/2015 requiere que sean simultáneas<sup>737</sup>, porque no puede haber descuadres entre ambos registros, el central y el de detalle y el deber de verificar esta corrección y exactitud de la primera inscripción corresponde a la Sociedad de Sistemas.

La anotación en los registros central y de detalle es simultánea, pues el registro central refleja las cuentas de terceros de las participantes y lo saldos correspondientes de las mismas, también, si así se solicita desde el principio, las cuentas segregadas y sus correspondientes saldos y titularidades, y, por último, las cuentas propias de las entidades participantes, todo ello según se desprende del art. 20.2 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*. La suma de los saldos de todas las cuentas que conforman el registro central ha de ser exacto.

Mientras no se cree el registro central, con los correspondientes de detalle, sólo existe una expectativa y no puede iniciarse la negociación de los valores en los mercados. Procede examinar si la no creación del registro, o el retraso, puede originar daños de los que deba responder la Sociedad de Sistemas, frente a los emisores,

---

<sup>736</sup> GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 346: “En definitiva, el derecho a las correspondientes inscripciones del suscriptor de los valores se concretará en una inscripción en el caso de que se trate de valores fuera de los mercados secundarios oficiales y en dos si se trata de valores integrados en el llamado sistema de doble escalón”.

<sup>737</sup> Véase el art. 39.1, y esencialmente el art. 40.2, del RD 878/2015, si bien la simultaneidad propiamente la predica este último artículo respecto de las transmisiones. GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 349, para quien no se trata de que se produzca una coincidencia temporal real, sino legal o ficticia, es decir, en “la misma fecha que cause efecto en el SCLV”.

participantes y titulares de las cuentas, es decir frente a aquellos con los que mantiene una relación contractual y aquellos en cuyo beneficio se anota.

Se ha dicho al inicio de este apartado que la constitución y primera inscripción en el registro central *es una obligación de resultado*. La consecuencia si no se produce el resultado debido es la responsabilidad por incumplimiento, siendo válido lo dicho anteriormente. Sobre la exactitud de la primera anotación descansa la integridad en las sucesivas transmisiones. Un saldo de partida incorrecto priva de eficacia y seguridad jurídica al sistema de registro. Los supuestos de responsabilidad que puede afectar a la Sociedad de Sistemas son:

*a) Responsabilidad frente a las entidades emisoras.*

Visto cómo se desarrolla la primera inscripción, la Sociedad de Sistemas sólo será responsable de la falta de anotación en el registro central o de los retrasos que dependan estrictamente de ella, en ningún caso por las demoras originados por otras autoridades o instituciones<sup>738</sup>, que participen en la autorización para negociar los valores, ni las que procedan de las entidades participantes.

En lo referente a la falta de constitución o demora por las relaciones entre la Sociedad de Sistemas y las emisoras o participantes, habrá que estar a las disposiciones legales pertinentes y a lo pactado entre ellas. Existe vínculo contractual entre la Sociedad de Sistemas y los emisores<sup>739</sup> una vez aceptado el encargo de llevar el registro

---

<sup>738</sup> Todo ello, con independencia de que la entidad emisora deba cumplir también con los requisitos que demande el mercado concreto en el que quiera operar, o los de la propia CNMV, ante quien deberá acreditar el cumplimiento de los requisitos previos que señala el art. 36.1 de la LMV, y que no tienen por qué ser coincidentes en el tiempo, por tanto se trata de plazos y autorizaciones independientes pero que condicionan el acceso a los mercados de valores y, en definitiva, a la negociación de los valores.

<sup>739</sup> Conviene recordar que se trata de un contrato de adhesión entre los emisores y la Sociedad de Sistemas, hasta el punto que, en el Anexo A de la Circular 672017, la formalización del acuerdo que debe rellenar la entidad emisora, se dice textualmente: "*SOLICITA: A esa Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. (IBERCLEAR), la aceptación de la designación como entidad encargada del registro contable de los valores emitidos por el Emisor, cuando así conste en el correspondiente documento de la emisión. Y A TAL FIN MANIFIESTA, Que se compromete a cumplir, de conformidad con la redacción que esté vigente en cada momento, con el Reglamento de IBERCLEAR, la Circular de Emisores, el Manual de Procedimientos aprobado por IBERCLEAR, en lo que atañe a entidades emisoras. Es todo el contenido del documento que deben formalizar las entidades emisoras, aunque*

contable. Como se ha dicho en epígrafes anteriores, la Sociedad de Sistemas “*la tramitará (la solicitud) sin demora y de manera no discriminatoria*”, que afecta a la puesta en marcha del registro contable, tras ello procederá a constituir el registro inicial de la emisión como depositario central de valores, salvo por causas imputables a la emisora.

En caso de incumplimiento de las obligaciones que corresponden a las entidades emisoras la Sociedad de Sistemas viene obligada a poner en conocimiento de la CNMV “*los hechos y actuaciones que considere que pueden entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento*”, según establece el art. 25.3 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*<sup>740</sup>, referente a las obligaciones de las emisoras que designen a la Sociedad de Sistemas como DCV. El artículo del Reglamento no contempla la paralización del proceso de creación del registro contable inicial, aunque cabe considerar la posibilidad si los incumplimientos pueden afectar al funcionamiento del registro, o si el incumplimiento supone imposibilidad de cumplir con las exigencias técnicas necesarias para el correcto funcionamiento. El TRLMV no prevé que el incumplimiento de obligaciones de la emisora pueda significar la resolución contractual basada en el art. 1124 del C.c., pero no debe descartarse, dado el silencio legal al respecto.

La posible existencia de responsabilidad de la Sociedad de Sistemas estará sujeta a las reglas generales del art. 1101 y ss. del C.c. de responsabilidad por incumplimiento, por la existencia vínculo contractual en las relaciones entre la Sociedad de Sistemas y la emisora de los valores. A partir del momento en que, tras realizar las verificaciones y

Cont. \_\_\_\_\_

evidentemente el contenido está establecido por el cumplimiento de la legislación aplicable de carácter obligatorio y la sujeción al *Manual de Procedimientos del Sistema de Registro y Liquidación de valores ARCO*

<sup>740</sup> Véase también el art. 66.4.c) del RD 878/2015. El incumplimiento de la emisora no sería causa de exoneración para la Sociedad de Sistemas, sino de resolución, por aplicación del art. 1124 del C.c. Sin embargo, ninguna norma tiene prevista realmente una solución para dicho supuesto. Si se produce un incumplimiento grave, que dificulte la constitución del registro central de una emisión, la Sociedad de Sistemas no está obligada a su constitución por imposibilidad de su correcto funcionamiento. Los incumplimientos posteriores darían lugar a la intervención de la CNMV, tras la notificación de la Sociedad de Sistemas conforme a lo dicho en el párrafo anterior. Hasta que la CNMV tomase una decisión, transitoriamente, y por aplicación analógica de lo previsto en la Circular 5/2017, de 4 de septiembre de la Sociedad de Sistemas, cabe pensar que podría aplicar las medidas ahí contempladas para las entidades participantes.

pruebas pertinentes, se consideren cumplidas las exigencias técnicas y adoptados los protocolos necesarios, no existirá causa o motivo para no crear el registro contable inicial y sus cuentas. No debe demorarse más allá de lo estrictamente necesario, momento en que la Sociedad de Sistemas podrá incurrir en retraso.

Existiendo ese vínculo contractual, si se producen daños por retrasos en la constitución del registro contable, corresponde a la entidad emisora, como parte contratante interesada en la constitución inicial del registro central, probar los daños y también la relación de causalidad por la que pueda atribuirse el incumplimiento y el daño a la Sociedad de Sistemas. A la Sociedad de Sistemas, comprobado su incumplimiento le corresponderá probar la causa de exoneración conforme a lo dicho en otros apartados. Dada la relación contractual entre la emisora y la Sociedad de Sistemas puede resultar innecesaria la aplicación del art. 8.4 del TRLV, que establece la obligación legal, al responder por incumplimiento contractual<sup>741</sup>.

*b) Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas frente a las entidades participantes.*

Las entidades participantes deben aportar a la Sociedad de Sistemas el *consentimiento o la correspondiente orden de los suscriptores*, y, a su vez, la Sociedad de Sistemas verificará que los saldos anotados en sus cuentas generales se corresponden con la suma de saldos anotados en las cuentas de detalle de las participantes. La

---

<sup>741</sup> REGLERO CAMPOS, L. Fernando y BUSTOS LAGO, José Manuel (coordinadores): *Tratado de responsabilidad civil*. (Obra citada). Pág. 159. Mantiene que los arts. 1101 y ss. están pensados para las obligaciones de naturaleza contractual, pero también para las derivadas de la Ley y cuasicontratos, mientras que el art. 1902 y siguientes cubren las obligaciones extracontractuales. En el mismo sentido DÍEZ-PICAZO, Luis, en *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; La responsabilidad civil extracontractual*. (obra citada), pág. 227.

Al respecto merece la pena recordar la doctrina que asienta el Tribunal Supremo sobre las relaciones contractuales, puede verse el Fundamento Jurídico tercero de la STS 190/2015, de 27 de marzo de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:1292):

*“Esta Sala tiene manifestado -STS 28 de marzo 2012 - que el artículo 1257 del Código Civil establece el principio general de acuerdo con el que los contratos sólo producen efecto entre las partes que los otorgan, de modo que no puede afectar lo estipulado en todo contrato a quien no intervino en su otorgamiento ( SSTS de 23 julio 1999 y 9 septiembre 1996 ); por ello, si el contrato es considerado como una manifestación de la autonomía privada en orden a la reglamentación de los propios intereses, resulta claro que dicha reglamentación ha de afectar, en línea de principio tan sólo a la esfera jurídica de sus autores, porque sólo respecto de ellos la autonomía existe (SSTS de 1 de junio y 11 de abril de 2011)”*.

intervención de las entidades participantes afecta a la constitución del registro central porque son quienes comunican esos saldos a la Sociedad de Sistemas, con objeto de poder ordenar las correspondientes cuentas de terceros más las propias de las entidades y las cuentas segregadas de clientes, por lo que su intervención es necesaria, la Sociedad de Sistemas está obligada a anotar, y también a verificar y comprobar los saldos iniciales y la correcta anotación en todas las cuentas. La Sociedad de Sistemas debe verificar los documentos con los consentimientos o suscripciones de los titulares<sup>742</sup>, debiendo actuar conjuntamente con las participantes cabe la concurrencia de culpas.

Pero las entidades participantes son también entidades profesionales, entre cuyos deberes está el de facilitar o, llegado el caso, reclamar la actuación correcta de la Sociedad de Sistemas. Pueden servirse del art. 39 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: *Procedimientos de resolución de incidencias*. En este aspecto es conveniente traer la opinión de ZUNZUNEGUI PASTOR<sup>743</sup>, cuando alude a la buena fe como principio de actuación en los mercados financieros, que obliga tanto a la Sociedad de Sistemas como a las participantes, por lo que cabe pensar que no es suficiente determinar el incumplimiento de una de las partes, sino también la diligencia para promover el cumplimiento de la otra. En el caso de la Sociedad de Sistemas esa obligación es clara, pero cabe también considerar si, por ejemplo, pudiendo usar los procedimientos de

---

<sup>742</sup> En concordancia con el art. 46.1.f) de la Ley de Sociedades de Capital, respecto del contenido del Boletín de suscripción.

<sup>743</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión*. En RDBB, nº141, 2016. Pág.7 (pág. 9). *“La buena fe es un principio mercantil que se aplica a quienes intervienen en los contratos financieros (art. 57 C. Com). Es la atmósfera en la que se perfeccionan y ejecutan los contratos bancarios y bursátiles. Recordemos que la confianza es el valor básico de la actividad financiera. Pero junto a este principio general del Derecho convive en el mercado financiero el deber de actuar con diligencia y transparencia en interés del cliente”*. Y en pág. 7, respecto de la diligencia cita la sentencia del Supremo para entresacar que: *“A su vez la STS 400/2015, de 9 de julio (ponente: Rafael Sarazá) también integra criterios técnicos propios de los supervisores financieros a la hora de enjuiciar el cumplimiento de los estándares de diligencia exigibles a un gestor discrecional de carteras que había adquirido para una sociedad de inversión participaciones en un fondo afectado por el fraude Madoff. Según esta sentencia, la «diligencia de la gestora no puede medirse por el resultado de la inversión sino por la observancia de los parámetros profesionales exigibles»*

resolución de incidencias, las participantes no lo han hecho, puede alcanzarles la responsabilidad por falta de constitución de la primera inscripción.

La inscripción inicial es simultánea en el registro central y en los de detalle. La Sociedad de Sistemas viene obligada a anotar correctamente, pero también a requerir a las participantes la correcta anotación, y rectificación en las cuentas de detalle si procede, además debe poner en conocimiento de la CNMV los incumplimientos de las participantes, si requeridas no rectifican lo incorrectamente anotado. Realmente la posibilidad de requerimiento es también de doble dirección, pues las participantes deben requerir a la Sociedad de Sistemas por aquellas incidencias de las que tengan constancia que pueden derivar en una incorrecta anotación inicial, para ello existe la gestión de incidencias del art. 36 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*. La Sociedad de Sistemas y las participantes asumen una obligación de resultado por la inicial inscripción en el registro central, siendo responsable en las mismas condiciones dichas respecto de la relación con los emisores, liberándose de la responsabilidad en los casos de hecho fortuito y fuerza mayor con la prevención de corresponder a la Sociedad de Sistemas la dirección del proceso de la primera anotación de la emisión, que añade un plus de diligencia exigible.

*c) Responsabilidad frente a los titulares de valores.*

Referente a los suscriptores o adquirentes de valores, éstos no tienen relación directa con la Sociedad de Sistemas, ni la constitución en el registro central de la emisión, aunque la tengan indirecta<sup>744</sup> por la decisión de la emisora de emitir valores

---

<sup>744</sup> En el caso de la decisión de transformación de títulos a anotaciones, o suscripción de valores, en la sociedad anónima los accionistas pueden tomar el acuerdo en Junta general, pero es la propia sociedad emisora quien verdaderamente es parte en el contrato con la Sociedad de Sistemas, no los socios. VARA DE PAZ, Nemesio: *La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta*. En Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, Madrid junio 2007, nº 12, pág. 6: En el registro central se *“Inscriben los saldos de valores de estas entidades participantes, pero no quién es el titular de las acciones. De esta forma sólo puede conocer quién es titular de las acciones la entidad participante en cuyo registro contable se encuentra inscrito el titular, pero no el resto de las entidades participantes ni la Sociedad de Sistemas que lleva el Registro Central, donde se inscriben solo saldos de valores. De lo anteriormente indicado ya se puede deducir que cuando las acciones contables se*

negociables, o transformar los títulos en anotaciones en cuenta y asignar el encargo de llevar el registro contable a la Sociedad de Sistemas que debe crear el registro central de la emisión.

Es posible causar daños a los titulares de las cuentas de detalle, pues las anotaciones en cuenta, están sujetas a las previsiones de los arts. 10 y 11 TRLMV, es decir, sin haber constituido el registro contable, las anotaciones en cuenta como tales no existen.

La falta de constitución del registro, o su retraso, significa que el titular no viene amparado por la irreivindicabilidad que otorga el art. 11 TRLMV, o la legitimación registral que confiere el art. 13 TRLMV, por tanto, el reconocimiento como titular de los valores no derivaría de la inscripción en el registro central, sino de la escritura de constitución, o de la adjudicación de los valores por parte de la emisora y de lo que conste en el boletín de suscripción (art. 44.2 LSC), que otorga, en principio, una protección más débil que la prevista en el TRLMV. Esa falta de anotación o retraso en la constitución del registro central es susceptible de causar daños, si, por ejemplo, el titular de los valores se ve privado de negociar sus valores en los mercados<sup>745</sup>, pero se trataría de casos en los que existe una expectativa de derecho.

Cont. \_\_\_\_\_

*cotizan, la constitución del derecho se produce con la inscripción en el Registro Central de la Sociedad de Sistemas, mientras que la transmisión, la constitución de derechos reales limitados o gravámenes y la legitimación para el ejercicio del derecho sólo puede derivar de la inscripción en el registro contable de la entidad participante, ya que sólo en este registro aparece la identidad de quién es el titular del derecho, dato imprescindible para el ejercicio del mismo.*

<sup>745</sup> De conformidad con los arts. 10 y 11 del TRLMV. También cabe recordar que según el art. 34 LSC: *“Intransmisibilidad de participaciones y acciones antes de la inscripción. Hasta la inscripción de la sociedad o, en su caso, del acuerdo de aumento de capital social en el Registro Mercantil, no podrán transmitirse las participaciones sociales, ni entregarse o transmitirse las acciones”*. En el mismo sentido: GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus funciones normativas* (citado), pág. 344. Seguiría el régimen de una cesión de créditos, al igual que sucede con las acciones-título cuando aún no se han impreso y entregado, según prevé el art. 120.1 LSC. Además, según el art. 122.4 del RRM la inscripción en el Registro Mercantil está condicionada: *“Cuando las acciones estuvieran admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, la inscripción se practicará mediante certificación expedida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores”*. Ciertamente que el artículo se refiere a las acciones ya admitidas a cotización, no a aquellas de las que se solicita, o vaya a solicitarse su admisión.

La falta de creación de las cuentas iniciales del registro contable de la emisión, o el retraso en hacerlo, en lo referente a los titulares de los valores tropieza con varias dificultades, como determinar el momento en que se considera que debía estar creado el registro central, o si son indemnizables las expectativas y si merecen protección<sup>746</sup>. En la constitución del registro de valores de la emisión, los titulares de los valores no son parte del acuerdo para dicha constitución, aunque es previsible que existan intereses en que se cumpla la expectativa<sup>747</sup> como la facilidad de transmisión de los valores registrados y cotizados en los mercados secundarios<sup>748</sup>. Pero el término expectativa no significa derechos adquiridos, ni los titulares de los valores forman parte del ámbito contractual<sup>749</sup> en el que se mueven los tratos previos entre las partes. No cabe la *culpa in*

---

<sup>746</sup> Cabe pensar en la aplicación del principio de buena fe que debe regir los tratos precontractuales y si tiene incidencia sobre los terceros, así se observa en la STS nº 691/2011, Sala 1ª, de lo Civil, 18 de octubre de 2011 (ECLI: ES:TS:2011:8013)<sup>746</sup>, según la cual: “*Se protege la confianza creada por la apariencia, que impone un deber de coherencia y limita la libertad de actuar cuando se han creado unas expectativas razonables y después se produce un comportamiento contradictorio*”.

<sup>747</sup> Puede verse, por ejemplo, el estudio de NÚÑEZ MUÑIZ, Carmen, *La naturaleza de la responsabilidad civil precontractual y la obligación de indemnizar deberes y obligaciones derivadas de la buena fe, información y lealtad*. En Revista crítica de derecho inmobiliario; nº 749, 2015, págs. 1629-1642.

<sup>748</sup> STS de 16 mayo 1988, Fundamento Jurídico STS de 16 mayo 1988 Tercero: “*...Justificativo de la existencia por parte de los demandados de una culpa «incontrahendo» que al faltar aquella relación contractual se nos ofrecer como aquiliana puesto que no puede negársele al constituir una violación del principio «neminem laedere», que determina la responsabilidad de los demandados, y al no entenderlo así el Juzgador de instancia es claro infringió el artículo 1.902 aplicable de conformidad con los que son hechos probados de la recurrida sentencia...*”

<sup>749</sup> ENCARNACIÓN VALCÁRCEL, Ana Mª de la: *Las expectativas urbanísticas*. Ed. Aranzadi, Pamplona 2016: Pág. 24, examinando en profundidad el sentido de expectativa jurídica, en su tesis doctoral, afirma: “*La doctrina jurídica ha acabado desbordando todo intento de conceptualización, al establecer una gradación que se mueve desde la consideración de su grado más básico –la mera “spes vana”–, hasta la configuración de un verdadero derecho de contenido patrimonial*”. Para la autora, la expectativa jurídica no es una facultad, no puede exigir un comportamiento de otra parte. Tampoco se trata de una potestad. La expectativa no constituye un derecho subjetivo, como mucho es un derecho latente. La mayor parte de las sentencias se refieren al ámbito contractual, en pág. 105, cita numerosas sentencias: “*SSTS de 30 de noviembre de 1993 (ROJ 12948/1993, rec. 458/1992, Pte. Álvarez Cruz); y de 8 julio de 1996 (ROJ 4174/1996, rec. 3542/1992, Pte. Villagómez Rodil)*”, señalando que debe haberse probado la relación de causalidad entre el hecho y las consecuencias económicas derivadas del mismo originando la pérdida patrimonial para el reclamante. La jurisprudencia del TS ha venido considerando la existencia de la *culpa in contrahendo* en los supuestos de tratos previos a la formalización de un contrato entre las partes, entre quienes se producían esos tratos, no en caso de terceros, basta con ver las STS 289/2009 de 5 mayo (ECLI: ES:TS:2009:2386), STS 540/2000 de 2 de junio (ECLI: ES:TS:2000:4520) y STS de 16 mayo 1988 (ECLI: ES:TS:1988:3673)

*contrahendo* porque no son partes en la negociación<sup>750</sup>, aunque cabe pensar que los titulares de los valores anotados tienen una perspectiva de que sus valores resultarán anotados en las cuentas correspondientes. También cabe recordar que el art. 28.2 del RD 878/2015, atribuye responsabilidad a los DCV por *“los perjuicios que les sean directamente imputables”*, lo que parece excluir aquellos que no derivan estrictamente de su propia conducta o existe concurrencia de culpas. Al respecto, tanto la doctrina como la jurisprudencia dicen que no son indemnizables las expectativas<sup>751</sup>. Los titulares,

---

<sup>750</sup> En idéntico sentido: VAQUER ALOY, Antoni: *El Soft Law europeo en la jurisprudencia española: doce casos*. Rev. Ars Iuris Salmanticensis, vol. 1, junio 2013, pág. 101.

Véase la STS 693/2011 de 15 octubre (ECLI: ES:TS:2011:6635), Fundamento Jurídico Cuarto: *“Una cosa es que la declaración unilateral de voluntad, como regla, no genere por sí sola obligación para quien la emite y otra distinta que su revocación, antes de que se perfeccionen la fuente del vínculo, no produzca otras consecuencias jurídicas.*

*Es cierto que las partes, del mismo modo que son libres de entablar negociaciones dirigidas a la formación de los contratos, también lo son para, una vez iniciadas, abandonarlas en cualquier momento, sin responder por ello.*

*Sin embargo, quienes intervienen en los llamados tratos previos han de acomodar su comportamiento a la buena fe, esto es, al modelo de conducta admisible en la situación de que se trate. La buena fe opera como un imperativo que condiciona y, al fin, limita aquella libertad.*

*Por ello, cuando el participante en los tratos preliminares - en el caso enjuiciado se trataría de los previos a la celebración del negocio jurídico bilateral de adquisición de las nuevas participaciones, en ejecución del acuerdo social de ampliación del capital - los abandona o les pone fin con infracción de la buena fe, al haber creado en la otra parte una razonable confianza en la celebración del contrato, incurre en responsabilidad por el daño producido en adecuada relación de causalidad - sentencias de 26 de octubre de 1981, 16 de mayo de 1988 SIC y 19 de julio de 1994.-.*

*Esa responsabilidad se lleva por algunos - entre ellos, la recurrente - al ámbito contractual y por otros al extracontractual o al de un "tertium genus", como consecuencia de la extensión del deber de buena fe a los momentos preparatorios de la celebración de los contratos. La sentencia de 16 de mayo de 1988 destacó que " [...] una culpa in contrahendo [...] al faltar aquella relación contractual, se nos ofrece como aquiliana [...] "*

*En el supuesto enjuiciado, los Tribunales de las dos instancias afirmaron, tras ejercer sus funciones de interpretación de la declaración del demandado, que la misma estaba destinada al conocimiento de los demás socios presentes - como se expuso, lógicamente, para promover la adopción del acuerdo de ampliación y su plena ejecución posterior -.*

*Hay que decir, pese a ello, que con razón señala la recurrente que la suma de los votos de dichos destinatarios dio vida a un acuerdo de la junta y, al fin, de la propia sociedad.*

*Sin embargo, que el demandado hubiera favorecido la adopción del acuerdo no justifica entender fundada la afirmada confianza de la sociedad demandante en la ejecución posterior de la ampliación, que debió ser estudiada y proyectada con independencia de las declaraciones de un socio emitidas en el acto de la junta y dirigidas a los demás asistentes”.*

<sup>751</sup> GUTIÉRREZ JEREZ, Luis Javier y ALCAÍN MARTÍNEZ, Esperanza: *La obligación de saneamiento en caso de evicción y la transmisión de dominio en la compraventa*; en Estudios de Derecho de obligaciones. Homenaje al profesor Mariano Alonso Pérez (Llamas Pombo coord.), Ed. La Ley, Vol. 2, 2006, pág. 54. Mantienen que para considerar jurídicamente relevante la expectativa de derecho es necesario por un lado atender al conjunto de requisitos o fases cumplidas hasta alcanzar su existencia total y, por otro, que la ley contemple un grado de tutela de esos preliminares, para lo que se atiende en muchas ocasiones al

no siendo partes contractuales en la primera inscripción en el registro central, no pueden reclamar a la Sociedad de Sistemas por los hipotéticos daños pues no se trata de derechos adquiridos<sup>752</sup>.

Lo dicho es válido para la primera inscripción de la emisión en el registro central. Pero, en caso de existir los valores previamente como títulos que deban transformarse en anotaciones, los posibles daños derivarían de la imposibilidad actual de poder negociarse en los mercados de valores. El cambio de régimen es neutral en cuanto a la

Cont. \_\_\_\_\_

interés general de los derechos subjetivos en juego. ENCARNACIÓN, Ana María de la: *El tratamiento de la expectativa en el Derecho Español*; Ed. Tirant lo Blanch, 2017. El Tribunal Constitucional, en la Sentencia 49/2015, de 5 de marzo (ECLI:ES:TC:2015:49), si bien hablando de la retroactividad de las leyes, tiene declarado que : “—la eficacia y protección del derecho individual —nazca de una relación pública o de una privada— dependerá de su naturaleza y de su asunción más o menos plena por el sujeto, de su ingreso en el patrimonio del individuo, de manera que la irretroactividad sólo es aplicable a los derechos consolidados, asumidos e integrados en el patrimonio del sujeto y no a los pendientes, futuros, condicionados y expectativas”. En este caso, lo que hace es confirmar que los derechos se refieren a situaciones anteriores adquiridas, consolidadas, dejando fuera de cobertura las expectativas de derecho. Cabría pensar, en el caso de tratarse de acciones, que los titulares de los valores tienen una expectativa legítima frente a la Sociedad emisora, pero no frente a la actuación de un tercero que es la cualidad que ostenta la Sociedad de Sistemas respecto de los titulares. STS 3626/2019 – (ECLI: ES:TS:2019:3626), de 19 de noviembre de 2019: “La frustración de tales legítimas expectativas, tuteladas legalmente, que hace incontrolable para el interesado cuales sean las causas finales del impago de sus créditos, que le impide reaccionar frente a tal impago si las causas son negligentes, genera un daño inmediato en ellos, que a falta de otra prueba causal, es identificable con el propio valor del crédito impagado, generando la responsabilidad individual por daño de los administradores”. Sin embargo, cuando no existe ese derecho adquirido, cuando se está ante una mera expectativa, una esperanza, no es indemnizable. Citan también las STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 7ª, de 1 Jul. 2013, Rec. 548/2012, Fundamento jurídico Cuarto; STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, de 22 Feb. 2006, Rec. 1761/2002, Fundamento jurídico Tercero; STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 4ª, Sentencia 1538/2017 de 11 Oct. 2017.

<sup>752</sup> Sin embargo, los titulares de los valores tienen ese derecho adquirido respecto de la emisora y podrían exigir del emisor y de las participantes el ejercicio de las acciones correspondientes frente a la Sociedad de Sistemas en defensa de sus intereses. Es una opción a explorar si la reclamación de los clientes, dirigida a la emisora o a las participantes, por la falta de constitución del registro contable inicial que afecta a los dos escalones, podría extenderse a la Sociedad de Sistemas considerando la posibilidad de un carácter solidario entre ambos escalones, al tratarse de registro único compartido en distintos niveles. Al respecto, cabe reflexionar sobre el planteamiento que realiza VAQUER ALOY, citando la STS de 31 de octubre de 2005, en cuanto que “en relación con las obligaciones mercantiles en las que, debido a la necesidad de ofrecer garantías a los acreedores, se ha llegado a proclamar el carácter solidario de las mismas, sobre todo cuando se busca y se produce un resultado conjunto”. Desde esta perspectiva, concurriría un especial deber de diligencia de la entidad emisora y las participantes en defensa de los intereses de sus clientes frente a la Sociedad de Sistemas. También XIOL RÍOS, Juan Antonio: *Criterios de imputación en la responsabilidad contractual*. En Boletín del Ministerio de Justicia, núm. 2132. Junio 2011, reflexionando sobre la STS núm. 784/2005 (Sala de lo Civil, Sección 1), de 28 octubre (ECLI: ES:TS:2005:6603), cabe pensar en la aplicación del principio de buena fe y el *deber de mitigar el daño* por parte del acreedor.

atribución de los derechos a los titulares de valores<sup>753</sup>, pero cambiaría el régimen de transmisión<sup>754</sup>. Añádase a ello que, según el art. 4.2 del RD 878/2014, la transformación se produce de modo sucesivo, *“a medida que los titulares vayan presentando sus títulos ante la entidad encargada del registro contable, que practicará las correspondientes inscripciones a favor de quienes acrediten ser titulares de acuerdo con la ley que resulte aplicable a los títulos”*. No pueden existir dos medios diferentes de representación para los mismos valores<sup>755</sup>. Por otro lado, la mayor parte de las obligaciones de transformación de títulos a anotaciones corresponden a la entidad emisora y a los propios titulares de los títulos, en este supuesto es improbable que pueda incurrir en responsabilidad la Sociedad de Sistemas pues cumple anotando el número total de valores en el registro central y sustituyendo los títulos por anotaciones a medida que le sean entregados por los titulares<sup>756</sup>.

---

<sup>753</sup> En el sentido de no seguir las reglas de la cesión de créditos al existir como títulos valores.

<sup>754</sup> El art. 4.4 del RD 878/2015, prescribe que: *“Transcurrido dicho plazo, los títulos no transformados dejarán de representar los valores correspondientes, sin perjuicio de que la entidad encargada del registro contable deba seguir practicando las inscripciones a las que se refiere el apartado 2”*. El apartado 2 se refiere a la inscripción a favor de quienes acrediten ser titulares, así, si los valores son nominativos, se inscribirán a favor de quien figure como titular (y concuerde con el libro registro de socios si se trata de acciones), la dificultad vendrá si se trata de títulos al portador, en cuyo caso se aplicará el apartado 5, que determina la venta de los títulos pasados tres años *“sin que se haya producido la inscripción correspondiente mediante anotaciones en cuenta”*, en cuyo caso la entidad depositará el importe de la venta, descontados los gastos, en el Banco de España, o en la Caja General de Depósitos.

<sup>755</sup> Art. 91.1, 113, 118, 119 y 120 LSC. Y esencialmente el Art. 6 LMV: *1. Los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. La modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión. 2. Los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación estarán necesariamente representados mediante anotaciones en cuenta. También art. 30 del RD 878/2015. RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores mobiliarios*. Hacia un nuevo Código Mercantil (Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano coord.). Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, 2014, pág. 605.*

<sup>756</sup> La solución que aporta el art. 4 del Real Decreto impide de hecho la salida a negociación en los mercados de valores, salvo que se trate de títulos que ya estuviesen negociándose. Aún así plantea serios problemas de recuento y mantenimiento de la integridad de la emisión, sobre todo en los títulos al portador, pues en los casos de títulos no negociados es problemática la atribución de titularidades.

## **2. Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas en las transmisiones de valores.**

Establecer en qué momento se produce la transmisión de los valores determina desde cuándo se produce el cambio de titular, desde el cual puede ejercer todos sus derechos sobre los valores. En la fase de negociación en los mercados, el art. 94 LMV prevé que la titularidad de los valores cambie cuando se produce la liquidación efectiva<sup>757</sup>, aunque tenga lugar con posterioridad a la asunción de la obligación de transmitir (94.1). De hecho, también prevé que *“el comprador de los valores negociables admitidos a negociación en un mercado secundario oficial adquirirá su titularidad cuando aquéllos queden anotados a su nombre en las cuentas de valores conforme a las reglas del sistema de registro”* (94.2). La fecha real de liquidación depende de lo que establezca el propio mercado en sus reglamentos y del tipo de operación y valores que se negocien, o de la posible intervención de una ECC (art. 94.3). En cualquier caso, ha de ser dentro de los dos días hábiles siguientes a la contratación por disposición expresa del art. 5.2 del *Reglamento UE 909/2014*.

Por su parte, el *RD 878/2015*, desarrolla esta cuestión en los arts. 40 y 41, en el caso de transmisión por compraventa dentro de los mercados, ordenando que los DCV comprueben la suficiencia de valores, tras lo cual *“abonarán los valores y practicarán el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes entidades en el registro central de acuerdo con el principio de entrega contra pago”*<sup>758</sup>. Si afecta a valores anotados en las cuentas de detalle de las participantes, éstas realizarán los abonos y adeudos

---

<sup>757</sup> Reglamento UE 909/2014. Art. 2.1.7): Entiende por: «liquidación»: *la finalización de una operación con valores, dondequiera que se realice, con el fin de extinguir las obligaciones de las partes en dicha operación mediante la transferencia de fondos, de valores, o de ambas cosas.*

<sup>758</sup> El art'21 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, prácticamente reproduce el art. 40 del RD 878/2015: *Artículo 21. Transmisiones.*

- 1. La transmisión de valores en el registro contable tiene lugar por transferencia contable.*
- 2. Como consecuencia de las órdenes de transferencia de valores que reciba, la Sociedad de Sistemas practicará los cargos y abonos sobre los saldos de las cuentas del Registro Central. Cuando proceda, las entidades participantes deberán practicar simultáneamente la anotación correlativa en sus Registros de Detalle conforme a los procedimientos que la Sociedad de Sistemas tenga establecidos.*

correspondientes simultáneamente (art. 40.3). Si se trata de transmisiones por título distinto de la compraventa (art. 41), se seguirán las reglas de los artículos 54 y 55 del RD 878/2015.

Visto lo anterior, la fecha en la que se realizan los abonos y adeudos, las anotaciones en las cuentas correspondientes, depende de la liquidación de las operaciones sobre los valores negociados. El art. 94.3 LMV contempla la posibilidad de diversas fechas de liquidación *“en función de los valores negociables a liquidar, de los segmentos de negociación y de otros criterios, de acuerdo con la normativa europea aplicable y en coordinación, en su caso, con las entidades de contrapartida central y con los depositarios centrales de valores que intervengan en los procesos de liquidación”*, el RD 878/2015 se refiere a ello en el art. 78.4<sup>759</sup>, siguiendo al art. 5 del Reglamento UE 909/2014<sup>760</sup>: *la fecha teórica de liquidación no será posterior al segundo día hábil tras la contratación*, siendo el segundo día hábil el plazo máximo en el que se debe realizar, pero que no impide que se pueda hacer en el mismo día de la operación<sup>761</sup>.

Habrá que volver sobre ello para determinar la responsabilidad por retraso de la Sociedad de Sistemas, reflejar que la anotación en el registro no tiene por qué coincidir con la fecha de la contratación, sino con la de liquidación.

---

<sup>759</sup> RD 878/2015, Art. 78.4: *La liquidación correspondiente a cada sesión en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación tendrá lugar un número prefijado de días después, de acuerdo con lo establecido en el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014. El sistema de liquidación de valores tendrá como objetivo alcanzar la liquidación antes de terminar la jornada de la fecha prevista de liquidación. En todo caso, deberá producirse el cierre de la cuenta de liquidación antes del inicio de la siguiente sesión.*

<sup>760</sup> El art. 5 del Reglamento UE 909/2014, señala que: *Artículo 5. Fechas teóricas de liquidación.*

*1. Todo participante en un sistema de liquidación de valores que liquide en ese sistema, por cuenta propia o de terceros, operaciones con valores negociables, instrumentos del mercado monetario, participaciones de instituciones y entidades de inversión colectiva y derechos de emisión liquidará esas operaciones en la fecha teórica de liquidación.*

*2. En el caso de las operaciones con valores negociables a que se refiere el apartado 1 que se ejecuten en centros de negociación, la fecha teórica de liquidación no será posterior al segundo día hábil tras la contratación...*

<sup>761</sup> Se hacía eco del cambio de sistema el periódico económico *“Cinco Días”* (del 14-04-2016), en la noticia *“Cómo afectan al inversor los cambios en la compraventa de acciones”*: *“Así, pese a que hasta ahora la adquisición efectiva de los valores tras una orden de compra se consumaba en el mismo día en que se realizaba, el nuevo modelo ampliará este plazo a dos días”*. Daba cuenta del sistema de liquidación *“intradía”* aplicado hasta ahora. Realmente la posibilidad de liquidación intradía sigue existiendo.

El sistema de anotaciones en cuenta, y consecuentemente el registro contable, se adoptó para resolver los problemas del mercado que planteaban las numerosas transacciones<sup>762</sup>, incrementadas actualmente por la *negociación algorítmica de alta frecuencia*<sup>763</sup>. A la Sociedad de Sistemas le corresponde organizar aspectos funcionales de las transmisiones que deben ofrecer agilidad y seguridad jurídica como elementos esenciales del sistema.

Función y finalidad de los DCV es centralizar y controlar las transacciones de valores<sup>764</sup>, diseñados para mantener la integridad de las emisiones dotando de

---

<sup>762</sup> Ver la Exposición de Motivos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

<sup>763</sup> La última reforma de la LMV, realizada por el *Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre*, modificó el Capítulo VI, subdividiéndolo en secciones, creando la Sección III y modificando el contenido del art. 194, en los que se hace mención expresa a la *“negociación algorítmica”* y a la *“negociación de alta frecuencia”*. La AEVM (ESMA en el acrónimo en inglés) en su: *High-frequency trading activity in EU equity markets*; Economic report. N° 1, París, 2014; es consciente de los problemas que plantea la introducción de órdenes al mercado en milisegundos, utilizando para ello algoritmos y medios informáticos imprescindibles para dicha rapidez de órdenes. Es conveniente ver los Considerandos 61 a 67, de la Directiva 2014/65 UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, y concretamente el art. 3.40 donde establece la definición de negociación de alta frecuencia: *“«técnica de negociación algorítmica de alta frecuencia»: cualquier técnica de negociación algorítmica que tenga las siguientes características: a) una infraestructura destinada a minimizar las latencias de la red y de otro tipo, que incluya al menos uno de los siguientes sistemas para la introducción de órdenes algorítmicas: localización compartida, ubicación próxima o acceso electrónico directo de alta velocidad; b) un sistema que determina la iniciación, generación, encaminamiento o ejecución de las órdenes sin intervención humana para cada negociación u orden, y c) elevadas tasas de mensajes intradía que pueden ser órdenes, cotizaciones o anulaciones.* También TAPIA, Mikel y ALUBANKUDI, Busola: *¿Qué sabemos de la negociación de alta frecuencia?* En Revista Bolsa 4º Trimestre de 2014, págs. 48 a 52. SÁNCHEZ MONJO, Miguel y PINEDA MARTÍNEZ, Ana: La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (High Frequency Trading). Características y regulación. Rev. Derecho de los Negocios nº 12, 2013; págs..227 a 244. Como reflejo de la importancia que ha adquirido la negociación de alta frecuencia y qué se entiende por tal. La denominada *“negociación de alta frecuencia”* (*high frequency trading* en sus siglas en inglés), para GIL DE BLAS, Cecilio GONZÁLEZ PUEYO, Javier y VILLANUEVA FRESÁN, M<sup>a</sup> Victoria, en el estudio *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*, CNMV, Documentos de Trabajo, N° 50, Agosto 2011, pág. 41 y ss., afirmaban que se trataba de *“un nuevo método de contratación posibilitado por los avances en los sistemas de negociación electrónicos y la fragmentación de la liquidez entre las diferentes plataformas de contratación”*. En el mismo estudio hacen referencia a las estimaciones sobre el volumen de negociación: *“De acuerdo con diferentes estimaciones, la negociación de alta frecuencia supone entre el 30 y el 40% del volumen de los mercados europeos de renta variable, mientras que en Estados Unidos la cuota de la HFT superaría el 50%, según cálculos de la propia SEC presentados en su consulta pública de enero de 2010”* (pág. 43), señalando para BME una cuota de entre un 25 y 30%, en el cuadro comparativo que aportan (pág. 44).

<sup>764</sup> MARTÍNEZ MULERO, Víctor: *Entidad de contrapartida central, compensación y liquidación del contrato bursátil y gestión de incumplimientos fallos e incidencias*; RDBB, n° 145, enero-marzo 2017, pág. 5,

seguridad jurídica al mercado, así se observa en el Considerando 2 del *Reglamento 909/2014*<sup>765</sup>. Separadas las actividades de contratación, compensación y liquidación<sup>766</sup>, esta última consiste en el abono de valores o efectivo en las cuentas correspondientes, lo que conlleva el registro en las respectivas cuentas. En el modelo adoptado en la LMV, los DCV pueden ser liquidadores además de registradores. Esta dualidad tiene trascendencia pues la Sociedad de Sistemas debe actuar en unos casos como registradora y, en otros, proceder a la liquidación de posiciones. Para determinar la responsabilidad, se tienen en cuenta los diferentes modos de producirse las transmisiones en el mercado y fuera de él, examinando el origen de las órdenes de anotación, protocolos, plazos y especialidades en la anotación y su incidencia en la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas.

Como advierte RODRÍGUEZ MARTÍNEZ<sup>767</sup>, el sistema de registro de anotaciones en cuenta no es sólo un sistema de representación de valores, sino que se trata de “*un sistema de representación y de transmisión de derechos*”, el registro contable es algo más que el mero apunte de datos, también es la base de partida de las transmisiones de valores porque no hay más valores que los anotados en el registro contable. Sustenta las

Cont. \_\_\_\_\_

para quien la crisis propició la reforma y la creación de estructuras homogéneas y armonizadas para reducir riesgos.

<sup>765</sup> Considerandos 2 del *Reglamento UE 909/2014* “*Por su posición clave en el proceso de liquidación, los sistemas de liquidación de valores gestionado por los DCV revisten importancia sistémica para el funcionamiento de los mercados de valores. Al desempeñar una importante función en los sistemas de tenencia de valores a través de los cuales sus participantes comunican las tenencias de valores de los inversores, los sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV constituyen también un instrumento esencial para controlar la integridad de una emisión, es decir, para impedir la creación o reducción indebidas de valores emitidos, contribuyendo así considerablemente a mantener la confianza de los inversores*”.

<sup>766</sup> Compensación, liquidación y registro conforman la fase de post contratación. GONZÁLEZ PUEYO, Javier: *Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*. CNMV, Monografía nº 39, mayo 2010: “*pueden distinguirse dos grandes tipos de infraestructuras de mercado: las infraestructuras de negociación y las de post-contratación (compensación, liquidación y registro-custodia)*”. Precisamente sobre la post contratación puede verse RECALDE CASTELLS, Andrés (dir.): *La reforma del sistema de poscontratación en España*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2017, y los diferentes estudios sobre aspectos de la misma.

<sup>767</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta*. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia 2006; pág. 58; y en pág. 70, para quien la anotación en cuenta “*es un instrumento de representación y transmisión de derechos, su paralelismo con el título valor la aproxima a la funcionalidad de este medio en cuanto comparten el mismo fin, esto es, la protección del tráfico jurídico*”.

anteriores afirmaciones el *Considerando 11* del *Reglamento 909/2014*, cuando se refiere a la eficiencia de la liquidación e integridad de las emisiones “*especialmente en un contexto de creciente complejidad de los métodos de tenencia y transferencia*”, del que se deduce que el sistema de anotaciones está pensado y regulado para servir a las transacciones en los mercados de valores y derechos asociados a los mismos<sup>768</sup>.

Debe hacerse una distinción previa entre la *firmeza de las operaciones en el ámbito de la compensación* y el *ámbito de la liquidación*, que, como pone de relieve GUTIÉRREZ GILSANZ<sup>769</sup>, se trata de “*dos sistemas distintos pero interconectados*” en lo que se conoce como *post contratación*<sup>770</sup>, y así los considera la *Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores*<sup>771</sup>. Este autor advierte que la firmeza de las operaciones no se refiere al momento en el que contractualmente se

---

<sup>768</sup> Reglamento 909/2014, Considerando 11: “*El registro de los valores en forma de anotaciones en cuenta es un paso importante para incrementar la eficiencia de la liquidación y garantizar la integridad de una emisión de valores, especialmente en un contexto de creciente complejidad de los métodos de tenencia y transferencia. .../... No obstante, una vez que las operaciones con esos valores se ejecuten en los centros de negociación regulados por la Directiva 2014/65/UE y el Reglamento (UE) no 600/2014 o se ofrezcan como garantía real en las condiciones previstas en la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, esos valores deben estar registrados en el sistema de anotaciones en cuenta de un DCV a fin de garantizar, entre otras cosas, que todos ellos puedan liquidarse a través de un sistema de liquidación de valores. La inmovilización y la desmaterialización no deben suponer merma alguna de los derechos de los titulares de los valores, y deben realizarse de un modo que garantice que los titulares de los valores puedan verificar sus derechos*”.

<sup>769</sup> Véase GUTIÉRREZ GILSANZ, Javier: *La firmeza de las operaciones en el ámbito de la compensación (ECC) y en el ámbito de la liquidación (DCV). Momento y significado*; en *La reforma del sistema de poscontratación en España* (citado); págs. 319 a 354. MARTÍNEZ MULERO, Víctor: *Entidad de contrapartida central, compensación y liquidación del contrato bursátil y gestión de incumplimientos fallos e incidencias*; (Citado) pág. 9. TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*; en *Rev. de Derecho del Mercado de Valores*, nº 20, 2017. En pág. 3, habla de *principio de coordinación*.

<sup>770</sup> Para ver una descripción sobre el modo de operar y transmitir la información de la negociación y las diferentes fases, puede consultarse: *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014* (citado), pág. 48 y ss., que reconoce tres ámbitos diferentes: *contratación, compensación y registro*, gestionados respectivamente por los mercados, las ECC y los DCV.

<sup>771</sup> Un ejemplo de la afirmación del texto se ve en el art. 11.1 de la *Ley 41/1999*, establece que: “*Cada sistema determinará en sus propias normas el momento de irrevocabilidad y firmeza de las órdenes de transferencia, y en el caso de los sistemas interoperables, las normas de cada uno de ellos garantizarán, en la medida de lo posible, la coordinación con las normas de los otros sistemas afectados en cuanto a la determinación de tales momentos. No obstante, salvo que así lo establezcan expresamente las normas de todos los sistemas interoperables entre sí, las normas de cada uno de ellos relativas al momento de la irrevocabilidad y de la firmeza no se verán afectadas por las de los demás*”.

considera perfecto o concluido el negocio jurídico origen de la transacción<sup>772</sup>, sino que se refiere al momento en que la orden ha entrado en el sistema de post contratación<sup>773</sup>, momento a partir del cual e irrevocablemente<sup>774</sup> se concatenan las actuaciones, que terminan con el registro de valores en las cuentas de valores y de pago

---

<sup>772</sup> La Sociedad de Sistemas no interviene en la fase de contratación, ésta corresponde a las bolsas de valores, o a los sistemas multilaterales de negociación. Sólo cuando las operaciones de signo contrario han sido cruzadas y aceptadas, con o sin intervención de una ECC, es cuando interviene la Sociedad de sistemas, que debe liquidar las transacciones acordadas. GONZÁLEZ PUEYO, Javier: *Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*. CNMV, Monografía nº 39, mayo 2010: “*pueden distinguirse dos grandes tipos de infraestructuras de mercado: las infraestructuras de negociación y las de post-contratación (compensación, liquidación y registro-custodia)*”. CNMV: *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública* (citado), pág. 3, en el punto 11 aclara: “*Aunque la firmeza de las órdenes de transferencia es un concepto distinto del aseguramiento de la entrega, los cambios propuestos serían incompatibles con un momento de firmeza en el DCV como el actual (situado en el entorno de la contratación) y obligan a trasladar el momento en que dichas órdenes se consideran firmes al entorno de la liquidación. El objetivo es declarar firmes sólo aquellas órdenes que previsiblemente vayan a traer como consecuencia la entrega efectiva de los valores (cualidad que en el sistema actual se extiende a la totalidad de la contratación bursátil)*”.

<sup>773</sup> GUTIÉRREZ GILSANZ advierte, en pág. 336, de un problema, ya indicado, sobre las traducciones de las directivas, pues hay discrepancias entre los textos de diferentes idiomas. Así, tras el excurso, dice: “*La entrada de la orden en sistema implica que su cumplimiento necesariamente habrá de producirse de acuerdo con las normas que el propio sistema contiene con independencia de lo que suceda en la liquidación. En efecto, anotada la operación en el registro central (se refiere al que lleva la ECC) su cumplimiento se producirá en moneda del sistema lo que no significa necesariamente que el comprador vaya a recibir siempre los valores pretendidos y en la fecha de liquidación prevista*”. Dicha posición es acorde con lo dispuesto en el art. 11.2.b, que establece que: “*No implica obligación alguna para el gestor o agente de liquidación de garantizar o suplir la falta de efectivo o de valores de un participante, a efectos de llevar a cabo la liquidación de una orden o una compensación, ni la obligación de emplear a tal fin medios distintos de los previstos en las normas de funcionamiento del sistema*”. Conviene ver también las páginas siguientes, 338 y 339, sobre cómo actúa la ECC en los casos de incumplimiento de los participantes, llegando al préstamo de valores o al cumplimiento por equivalente si es imposible la entrega de valores.

<sup>774</sup> Reglamento UE 909/2014, Considerando 43: “*La Directiva 98/26/CE dispone que las órdenes de transferencia cursadas a los sistemas de liquidación de valores de conformidad con las normas de dichos sistemas son jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros. Sin embargo, dado que la Directiva 98/26/CE no se refiere específicamente a los DCV que explotan sistemas de liquidación de valores, conviene, por motivos de claridad, que en el presente Reglamento se exija a los DCV que definan el momento o momentos en que las órdenes de transferencia se cursan a sus sistemas y adquieren carácter irrevocable de conformidad con las normas de dicha Directiva. Además, para aumentar la seguridad jurídica, los DCV deben informar a sus participantes del momento en que las transferencias de valores y efectivo, en un sistema de liquidación de valores, pasan a ser jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros de conformidad, cuando corresponda, con las normas de la legislación nacional. Los DCV deben tomar asimismo todas las medidas razonables para garantizar que las transferencias de valores y efectivo sean jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros a más tardar al final del día hábil de la fecha de liquidación efectiva*”.

simultáneamente. Para RECALDE CASTELLS<sup>775</sup> *“el momento relevante es de la ejecución de la transferencia cuando la orden se comunica al DCV y éste la acepta”*.

El art. 2 del *Reglamento UE 909/2014*, contiene definiciones que conviene recordar para entender mejor el funcionamiento de la post contratación:

*“7) «liquidación»: la finalización de una operación con valores, dondequiera que se realice, con el fin de extinguir las obligaciones de las partes en dicha operación mediante la transferencia de fondos, de valores, o de ambas cosas;*

*9) «orden de transferencia»: una orden de transferencia como se define en el artículo 2, letra i), segundo guion, de la Directiva 98/26/CE;*

*12) «fecha teórica de liquidación»: la fecha, anotada en el sistema de liquidación de valores como fecha de liquidación, en la que las partes en una operación con valores acuerden que se realice la liquidación;*

*13) «plazo de liquidación»: el intervalo entre la fecha de contratación y la fecha teórica de liquidación;*

*14) «día hábil»: la jornada laborable definida en el artículo 2, letra n), de la Directiva 98/26/CE”*.

Conviene recordar que el *Reglamento UE 909/2014*, en sus Considerandos 38 y 39, contiene previsiones sobre responsabilidad de los DCV por la externalización de sus funciones, o por la llevanza conjunta de sus sistemas de liquidación y registro, que en ningún caso pueden suponer exención de la responsabilidad propia del DCV, salvo que la responsabilidad esté delimitada legalmente y las entidades participantes estén sujetas

---

<sup>775</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de la poscontratación*. En en La reforma del sistema de poscontratación en España (citado), pág. 788. Puede verse en las páginas siguientes, las reflexiones de este autor sobre el alcance y protección que brinda la firmeza e irrevocabilidad en los sistemas de pago, que, según el autor, *“no pretende proteger al adquirente, sino evitar efectos perturbadores para el sistema”*.

“a una regulación y supervisión adecuadas” <sup>776</sup>. Es el supuesto de la externalización de servicios, tal y como impone el art. 30 del *Reglamento UE 909/2014*:

*“1. Los DCV que externalicen a terceros servicios o actividades seguirán siendo plenamente responsables del cumplimiento de todas las obligaciones que les incumben con arreglo al presente Reglamento y deberán cumplir en todo momento las condiciones siguientes:*

*a) que la externalización no entrañe una delegación de su responsabilidad;*

*b) que las relaciones y obligaciones del DCV con respecto a sus participantes o emisores no se vean alteradas;*

Mencionar que la liquidación, el origen de las órdenes de anotación provienen en la mayoría de ocasiones, de *Target2Securities* (véase el epígrafe siguiente) a quien la Sociedad de Sistemas externaliza la fase de liquidación. La disposición citada debe complementarse con el art. 31.1 del Reglamento europeo:

*Servicios prestados por terceros distintos del DCV:*

*1. No obstante lo dispuesto en el artículo 30 y, cuando la legislación nacional así lo exija, una persona distinta del DCV podrá ser responsable del registro de anotaciones en las cuentas de valores mantenidas por el DCV.*

---

<sup>776</sup> Considerando 38, sobre la externalización de funciones: “La externalización de las mencionadas actividades debe subordinarse a condiciones estrictas que sigan atribuyendo a los DCV la responsabilidad por sus actividades y aseguren que la supervisión de los DCV no se vea perjudicada.

Considerando 39: “En particular, en algunos Estados miembros, los operadores de cuentas o los participantes en los sistemas de liquidación de valores gestionados por DCV registran las anotaciones en las cuentas de valores mantenidas por el DCV, sin ser ellos necesariamente proveedores de cuentas. Ante la necesidad de seguridad jurídica sobre las anotaciones realizadas en las cuentas a nivel de los DCV, es preciso que el presente Reglamento reconozca la función específica que desempeñan esas otras partes. Por ello debe ser posible, en circunstancias específicas y cumpliendo normas estrictas establecidas en disposiciones legales, disponer que el DCV y la otra parte de que se trate compartan la responsabilidad, o bien disponer que la responsabilidad exclusiva respecto de ciertos aspectos relacionados con el mantenimiento de cuentas de valores en el nivel más alto recaiga en esa otra parte, siempre que esta esté sujeta a una regulación y supervisión adecuadas. No conviene establecer restricciones respecto de la medida en que se comparte la responsabilidad”.

### *2.1. Características comunes en la anotación de transacciones sobre valores anotados y régimen jurídico de las transacciones de valores.*

Todos los textos legales persiguen fines de eficacia y seguridad jurídica en las transacciones<sup>777</sup>. Esa finalidad, debe alcanzarla la Sociedad de Sistemas organizando el registro contable, conforme al art. 9.1 TRLMV, a cuyo efecto establece los requisitos y protocolos<sup>778</sup> en virtud de los cuales se practican las inscripciones. El art. 32.1, último párrafo del RD 878/2015, contempla la existencia de diversas circunstancias y requisitos a tener en cuenta en la compensación, liquidación y registro, y cuyas *“especialidades deberán ser objeto de regulación en los reglamentos y normativa interna de las entidades de contrapartida central, de los depositarios centrales de valores y, en su caso, de los mercados y sistemas multilaterales de negociación”*.

Debido a la existencia de estas especialidades conviene distinguir entre:

#### ***A) Modo de llevar las cuentas de valores negociados.***

La referencia es al *sistema de registro de doble escalón*, previsto en el art. 9.1 de la LMV<sup>779</sup>, que se aplica a cualquier Depositario Central de Valores, según dispone dicho artículo (y reitera el art. 32 del RD 878/2015). La distribución de las cuentas entre el DCV y las entidades participantes se realiza conforme a los arts. 31 a 34 del RD 878/2015.

---

<sup>777</sup> El régimen de anotaciones debía ofrecer la misma seguridad jurídica que en su día tuvieron las transacciones de títulos valores, como se ha reiterado anteriormente. Así se pronunciaba GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*; (citado), pág. 158: *“Desde un punto de vista jurídico, lo que tiene una especial trascendencia es la solidez jurídica de las instituciones y normas que dan soporte a esta actividad, en su vertiente internacional”*.

<sup>778</sup> Por ello se usaron las referencias de registro como elemento de seguridad de las transacciones al permitir la trazabilidad de las operaciones y denegar la inscripción en el registro sin la presentación de las referencias. CNMV-BDE *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*; (Citado). Pág. 32, señalan las diferencias entre la regulación española y los principales mercados europeos.

<sup>779</sup> *“Todo depositario central de valores que preste servicios en España adoptará un sistema de registro compuesto por un registro central y los registros de detalle a cargo de las entidades participantes en dicho sistema”*.

*Los saldos se contabilizan por partida doble*<sup>780</sup>, por aplicación del art. 59.1 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, en el sentido de reflejar una sucesión de movimientos y una posición en un momento dado en las cuentas de origen de los valores transmitidos y las de destino, sin olvidar que el número de valores es inalterable y exacto para cada emisión y así aparece en el registro central. Debe recordarse que la transmisión de valores se produce con la anotación, como se desprende del art. 11.1 LMV: *“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”*.

Desde un punto de vista funcional, *el registro contable central se organiza por emisiones de valores negociados* a los que corresponda el mismo código ISIN<sup>781</sup>. El registro de cada emisión (en el central y los de detalle), está organizado mediante cuentas identificadas por la titularidad, clases de valores, y otros datos necesarios<sup>782</sup> sobre las que se producen los abonos y adeudos de valores.

---

<sup>780</sup> Aunque el precepto habla de contabilidad por partida doble, no se corresponde exactamente con el criterio de las normas de contabilidad, basta con ver la dicción del art. 59.1 *Reglamento Delegado UE 392/2017*: *“Los DCV llevarán una contabilidad por partida doble, según la cual a cada abono en una cuenta de valores mantenida por el DCV, de forma centralizada o no centralizada, le corresponderá un adeudo en otra cuenta de valores mantenida por el mismo DCV”*.

<sup>781</sup> Art. 32.1 del *Real Decreto 878/2015*.

<sup>782</sup> Información que publica la propia página web de IBERCLEAR: <http://www.iberclear.es/esp/SistemasTecnicos/Bursatil/RegistroValores.aspx>.

*“IBERCLEAR ha establecido una codificación de cuentas compatible con T2S. Las entidades Participantes se identifican por su código BIC de 11 posiciones, y las cuentas asociadas a dicho código BIC se identifican por un código alfanumérico de 35 posiciones que indica, a simple vista, qué tipo de cuenta es y a qué entidad pertenece.*

*El saldo total de cada una de las cuentas abiertas en el Registro Central para cada código de valor, salvo en el caso de las cuentas bloqueadas, puede desglosarse en determinados saldos que identifiquen la situación de los valores incluidos en la cuenta:*

*1. Saldo disponible: Saldo de valores anotados o liquidados.*

*2. Saldo no disponible: A solicitud de las entidades Participantes, IBERCLEAR anotará los valores procedentes del saldo disponible en el saldo no disponible, con objeto de que los valores no sean tenidos en cuenta en los procesos de liquidación.*

*3. Saldo retenido: Saldo de valores retenido por IBERCLEAR durante el proceso de liquidación, como paso previo a la comprobación de la suficiencia de efectivo. Una vez las instrucciones de liquidación se liquiden o, en su defecto, se rechacen por falta de efectivo, el saldo retenido será cero.*

*Las cuentas bloqueadas de las entidades sólo se pueden desglosar en un saldo que refleje el total de valores incluidos en dichas cuentas*

## **B) Aplicación de los principios del registro contable.**

La práctica de las anotaciones, procedentes de transacciones de toda índole, debe efectuarse respetando los principios registrales<sup>783</sup> establecidos en la LMV, arts. 11 y 13, como el tracto sucesivo y prioridad temporal<sup>784</sup>, desarrollados en el art. 17 del RD 878/2015, e integridad de las emisiones y alcanzar el resultado de la correcta anotación (véase lo dicho sobre tratarse de una obligación de resultado), con la finalidad que resalta el Considerando 11, *in fine*, del Reglamento europeo: “*deben realizarse de un modo que garantice que los titulares de los valores puedan verificar sus derechos*”. Procede recordar el hecho de existir un único registro contable por emisión, aunque llevado de modo conjunto por la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes en las cuentas central y de detalle, el doble escalón, que responde al *principio de unidad registral*, por aplicación del art. 8.1 LMV.

Como se ha dicho al hablar de los principios registrales es difícil su consideración en las transacciones del mercado, pues se casan múltiples operaciones de distinto valor,

---

<sup>783</sup> Previstos en los arts. 11 y 13 de la LMV, desarrollados en los arts. 13 a 18 del RD 878/2015 y recogidos finalmente en el Reglamento de la Sociedad de Sistemas en sus arts. 17 y 18. En el año 2011, ante los cambios que se avecinaban por la previsible adopción de legislación europea sobre DCV, la CNMV reflexionaba del siguiente modo en: *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública* (citado), pág. 17, advertía: “*Por otro lado, no debieran suprimirse los principios registrales actualmente de aplicación, como los de prioridad y tracto sucesivo, ni la regla de que no puede practicarse un abono sin el correspondiente cargo, si bien el hecho de que la liquidación de las operaciones se realice mediante saldos y que los cargos y abonos o altas y bajas ya no se produzcan a través del sistema centralizado de las RR y que se “internalicen” cuando se trate de transacciones entre clientes de una misma entidad participante, incrementa el riesgo operativo de que por error, dolo o negligencia, se violen esos principios*”.

<sup>784</sup> RD 878/2015: “*Artículo 17. Prioridad y tracto sucesivo.*

1. *Los registros contables de valores anotados se regirán por los principios de prioridad de inscripción y de tracto sucesivo.*

2. *Conforme al principio de prioridad, una vez producida cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que sea incompatible con la anterior. Asimismo, la entidad encargada de la llevanza del registro contable practicará las inscripciones correspondientes conforme al orden de presentación.*

3. *Conforme al principio de tracto sucesivo, para la inscripción de la transmisión de valores será precisa la previa inscripción de los mismos en el registro contable a favor del transmitente. Igualmente, la inscripción de la constitución, modificación o extinción de derechos reales sobre valores inscritos requerirá su previa inscripción a favor del disponente”.*

origen y número de ellos. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ y RECALDE CASTELLS<sup>785</sup>, sostienen que no son trasladables los principios registrales de prioridad y tracto sucesivo a los valores negociados que siguen el sistema de doble escalón, “*ya que en este caso no existe un registro único que permita trazar las transacciones de los valores*”.

Ciertamente el sistema actual dificulta el seguimiento de las transacciones de valores, pero no puede olvidarse que existe un número limitado de valores, que debe permanecer íntegro, por tanto, los abonos en una cuenta han de corresponder exactamente con los adeudos en otra u otras cuentas. También se cuenta con el sistema de información que permite rastrear y reconstruir las operaciones. De este modo, es posible seguir el origen de los valores que cambian de cuenta y también el negocio que lo origina mediante ese sistema de información previsto en el art. 114 LMV<sup>786</sup>.

La liquidación es previa al registro y deben observarse los siguientes **principios del sistema de liquidación de operaciones**<sup>787</sup>, del art. 78 del RD 878/2015<sup>788</sup>. Estos

---

<sup>785</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta* (citado), pág.59, habla de desconexión entre comprador y vendedor. RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 791: “*Casi nunca existe un negocio entre dos partes que entren en contacto. Aunque el adquirente no sepa de quién adquiere, ello no es obstáculo a la firmeza de las órdenes siendo irrelevante quién sea el propietario de los valores*”.

<sup>786</sup> Véase también el Considerando 59 del *Reglamento 909/2014*, sobre el acceso a la información cruzada entre las ECC y los DCV, respecto de las operaciones que se realizan. Esto tiene su plasmación en el art. 7, apartados 10 y 15 del Reglamento europeo. También el art. 37 sobre intercambio de información entre el DCV y demás encargados del registro contable “*de tal modo que se preserve la integridad de la emisión*”.

<sup>787</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*. En Revista de Derecho del Mercado de Valores. (citado). Pág. 16.

<sup>788</sup> Artículo 78. Principios rectores del sistema de liquidación de operaciones.

1. *El sistema de liquidación responderá a los principios de entrega contra pago, objetivación de la fecha de liquidación y neutralidad financiera, en los términos indicados en los apartados siguientes.*

2. *Los depositarios centrales de valores sólo liquidarán las operaciones respecto de las que exista saldo de valores o efectivo suficiente y disponible para ello.*

3. *Las transferencias de valores y efectivo resultantes de la liquidación se practicarán u ordenarán por los depositarios centrales de valores de modo simultáneo.*

4. *La liquidación correspondiente a cada sesión en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación tendrá lugar un número prefijado de días después, de acuerdo con lo establecido en el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014. El sistema de liquidación de valores tendrá como objetivo alcanzar la liquidación antes de terminar la jornada de la fecha prevista de liquidación. En todo caso, deberá producirse el cierre de la cuenta de liquidación antes del inicio de la siguiente sesión.*

principios de liquidación son de obligada observancia y comprobación, y son complementarios de los principios registrales, porque no puede realizarse ninguna transacción sobre valores que no estén previamente asentados en las cuentas, ni por más valores que los disponibles conforme a las cuentas en las que están registrados.

*C) Requisitos y protocolos de comunicación de órdenes e instrucciones.*

La configuración de las cuentas, el modo de anotar, los detalles que deben figurar en cada cuenta, son competencia exclusiva de la legislación de cada país (se remite a lo dicho anteriormente, respetando los principios y obligaciones de la legislación europea y ofreciendo la posibilidad de segregar las cuentas previa solicitud de los clientes, conforme al art. 38 del *Reglamento UE 909/2014*, y el artículo 55 apartado primero, del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, que reproduce que deben llevar “registros separados<sup>789</sup> en relación con cada cuenta de conformidad con el artículo 38 del *Reglamento (UE) n° 909/2014*”.

Los requisitos de anotación, protocolos de comunicación y medios técnicos para el cumplimiento de ambos, están atribuidos a los DCV según el art. 101.1 LMV:

*“Asimismo, el reglamento (el interno de la Sociedad de Sistemas) regulará los procedimientos para gestionar la entrega de valores y su pago, la determinación del momento de firmeza de las instrucciones de liquidación, la política de gestión de riesgos así como las garantías de todo tipo que puedan tener que constituir las entidades participantes en función de las actividades que desarrollen”.*

Cont. \_\_\_\_\_

*5. Los cargos y abonos en las cuentas de efectivo derivados de las órdenes de transferencia de valores y efectivo tendrán valor mismo día.*

<sup>789</sup> El art. 38 del *Reglamento UE 909/2014*, sólo exige que se ofrezca la posibilidad de segregar las cuentas generales de terceros (incluyendo las denominadas ómnibus), de las propias y de los clientes que lo soliciten.

Para llegar a la inscripción, debe tenerse presente el origen de las transacciones<sup>790</sup>, pues si se trata de operaciones realizadas dentro del mercado, de acuerdo con el art. 93.1 del TRLMV, el art. 62.1 RD 878/2015, dispone que “*será obligatoria la compensación centralizada por parte de una entidad de contrapartida central de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que sean realizadas en segmentos de contratación multilateral de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación*”.

La anotación de las transacciones en el registro contable depende del cumplimiento de los requisitos formales y de comunicación que establece la Sociedad de Sistemas y su comprobación y aceptación, en el entendido que no todas las transacciones provienen de la ECC, ni siquiera del mercado, a cuyo efecto el *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*<sup>791</sup> establece:

*Artículo 32. Diversidad de modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia*<sup>792</sup>.

*1. En atención al régimen de contratación o a la posible intervención de una entidad de contrapartida central, la Sociedad de Sistemas establecerá, mediante Circular*<sup>793</sup>, *diversas modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia cursadas al sistema. .../...*

---

<sup>790</sup> En el mismo sentido de diferenciar por la procedencia de las órdenes e instrucciones de anotación: RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 789.

<sup>791</sup> Recuérdese que la Sociedad de Sistemas está facultada para la adopción de normas y procedimientos conforme al art. 6, apartados 3 y 4, del *Reglamento UE 909/2014*; art. 101 del TRLMV y los arts. 32.1 y 35.1 del RD 878/2015.

<sup>792</sup> Véase el art. 32.2 y 3 del RD 878/2015. Para ver una descripción sobre el modo de operar y transmitir la información de la negociación y las diferentes fases, puede consultarse: *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014* (citado), pág. 48 y ss.

<sup>793</sup> Las Circulares vigentes, en el momento de redactar estas líneas, sobre las diferentes modalidades de liquidación son:

*Circular n.º 12/2017, sobre Acuerdos con mercados, sistemas de negociación, entidades de contrapartida central y otras entidades; Circular n.º 15/2017, sobre Procedimiento de liquidación de operaciones en las que intervienen entidades de contrapartida central; Circular n.º 16/2017, sobre Procedimiento de liquidación de operaciones concertadas en un mercado oficial o SMN; Circular n.º 17, sobre*

Este artículo del Reglamento interno está en consonancia con el art. 10.2 del mismo Reglamento por el que puede establecer los requisitos técnicos y funcionales para la participación en los sistemas que gestiona, el art. 27.3 y 4, por el que ejerce labores de dirección y administración de los sistemas de liquidación e impone una misma estructura de registro para todos los sistemas<sup>794</sup>, y el art. 31.1, que establece cuándo aceptará la Sociedad de Sistemas las órdenes de transferencia de valores<sup>795</sup>.

Conforme al art. 32 de su Reglamento, la Sociedad de Sistemas adoptó la *Circular nº 08/2017, de 4 de septiembre: Sistema de registro y liquidación de valores ARCO. Aprobación del manual de procedimientos*<sup>796</sup>, estableciendo los protocolos técnicos de comunicación y aceptación para la liquidación de operaciones con valores. Establece diferentes protocolos según la procedencia y tipo de operación, de modo que las instrucciones y órdenes de liquidación sean fácilmente identificables, distinguiendo

Cont. \_\_\_\_\_

*Procedimiento de liquidación de operaciones bilaterales; Circular nº 18/2017, sobre Procedimiento opcional de intermediario financiero.*

<sup>794</sup> Acorde con lo dispuesto en el art. 35.1 del RD 878/2015.

<sup>795</sup> Según el art. 32.1 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, estas modalidades podrán prever que “*las entidades participantes envíen por sí mismas las comunicaciones al Sistema de Liquidación ARCO, o bien que autoricen su envío a través del mercado secundario oficial, sistema multilateral de negociación, sistema organizado de contratación o entidad de contrapartida central*”. En los respectivos Reglamentos de las Bolsas de Valores, como en la de Valencia, en su art. 4.4, contienen disposiciones por las que “*En cumplimiento de las funciones que le son propias, la Sociedad Rectora facilitará al sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, gestionado por el sistema de liquidación designado por la Sociedad Rectora, los datos relativos a la identificación de sus miembros, de los valores negociables en la Bolsa, así como de las ejecuciones realizadas sobre dichos valores, con el detalle de la fecha y hora de la negociación, así como el número asignado por la Bolsa, incorporando la información relativa a los miembros que intervengan en cada ejecución*”. Junto a lo anterior, el art. 9 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas impone obligaciones a los miembros de la Bolsa, como las de ajustarse a los procedimientos de compensación, liquidación y registro, con los que la Bolsa haya establecido convenios.

<sup>796</sup> Esta Circular es la segunda con el mismo nombre, la primera de ellas, la Circular *05/2016, de 29 de enero*, se adoptó como consecuencia de los acuerdos alcanzados con la plataforma de liquidación TARGET2-Securities (T2S), desarrollada por el Eurosistema dentro del Banco Central Europeo. La citada Circular sólo contiene la “*Norma única- Aprobación del Manual del Sistema de Información. Se aprueba el Manual del Sistema de Información de IBERCLEAR, al que se denominará Interfaz de poscontratación (PTI), el cual se encuentra a disposición de las entidades en el área privada de la web de IBERCLEAR*”. Mediante la adopción del sistema ARCO se unificaron las dos plataformas de liquidación existentes en los mercados, la de renta fija, gestionada inicialmente por el Banco de España, y la plataforma de liquidación del mercado de renta variable, gestionado por la Sociedad de Sistemas.

según vengan ya casadas o no, sean firmes o quepa cancelación, etc.<sup>797</sup>. Todas las operaciones de mercado, sea cual sea su origen, están sujetas a dichos requisitos técnicos<sup>798</sup>.

Entre los requisitos técnicos exigibles se encuentra la *codificación de valores y cuentas*<sup>799</sup>. El registro se lleva mediante sistemas informáticos y se usan códigos identificativos comunes que facilitan la identificación de valores, titulares, cuentas, operaciones y transmisiones de datos entre los participantes. La Sociedad de Sistemas<sup>800</sup> organizadora del sistema de registro, tiene su propio identificador de DCV<sup>801</sup>. El *sistema de codificación es funcional*<sup>802</sup>, es decir, adaptado al soporte informático en el que se registra y a las operaciones que debe realizar. El soporte en sí mismo es indiferente si

---

<sup>797</sup> La propia Sociedad de Sistemas comunica en su página web el modo de operar, indicando que todas las entidades participantes, deberán realizar los intercambios de información previstos en el presente procedimiento a través de los sistemas de comunicación/conexión establecidos con IBERCLEAR. Tras las comprobaciones necesarias, IBERCLEAR enviará las instrucciones de liquidación a TARGET2S. IBERCLEAR gestiona el Sistema de Liquidación ARCO. Su propósito es ejecutar transacciones comprensivas de órdenes de transferencia de valores y efectivo instruidas sobre valores depositados en el registro de IBERCLEAR, indistintamente de la plataforma de negociación donde fueran acordadas o si alguna entidad de contrapartida central hubiese tomado parte en la transacción.

<sup>798</sup> En el *Manual de procedimientos* se detallan los campos obligatorios, adicionales y opcionales para el case.

<sup>799</sup> Con anterioridad ya se usaba un sistema codificado, debido a las recomendaciones del IOSCO y obligaciones asumidas ante la AEVM, muchas de las cuales se recogen en los arts. 54 y 55 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*.

<sup>800</sup> Recuérdese que la Sociedad de Sistemas es el DCV de las Bolsas españolas por la designación expresa contenida en el TRLMV, en el RD 878/2015 y en la solicitud de reconocimiento como tal ante la ESMA.

<sup>801</sup> Art. 55.2.d) del *Reglamento Delegado UE 392/2017*.

<sup>802</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta*. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia 2006; pág. 72, para quien los valores anotados son valores codificados informáticamente, "*cuya principal función es identificar las distintas circunstancias que acompañan al derecho instrumentado*". GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta* (obra citada), pág. 423. TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores: El sistema de compensación y liquidación de valores* (obra citada), pág. 35. También MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A: *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*. Thomson Reuters-Aranzadi, 1997. Pág. 132. Puede verse esta preocupación en los diversos informes, estudios y documentos a consulta de la CNMV y de la propia Sociedad de Sistemas, ante las sucesivas reformas que se han ido produciendo, muchos de los cuales han sido referenciados en las notas a pie de página.

cumple la función asignada y es apto para ofrecer esa seguridad jurídica exigida<sup>803</sup>, lo relevante es que el sistema de anotaciones cumpla con las funciones asignadas<sup>804</sup>.

Funcionalmente, en la anotación en el registro se hará constar, entre otras cosas, diversos códigos de identificación<sup>805</sup> como el *identificador de la cuenta de valores* (art. 54.2.j del *Reglamento Delegado UE 392/2017*) y el *identificador de la cuenta de valores de los participantes*, (art. 55.2.j), junto con los códigos correspondientes a los datos necesarios de identificación del tipo de valor y operación. El art. 35.1 del RD 878/2015 da cumplimiento a lo anterior: *“las entidades participantes organizarán los registros de detalle mediante un sistema de codificación único y estandarizado de cuentas que será regulado por el depositario central de valores en su normativa interna”*<sup>806</sup>.

Codificación<sup>807</sup>, protocolos de comunicación, organización de las cuentas y registro de los datos, son función exclusiva de los DCV, de la Sociedad de Sistemas, entra dentro de las facultades atribuidas y a cuyo fin usa su facultad normativa, reflejado en el art. 19.4 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*<sup>808</sup>, siendo responsable de ello como

---

<sup>803</sup> Cabían diversas alternativas, como la creación de un registro público, o privado, y dentro de ellos, optar por un registro de titulares o de bienes, etc. De hecho, como puede verse en §5.2.1. y §5.2.2.1., la doctrina, junto con el trasvase de las características propias de los títulos, y como el paso a un sistema de registro, tuvo que guiarse también por muchos de los principios registrales, la mayoría tomados de los sistemas y principios existentes en el derecho registral público sobre el que existe una mayor literatura jurídica.

<sup>804</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores: El sistema de compensación y liquidación de valores*; (obra citada), en pág. 36, habla de *“principio de equivalencia”* refiriéndose a la equivalencia con la anterior negociación de títulos valores.

<sup>805</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta*; (citado) pág. 136 a 163.

<sup>806</sup> Este mismo art. 35, en su apartado 2, dispone una relación de los datos que como mínimo deben reflejarse: *“El sistema de codificación permitirá obtener para cada clase de valor fungible información, al menos, sobre la identidad del titular que figure en el registro, el saldo de valores, las fechas relevantes, transacciones que den lugar a una variación del saldo y, cuando sea posible identificarlo, el precio de estas, así como la existencia de cualquier derecho o gravamen que afecte a los valores anotados, su fecha de constitución y de cancelación”*.

<sup>807</sup> Cabe decir que los mercados y los depositarios centrales de valores, ya usaban diversos códigos de identificación de emisores, operaciones, valores, participantes, cuentas, etc., por recomendación de organismos como el IOSCO, incluso desde antes de dictarse los Reglamentos Delegados de la Unión Europea.

<sup>808</sup> Art. 19.4 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: *“4. La Sociedad de Sistemas determinará las reglas de codificación de las cuentas y otra información estandarizada para la llevanza de las cuentas de*

se ha indicado anteriormente. A dicho efecto, el art. 27.3 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas dispone: *“Todos los sistemas de liquidación de órdenes de transferencia de valores y efectivo gestionados por la Sociedad de Sistemas tendrán la misma estructura del registro de valores”*<sup>809</sup>.

Partiendo de lo dicho, deben tenerse presentes las siguientes características del sistema:

- a) Los registros, central y de detalle se organizan mediante un sistema único y estandarizado de cuentas (art. 35.1), un sistema homogéneo que facilita la comunicación y el control.
- b) El sistema de codificación permite identificar la identidad de los titulares registrados, el saldo de valores, las fechas relevantes (contratación, firmeza de la operación, constitución de derechos, etc.), las transacciones que varíen el saldo, y el precio de los valores, así como cualquier circunstancia que afecte a los valores<sup>810</sup> (art. 35.2).
- c) *Identificación del emisor*<sup>811</sup>, puesto que hay diferentes emisores y emisiones y, por tanto, diferentes registros contables. Cada entidad tiene un código identificador único, el *código LEI*.

Cont. \_\_\_\_\_

*detalle de terceros, que incluirá datos sobre la entidad participante que mantiene la cuenta, el titular de los valores, así como si los saldos de valores anotados se encuentran disponibles o bloqueados, sin perjuicio de que dichas entidades puedan mantener otros datos adicionales que supongan una mejora en su gestión y en su funcionamiento. Asimismo especificará los datos relativos a las inscripciones en dichas cuentas, que deberán contener, al menos, información sobre fechas de operación y anotación, el motivo o tipo de operación, el número de valores y, cuando corresponda, la entidad contrapartida, el precio y el efectivo de la operación.*

<sup>809</sup> Con la adopción de la *Circular nº 08/2017, de 4 de septiembre: Sistema de registro y liquidación de valores ARCO*, cumplió con la función de establecer un estándar de comunicación con la plataforma de liquidación TARGET2-Securities (T2S) y unificación de las plataformas de renta fija y renta variable.

<sup>810</sup> Se toma como base para dicha afirmación los arts. 55 del *Reglamento Delegado UE 392/2017* y arts. 19, 32, 33 y 51 del RD 878/2015 y art. 19 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*.

<sup>811</sup> Art. 55.2.a) del *Reglamento Delegado UE 392/2017*. El Manual de operaciones especifica los datos de identificación de entidades, participantes y tipos de operaciones.

- d) *Emisión* identificada mediante el *Código ISIN*<sup>812</sup>. Sin olvidar que la ampliación o reducción del número de valores de cada emisión se rige por la ley bajo cuyo régimen se crearon, la Ley de Sociedades de Capital principalmente.
- e) Codificación de participantes mediante un *código BIC de 11 posiciones*<sup>813</sup>;
- f) Codificación de cuentas, compatible con *Target2 Securities*, que se realiza mediante un código alfanumérico de 35 posiciones que indica, a simple vista, qué tipo de cuenta es y a qué entidad pertenece, que permite también conocer si se trata también de saldos disponibles, no disponibles, bloqueados, o retenidos.

#### **D) Plataforma de liquidación Target2 Securities.**

En el artículo 31 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, se menciona a *Target2 Securities* (abreviado T2S, o Target2S), y que las transacciones se consideran firmes cuando *Target2 Securities* las acepta. Es necesario un breve inciso para aclarar que *Target2 Securities* no es un depositario central de valores, ni un depositario de depositarios<sup>814</sup>, es un sistema, un servicio que a través de sus medios técnicos presta el

---

<sup>812</sup> Art. 32.1 RD 878/2015.

<sup>813</sup> Información que publica la propia página web de IBERCLEAR: <http://www.iberclear.es/esp/SistemasTecnicos/Bursatil/RegistroValores.aspx>.

*“IBERCLEAR ha establecido una codificación de cuentas compatible con T2S. Las entidades Participantes se identifican por su código BIC de 11 posiciones, y las cuentas asociadas a dicho código BIC se identifican por un código alfanumérico de 35 posiciones que indica, a simple vista, qué tipo de cuenta es y a qué entidad pertenece.*

*El saldo total de cada una de las cuentas abiertas en el Registro Central para cada código de valor, salvo en el caso de las cuentas bloqueadas, puede desglosarse en determinados saldos que identifiquen la situación de los valores incluidos en la cuenta:*

- 1. Saldo disponible: Saldo de valores anotados o liquidados.*
- 2. Saldo no disponible: A solicitud de las entidades Participantes, IBERCLEAR anotará los valores procedentes del saldo disponible en el saldo no disponible, con objeto de que los valores no sean tenidos en cuenta en los procesos de liquidación.*
- 3. Saldo retenido: Saldo de valores retenido por IBERCLEAR durante el proceso de liquidación, como paso previo a la comprobación de la suficiencia de efectivo. Una vez las instrucciones de liquidación se liquiden o, en su defecto, se rechacen por falta de efectivo, el saldo retenido será cero.*

<sup>814</sup> La Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, en su art. 8.i, reconoce a Target2 Securities como sistema de pago “gestionado por el Banco de España y componente español del sistema de grandes pagos denominados en euros «TARGET 2», gestionado por el

*Eurosistema* para la liquidación de valores y efectivo. Mantienen las funciones como liquidadores y registradores los depositarios<sup>815</sup> que recurren a este servicio como la Sociedad de Sistemas. Facilita la armonización de los protocolos de comunicación y los procedimientos operativos entre diversos operadores europeos, y evita la necesidad de múltiples conexiones técnicas entre los DCV, a la par que dota de seguridad a la entrega de valores contra el pago de efectivo.

Cont. \_\_\_\_\_

*Sistema Europeo de Bancos Centrales, incluidas sus conexiones con los demás componentes nacionales de TARGET 2*". Target2S, es el acrónimo de Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer. Desde el 18 de septiembre de 2017, la liquidación de valores y efectivo corresponde a esta plataforma auspiciada por el Eurogrupo, y formado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales de Alemania, Francia, España e Italia, aunque participan prácticamente todos los DCV de la Unión Europea, excepto Grecia. Según la Orientación del Banco Central Europeo, de 18 de julio de 2012, sobre TARGET2-Securities (BCE/2012/13), art. 1.1: *T2S se basará en una plataforma técnica única vinculada a los sistemas de liquidación bruta en tiempo real de los bancos centrales. Será un servicio del Eurosistema a los DCV que permitirá la liquidación de operaciones de valores, con carácter básico, neutral y transfronterizo, por el procedimiento de entrega contra pago en dinero del banco central. Véase: T2S FRAMEWORK AGREEMENT. BETWEEN BANCO DE ESPAÑA ACTING IN THE NAME AND ON BEHALF OF ALL OF THE MEMBERS OF THE EUROSISTEMA AND IBERCLEAR - BME GROUP, de 31 de octubre de 2011, firmado por la Sociedad de Sistemas el 8 de mayo de 2012. Para la liquidación de efectivo se puso en marcha el Sistema Target, inicialmente para el enlace de cada uno de los sistemas de liquidación de pagos de los bancos centrales con el resto, y desde noviembre de 2007 opera TARGET2 para efectivo, como plataforma técnica los sistemas de pagos que venían gestionando cada uno de los bancos centrales, permitiendo a las entidades operar bajo las mismas condiciones en toda Europa, según información de NÚÑEZ, Susana y JIMÉNEZ, Monserrat: Informes internacionales. Target2-Securities. CNMV Boletín NMV. Trimestre IV, 2007, págs. 135 y 136. Ya advertían estas autoras, en pág. 141, que se trata de un servicio ofrecido a los DCV por el Eurosistema y "en ningún caso se pretende crear un DCV" .../... Las cuentas de valores, aunque residirían en dicha plataforma, continuarían abiertas en los DCV (legal y contractualmente), que seguirían siendo los responsables de su apertura y cierre, de su mantenimiento y de la actualización de su información. Cada una de las cuentas de valores residentes en T2S tendrían que estar necesariamente adscritas a un único DCV y todas las operaciones que afecten a los saldos de las cuentas serían anotadas en la plataforma T2S (operaciones de mercado primario, secundario, etc.).*

<sup>815</sup> Ya en el informe: *Target2-Securities. Legal feasibility*, del Banco Central Europeo de 8 de marzo de 2007, en pág. 3, decía que las relaciones entre los CSD y sus participantes continuarían siendo regidos por los acuerdos contractuales: *"The Eurosystem has therefore concluded that there are no major legal obstacles to the technical establishment of a settlement engine or to the operating of securities accounts in a database infrastructure that is not necessarily located in the same jurisdiction as that of the relevant CSD. The common technical location of the technical infrastructure (or parts of it) would therefore not affect this legal set-up. The Eurosystem also noted that the contractual aspects of the account relationship between each CSD and its participants would continue to be governed by the contractual or other legal arrangements governing the account/their participation in the CSD, as T2S will not interfere with this relationship. The Eurosystem does not foresee any substantial impediments in respect of the database set-up, provided that the legal arrangements for the single technical infrastructure clearly specify the respective legal rights and obligations of CSDs and the Eurosystem members"*.

La Sociedad de Sistemas tiene un acuerdo contractual con TARGET2S<sup>816</sup> para las funciones de liquidación de valores, con la consideración de una externalización de servicios, acorde con el art. 30 del *Reglamento UE 909/2014* y 98.4 del TRLMV, manteniendo la responsabilidad la Sociedad de Sistemas en todo momento<sup>817</sup>, como se observa incluso en el *Contrato marco*<sup>818</sup> suscrito entre la Sociedad de Sistemas y el

---

<sup>816</sup> El Reglamento de la Sociedad de Sistemas, art. 4.6, contempla el acuerdo con Target2 Securities para la prestación de servicios de liquidación de valores y efectivo. Ver el Contrato-marco en: [http://www.iberclear.es/docs/docsSubidos/Contrato\\_marco\\_TARGET2-Securities\\_\(mayo\\_2012\).pdf](http://www.iberclear.es/docs/docsSubidos/Contrato_marco_TARGET2-Securities_(mayo_2012).pdf).

<sup>817</sup> El mantenimiento de la responsabilidad por la Sociedad de Sistemas es una exigencia derivada del art. 30 del *Reglamento UE 909/2014: Externalización*

1. Los DCV que externalicen a terceros servicios o actividades seguirán siendo plenamente responsables del cumplimiento de todas las obligaciones que les incumben con arreglo al presente Reglamento y deberán cumplir en todo momento las condiciones siguientes:

a) que la externalización no entrañe una delegación de su responsabilidad.

Dicho precepto es acorde con la previsión del Considerando 38 del *Reglamento 909/2014*: “Dada la importancia de las funciones confiadas a los DCV, conviene disponer en el presente Reglamento que los DCV no pueden transferir sus responsabilidades a terceros mediante la externalización contractual de sus actividades a terceros. La externalización de las mencionadas actividades debe subordinarse a condiciones estrictas que sigan atribuyendo a los DCV”.

<sup>818</sup> *Contrato marco de TARGET2-Securities*. Art. 1.4: “The Eurosystem shall have no contractual relationship with the Contracting CSD’s customers related to the Eurosystem’s provision of T2S Services to the Contracting CSD. The Contracting CSD shall remain exclusively responsible for its business and contractual relations with its customers, including Directly Connected Parties (DCPs), in relation to its services enabled by the Eurosystem’s provision of the T2S Services, or other services provided in the Contracting CSD’s capacity as a CSD or as an operator of a Securities Settlement System”.

Sobre la asunción de reclamaciones concretas de los clientes de los DCV, el art. 33 del Acuerdo Marco, concreta los requisitos para que resulte responsable el Eurosistema, sin perjuicio de lo expresado en el artículo anterior transcrito:

“1. Notwithstanding Article 34(1)(b), the Contracting CSD shall indemnify and hold harmless the Eurosystem from:

(a) any claim asserted directly or indirectly against the Eurosystem by a Third Party in relation to the T2S Services used by the Contracting CSD. If legal action is commenced or threatened against the Eurosystem by a Third Party, the Eurosystem shall (a) notify the Contracting CSD in accordance with Article 50 as soon as reasonably practicable;

(b) allow the Contracting CSD, at its expense, control of the defence of the claim (without prejudice to the Eurosystem’s right to take an active role in the proceedings at its own expense); (c) not make admissions, agree to any settlement or otherwise compromise the defence of the claim without the prior written consent of the Contracting CSD; such consent shall not be unreasonably withheld and (d) give, at the Contracting CSD’s request, reasonable assistance in connection with the conduct of the defence. If the Eurosystem should be held legally liable towards the Third Party according to an Enforceable Judgement or has, with the prior written consent of the Contracting CSD, settled the claim, the Contracting CSD shall reimburse the Eurosystem in accordance with Schedule 13 (Procedure for Payment of Claims) for all payments that the Eurosystem has to make to the relevant Third Party. The consent referred to in the previous sentence shall not be unreasonably withheld. This reimbursement obligation shall not apply with regard to any Third Party claim asserted before a court outside (a) the European Union or (b) the home country of the Contracting CSD or any Participating CSD. In this case, the liability rules pursuant to Article 32

Eurosistema. Las operaciones realizadas en los mercados de valores se liquidan en *Target2 Securities*, incluso las operaciones fuera del mercado (OTC), contemplando las diversas modalidades de liquidación<sup>819</sup>, por lo que es conveniente examinar y detallar los procedimientos y requisitos necesarios para llegar a la definitiva anotación en el registro.

## 2.2. *Comprobación y aceptación de instrucciones y órdenes por la Sociedad de Sistemas.*

Señala RECALDE CASTELLS<sup>820</sup>, que “*lo relevante es la comunicación de las órdenes o instrucciones de liquidación al DCV, así como su aceptación y ejecución*”. Ciertamente es relevante porque determina cuándo la Sociedad de Sistemas toma, o debe tomar, el control de las transacciones para su anotación.

Por ello, la Sociedad de Sistemas establece el modo de operar para comunicar y validar las instrucciones y órdenes, en cuya virtud se practica la inscripción. En el art. 31 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* dispone: *Las órdenes de transferencia cursadas al Sistema de Liquidación ARCO se considerarán recibidas y aceptadas en el momento en*

Cont. \_\_\_\_\_

*shall apply; any loss or damage incurred as a result of the acts and omissions of one of the Contracting CSD's customers in relation to T2S.*

*2. The obligations of the Contracting CSD pursuant to paragraph 1 shall not be construed as a limitation of any claim for loss or damage the Contracting CSD may have against the Eurosystem under this Agreement”.*

<sup>819</sup> No puede olvidarse que el art. 1.2 del *Reglamento UE 909/2014*, establece que: “*El presente Reglamento se aplica a la liquidación de todos los instrumentos financieros y todas las actividades de los DCV, salvo que sus disposiciones indiquen lo contrario*”.

<sup>820</sup> RECALDE CASTELLS<sup>820</sup>, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 789. Advierte sobre las modificaciones en el momento de firmeza de las operaciones.

que el soporte técnico TARGET2-Securities declare que reúnen los requisitos de validación del mismo”<sup>821</sup>.

Las transacciones pueden realizarse con o sin la interposición de las ECC. Los órdenes de transferencia, si se trata de valores negociados en los mercados, han de provenir necesariamente de los propios mercados citados en los arts. 43 TRLMV (los mercados regulados) o de los miembros de los mercados conforme al art. 69.2 TRLMV<sup>822</sup>, o de los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) o Sistemas Organizados de Contratación (SOC), de acuerdo con lo previsto en el art. 37.1 del *Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores*<sup>823</sup>, con las menciones necesarias de identificación de valores, saldos, titulares y demás circunstancias que puedan resultar necesarias.

---

<sup>821</sup> Reglamento de la Sociedad de Sistemas: *Artículo 31. Aceptación de órdenes de transferencia cursadas al sistema. Irrevocabilidad y firmeza.*

1. 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 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores, 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.

2. Las órdenes de transferencia sólo podrán ser revocadas por los participantes o por terceros antes del momento en que dichas órdenes queden casadas en el soporte técnico TARGET2-Securities con aquellas otras órdenes que constituyan sus respectivas contrapartidas. Como regla especial, las órdenes de transferencia que procedan de mercados, sistemas multilaterales de negociación y entidades de contrapartida central y que se reciban ya casadas por venir acompañadas de las correspondientes órdenes de transferencia de signo contrario serán irrevocables desde el momento en que se declare que reúnen los requisitos de validación del soporte técnico TARGET2-Securities.

<sup>822</sup> BENITO NAVEIRA, Jesús: *La renta fija privada desde la perspectiva de la post-contratación.* Revista Iberoamericana de Mercados de Valores N<sup>o</sup> 7/2002, pág. 19: “A partir de ese momento, en que la operación o acuerdo está “cerrado”, la mecánica del mercado se adentra en el ámbito de la post-contratación. En la post-contratación, nos encontramos, primero, con el posible, -por no suceder siempre-, estadio de la compensación de las operaciones efectuadas en un mercado de valores. Consiste en netear las operaciones de diferente signo para cada uno de los participantes. El objetivo es reducir las posiciones abiertas y liquidar una única posición, en valores y/o en efectivo, ya sea entre cada par de participantes, -compensación bilateral-, o frente al resto de participantes en el mercado, -compensación multilateral-”.

<sup>823</sup> El *Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre*, incorporó parcialmente la Directiva UE 65/2014, de 15 de mayo de 2014 (MIFID II). En su *Artículo 37* dispone: *Acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación. 1. Los organismos rectores que gestionen un SMN o un SOC tomarán las medidas necesarias para facilitar la liquidación eficiente de las operaciones realizadas en los sistemas de ese SMN o SOC.*

Las diferentes instrucciones y órdenes provenientes de los mercados, y demás infraestructuras de negociación, se realizan siguiendo el *Manual de operaciones*<sup>824</sup>. En él se detallan los campos que debe contener cada una de las instrucciones u órdenes en función de su procedencia, tipo de valor, tipo de operación, si vienen ya casadas o no, etc. que la Sociedad de Sistemas examina, y valida si reúne los requisitos previamente a anotar, debiendo comprobar<sup>825</sup>:

- El *origen* de las instrucciones u órdenes, pues, en las operaciones de mercado, sólo tienen acceso las propias entidades del mercado y las participantes.
- La *suficiencia de valores*, previa a la *anotación de saldos*, que deben estar permanentemente actualizados<sup>826</sup>, teniendo presente que:
  - o El saldo nunca puede ser negativo<sup>827</sup>.
  - o Las órdenes de anotación pueden haber sido *liquidadas*<sup>828</sup>, o *no liquidadas*.
- Debe comprobar también las *situaciones especiales*<sup>829</sup> que pueden originar el desglose de valores<sup>830</sup> como:

---

<sup>824</sup> Puede observarse en la Norma 2ª de la Circular 15/2017 de la Sociedad de Sistemas: "*Norma 2ª.- Comunicación de instrucciones de liquidación. 1. La entidad de contrapartida central, en ejercicio de la autorización conferida por las entidades participantes, enviará en su nombre las instrucciones de liquidación correspondientes a los cálculos de posiciones de valores y efectivo resultantes de sus funciones de interposición y compensación. Dicha comunicación se realizará conforme a lo que establezca el Manual de Procedimientos en cada momento y a través de los mecanismos de los que disponga la entidad de contrapartida central en función de su opción de conectividad*".

<sup>825</sup> Recuérdese que *TARGET2S* es un acrónimo en inglés que significa: "*Transferencia europea automatizada en tiempo real. Transferencia expresa de liquidación bruta*". Es decir que la comprobación de dichos protocolos, incluso la validación de órdenes se realiza automáticamente. Las instrucciones y órdenes son una sucesión alfanumérica de diferentes campos que determinan el tipo de orden o instrucción que facilita la comprobación automática por el sistema.

<sup>826</sup> Deber de reflejar en todo momento el saldo de valores de cada cliente, según el art. 33.2 del RD 878/2015, y la misma obligación respecto de las cuentas propias de las entidades participantes, según el art. 32.1.a).

<sup>827</sup> Art. 16.4 del Reglamento de la Sociedad de Sistema: "*No podrá practicarse adeudo o abono alguno en las cuentas del Registro Contable que genere descubierto de valores o el reconocimiento de saldos deudores*". En concordancia con el art. 37.3 del Reglamento UE 909/2014.

<sup>828</sup> Véase el art. 27.3 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas.

<sup>829</sup> Respecto de estas *situaciones especiales*, el art. 34 del RD 878/2015 detalla cómo debe procederse, pues el apartado 4 establece:

- Derechos reales, gravámenes y demás circunstancias inscribibles.
- Saldos no disponibles.
- Si se han emitido certificados de legitimación, o son objeto de un préstamo, etc.

Hay varias formas de comunicar las instrucciones y órdenes de liquidación<sup>831</sup> sobre valores y que responden a la exigencia del art. 79.2 del RD 878/2015, pues según éste:

*“En atención a las modalidades de contratación<sup>832</sup> o a la posible intervención de una entidad de contrapartida central, los depositarios centrales de valores establecerán en su normativa interna las diversas modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia de valores y efectivo.*

Cont. \_\_\_\_\_

*“Serán en todo caso objeto de desglose los valores sobre los que se constituyan derechos reales limitados u otra clase de gravámenes y aquellos respecto de los que se hayan expedido certificados de legitimación.*

*El desglose e inscripción del derecho real o gravamen en la cuenta correspondiente se realizará por el depositario central de valores, a solicitud de las entidades participantes en los casos contemplados en el artículo 32.1.a) y c) y a solicitud de los titulares de las cuentas en el caso de las cuentas señaladas en el artículo 32.2.*

*El desglose e inscripción del derecho real o gravamen se realizará por las entidades participantes en el caso de las cuentas del registro de detalle referidas en el artículo 33.*

<sup>830</sup> Art. 55.3.d) Reglamento Delegado UE 392/2017; sólo pide que se reflejen al final del día los valores sujetos a restricciones de liquidación; Art. 41.3 RD 878/2015: *“Los valores afectados por desgloses de los previstos en este artículo no podrán ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que los mercados secundarios oficiales o los sistemas multilaterales de negociación tengan establecidos y las entidades participantes no los pondrán a disposición del depositario central de valores en el proceso de liquidación”*; también el art. 22 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas.

<sup>831</sup> En el Real Decreto-ley 21/2017, se contempla el acceso electrónico directo: *Artículo 11. Acceso electrónico directo.*

*1. Los mercados regulados que permitan un acceso electrónico directo implantarán sistemas, procedimientos y mecanismos efectivos de conformidad con lo previsto en la normativa de desarrollo de la Unión Europea que resulte de directa aplicación.*

<sup>832</sup> El art. 32 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, reproduce casi literalmente el artículo del Real Decreto, pue dice: *Artículo 32. Diversidad de modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia.*

*1. En atención al régimen de contratación o a la posible intervención de una entidad de contrapartida central, la Sociedad de Sistemas establecerá, mediante Circular, diversas modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia cursadas al sistema. .../...*

Por el origen de las transacciones pueden distinguirse:

**a) Transacciones con origen en los mercados.** La Sociedad de Sistemas debe comprobar si han intervenido entidades de contrapartida central, o proceden de otros DCV, de operaciones bilaterales, o de internalizadores<sup>833</sup> de negocios sobre valores. Dentro de las operaciones de mercado, la Sociedad de Sistemas distingue entre las que son comunicadas directamente por los propios mercados o SMN de aquellas en las que interviene una ECC<sup>834</sup>:

En una breve descripción del modo de operar, en función de la procedencia de las instrucciones y órdenes, podría sintetizarse del siguiente modo:

**b) Operaciones de mercado sin intervención de ECC, reguladas por la Circular nº 16/2017, de 4 de septiembre, sobre *Procedimiento de liquidación de operaciones concertadas en un Mercado oficial o SMN*, Normas 2 a 4, en la que detalla la “comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia de valores y efectivo que se deriven de operaciones concertadas en un mercado secundario oficial<sup>835</sup> o sistema**

---

<sup>833</sup> El *Reglamento UE 909/2014*, define a los internalizadores como: “*«internalizador de la liquidación»: cualquier entidad, incluidas las autorizadas con arreglo a la Directiva 2013/36/UE o a la Directiva 2014/65/UE que ejecute órdenes de transferencia por cuenta de clientes o por cuenta propia por medios distintos de un sistema de liquidación de valores*”. Por su parte, la Bolsa de Madrid considera que: “*Son las empresas de servicios de inversión (ESI) y las entidades de crédito que ejecuten, al margen de un mercado regulado o de un sistema multilateral, por cuenta propia, las órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, de forma organizada, frecuente y sistemática*”. Véase también: Bolsas y Mercados Españoles: *Estructura, organización y funcionamiento del mercado de valores español*. BME 2013. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *Negociación secundaria de derechos de emisión de gases GEI: Marco regulador*. Rev. Derecho del Mercado de Valores; nº 10, enero 2012. Destaca que, en la internalización sistemática, el internalizador “*ejecuta las órdenes de sus clientes contra su propia cuenta y riesgo al margen de los mercados regulados o SMNs .../... y que garantice la formación transparente del precio*”.

<sup>834</sup> El art. 32 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* dispone que “*la Sociedad de Sistemas establecerá, mediante Circular, diversas modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia cursadas al Sistema de Liquidación ARCO*”. Estas Circulares en concreto son: *Circular 18/2017, sobre Procedimiento Opcional de intermediario Financiero; 18/2017, sobre Procedimiento de Liquidación de operaciones Bilaterales; 17/2017, sobre 16/2017 sobre Procedimiento de Liquidación de Operaciones Concertadas en un Mercado Oficial o SMN; 15/2017, sobre Procedimiento de Liquidación de Operaciones en las que Intervienen Entidades de Contrapartida Central, todas ellas de 4 de septiembre de 2017*.

<sup>835</sup> En los respectivos Reglamentos de las Bolsas de Valores, como en la de Valencia, en su art. 4.4, existen disposiciones por las que “*En cumplimiento de las funciones que le son propias, la Sociedad Rectora facilitará al sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, gestionado por el sistema de*

*multilateral de negociación”, que se limitan a considerar “recibidas y aceptadas por el Sistema ARCO<sup>836</sup> en el momento en que T2S declare que reúnen los requisitos de validación del mismo”, que lo hará si las operaciones vienen ya casadas, por lo que debe contener dos órdenes de transferencia de signo contrario<sup>837</sup>.*

**c) Operaciones de mercado con intervención de una ECC<sup>838</sup>, la regulación de la aceptación y ejecución de órdenes se halla en la Circular nº 15/2017, de 4 de**

Cont. \_\_\_\_\_

*liquidación designado por la Sociedad Rectora, los datos relativos a la identificación de sus miembros, de los valores negociables en la Bolsa, así como de las ejecuciones realizadas sobre dichos valores, con el detalle de la fecha y hora de la negociación, así como el número asignado por la Bolsa, incorporando la información relativa a los miembros que intervengan en cada ejecución. Junto a lo anterior, el art. 9 impone obligaciones a los miembros de la Bolsa, como las de ajustarse a los procedimientos de compensación, liquidación y registro, con los que la Bolsa haya establecido convenios.*

<sup>836</sup> Dado que las anotaciones siempre han de pasar por la Sociedad de Sistemas, existe un protocolo común de notificación, cualquiera que sea el modo de contratación, por ello, en el Reglamento de la Sociedad de Sistemas se establece: *“Artículo 28. Ámbito del Sistema de Liquidación ARCO El Sistema de Liquidación ARCO es un sistema ordenado a la ejecución de operaciones, otras transmisiones y transferencias de valores incluidos en el registro contable a cargo de la Sociedad de Sistemas, con independencia del régimen de contratación en el que dichas operaciones hubieran sido concertadas o si en las mismas ha intervenido o no una entidad de contrapartida central”.*

<sup>837</sup> Según el documento sobre la *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación*, CNMV, Madrid 2013, en pág. 55: *“Las plataformas de negociación enviarán a IBERCLEAR las ejecuciones. Cada una de las ejecuciones contendrá, además de los datos económicos, información relativa a las entidades participantes que se responsabilizarán de su liquidación en IBERCLEAR. A diferencia de aquellas operaciones que se liquiden con la intervención de una ECC, la contrapartida en cada ejecución, a efectos de la liquidación, será la propia entidad participante que haya sido asignada en el ámbito de la contratación, sin interposición de un tercero”.*

<sup>838</sup> Es obligatorio para las Sociedades rectoras de los mercados y de los SMN alcanzar acuerdos por lo menos con una ECC y con un DCV, conforme al art. 75.2 del RD 878/2015. TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores* (obra citada), pág. 38. Sostiene que existe una *“Vinculación esencial entre el registro de los valores anotados y la compensación y liquidación de las operaciones”*, creando un circuito cerrado que comienza y acaba en los DCV. MARTÍNEZ MULERO, Víctor: *Entidad de contrapartida central, compensación y liquidación del contrato bursátil y gestión de incumplimientos fallos e incidencias*; (citado), hasta la creación de las ECC por la Ley 32/2011, de 4 de octubre, las funciones de liquidación y registro correspondían al SCLV, luego Sociedad de Sistemas, mientras que la compensación, en principio atribuida al SCLV, seguía un sistema de multilateral, bajo el principio de aseguramiento en la entrega, por lo que el SCLV sólo intervenía en caso de incumplimiento, pues la firmeza de las operaciones radicaba en la fase de contratación. El actual sistema de interposición de la ECC, según describe la CNMV: *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública* (citado), pág. 5, en el punto 21: *“La ECC envía al DCV estas órdenes, incorporando la identificación del liquidador designado por cada miembro compensador, si aquel fuera diferente al que este tiene por defecto. A su vez, el DCV remite a sus participantes las órdenes de transferencia de valores y efectivo que ha recibido y las comprueba con los agentes liquidadores designados. Si no surgen incidencias, las almacena en espera del día de liquidación”.*

septiembre, sobre *Procedimiento de liquidación de operaciones en las que intervienen Entidades de Contrapartida Central*, que, en lo referente a aceptación y ejecución de órdenes de transferencia de valores, es idéntica a la anterior citada, con la particularidad de provenir de las ECC que hayan suscrito acuerdos con la Sociedad de Sistemas, y que las entidades participantes hayan autorizado a la ECC para comunicar las órdenes de transferencia en nombre de aquellas. En este supuesto aceptará las órdenes si cumplen los requisitos y protocolos de comunicación establecidos entre la Sociedad de Sistemas y la ECC que intervenga, con la que deberá tener suscrito acuerdo previamente.

**d)** Sobre los dos medios de comunicar las transacciones anteriores cabe un *procedimiento opcional de intermediario financiero*, regulado en la Circular nº 18/2017, de 4 de septiembre, con la particularidad de estar reservada para que las entidades participantes abran cuentas a los intermediarios financieros, considerando como tales a las *empresas de servicios de inversión o entidades de crédito que estén habilitadas para prestar servicios a clientes profesionales* (Norma 1ª.3). Se trata de cuentas eventuales en las que se asientan las diversas liquidaciones por cuenta de los clientes profesionales, con la particularidad de ser transitorias, debiendo quedar casadas bien por la entidad participante, bien por el mercado o una ECC, pues, *“no se podrán mantener saldos de valores en las mismas una vez finalizados los procesos de liquidación diarios”*. Esta posibilidad está amparada en el art. 32.1.c) y 3 del RD 878/2015 y en el art. 19.2.c) del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*.

La interposición de una ECC entre compradores y vendedores, novando las obligaciones iniciales y casando las distintas operaciones, implica que asume el riesgo de incumplimiento de la suficiencia o falta de valores y efectivo de las participantes que emiten las instrucciones. La importancia de esta intervención de la ECC deriva precisamente de la asunción del riesgo de interposición y contrapartida, por lo que el incumplimiento de una de las partes se convierte en incumplimiento propio de la ECC frente a la parte cumplidora. Las instrucciones de liquidación, una vez casadas, se convierten en órdenes de liquidación que son anotadas en las cuentas respectivas, y que

supone el final de la liquidación. Así, el fallo en la liquidación no lo asume la Sociedad de Sistemas, sino la ECC<sup>839</sup>. La anterior afirmación es correcta porque en las transacciones en las que interviene la ECC, sólo liquida aquellas operaciones en la que existe saldo suficiente de valores conforme a lo que resulte del registro contable. En este caso corresponde a la ECC aplicar las medidas que correspondan si se producen fallos en la liquidación<sup>840</sup>.

La intervención de una ECC es obligatoria para todas las *operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones* que se negocien en los mercados secundarios y sistemas multilaterales de negociación<sup>841</sup>. Normalmente, a la Sociedad de

---

<sup>839</sup> De hecho, el Reglamento de BME Clearing contempla esta situación exhaustivamente a diferencia del Reglamento de la Sociedad de Sistemas. Véanse al respecto BMEClearing: *Entidad de Contrapartida Central. Condiciones generales. Transacciones sobre instrumentos financieros de renta variable*; también las Circulares de BME Clearing C-RV-04/2018 de 26 de enero de 2018 y la C-RV-14/2017, de 10 de julio de 2017.

<sup>840</sup> Circular BME Clearing C-RV-04/2018, de 26 de enero de 2018, sobre *Procedimiento de gestión de incidencias en la Liquidación*, en el que específicamente se determina la aplicación del art. 14 de las *Condiciones Generales* de BME Clearing sobre: *Transacciones sobre Instrumentos Financieros de Renta Variable; Segmento de Renta Variable*<sup>840</sup> y por las que la aplicación y gestión de las medidas sobre incidencias y fallidos las aplica la ECC.

<sup>841</sup> Conforme a los arts. 93.1 LMV y arts. 40.1 y 62.1 del RD 878/2015, en particular este último, impone la obligación de compensar todas *“las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que sean realizadas en segmentos de contratación multilateral de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación”*, interponiéndose entre las partes, y de quien parten las órdenes ya liquidadas para su anotación en el registro contable central y los correspondientes de detalle. Dicha función corresponde a *BME Clearing*, entidad de contrapartida central que interviene en las compraventas de valores de renta variable. En el derogado art. 111 del TRLMV, la compensación se contemplaba como opcional pues se refería a *“realizar la compensación o liquidación de alguna o de todas las operaciones concluidas por los miembros del mercado”*. Esta misma obligación se contempla actualmente en el art. 24.1 del *Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores*. Este RDL también derogó el art. 328 de la LMV, que también contemplaba la obligación de pasar por una ECC, pero dicho Real Decreto-Ley está contemplando la negociación de instrumentos financieros distintos de las acciones, y no ha derogado el art. 93.1 de la LMV.

A *BME Clearing*, además de cámara de compensación de los valores negociados en las bolsas y sistemas multilaterales de negociación, le corresponde precisar el régimen de registro de los productos derivados, tal y como advierte el propio RD 878/2015, en su artículo 47, pues las disposiciones de este Real Decreto sólo se aplicarán supletoriamente. Aunque también es compensadora y anotadora de los *“futuros y opciones y otros instrumentos financieros derivados admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación representados por medio de anotaciones en cuenta”*, que se rigen por sus propias normas<sup>841</sup>, teniendo su propio Reglamento de 1 de octubre de 2015. Pero, a efectos de este trabajo, sólo interesa su función de compensadora respecto de los valores que debe anotar la Sociedad de Sistemas.

RD 878/2015. *Artículo 62. Intervención de una entidad de contrapartida central.*

Sistemas le llegarán las instrucciones casadas o sin casar, pero las instrucciones que vienen casadas desde la ECC son firmes e irrevocables, con lo cual la Sociedad de Sistemas recibe realmente una orden de liquidación<sup>842</sup> que se limita a validar (cumplimiento de requisitos y suficiencia de saldos) y a anotar.

e) *Operaciones fuera de mercado.* Pueden quedar fuera de los mercados numerosas operaciones<sup>843</sup>. Se comprenden aquí las transacciones bilaterales o multilaterales, concertadas al margen de los mercados, conocidas como OTC (*over the counter*)<sup>844</sup>, y todas las que no son compraventas de valores, por tratarse de negocios jurídicos diferentes, como sucesiones, donaciones, adjudicación tras embargos, etc.

Cont. \_\_\_\_\_

1. De conformidad con los artículos 93.1 y 328.4 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, será obligatoria la compensación centralizada por parte de una entidad de contrapartida central de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que sean realizadas en segmentos de contratación multilateral de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación.

2. Las entidades de contrapartida central que realicen la actividad prevista en el artículo anterior, definirán en sus reglas de funcionamiento los requisitos que deberán reunir las operaciones a efecto de poder ser aceptadas en sus procesos.

3. El Ministro de Economía y Competitividad podrá establecer la obligatoriedad de la compensación centralizada por parte de una entidad de contrapartida central en relación con valores negociables distintos de los contemplados en el apartado 1.

<sup>842</sup> Según el final de la Norma 2ª de la Circular nº 15/2017: “En el caso de que dichas órdenes de transferencia se reciban ya casadas por venir acompañadas de las correspondientes órdenes de transferencia de sentido contrario, serán irrevocables desde el momento en que se declare que reúnen los requisitos de validación de T2S”.

<sup>843</sup> HIERRO ANIBARRO, Santiago en: *El nuevo mercado de valores tecnológicos*. (citado). Pág. 61. Indica que “la aparente sustituibilidad de las bolsas por estos últimos (se refiere a los mercados extrabursátiles) ha traído consigo el debate de si el mercado extrabursátil puede ser una organización más eficiente, económicamente y en términos de mercado, que las tradicionales Bolsas”. En todo caso, se trata de los valores admitidos a negociación, pero transmitidos fuera de los mercados de valores, pues los no admitidos a negociación tienen un régimen de transmisión diferente según el art. 11.5 de la LMV. Para comprender lo que significó el paso de los títulos al sistema de anotaciones y la variación en las transacciones y ejercicio de los derechos, véase a RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: *Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta* (citado), págs. 45 a 53, donde detalla la evolución y las distintas soluciones que se fueron adoptando ante la crisis y problemas del uso de los títulos.

<sup>844</sup> Los valores no sólo se negocian en los mercados oficiales, deben sumarse las transacciones fuera de mercado (OTC, “*over the counter*” por decirlo en la jerga bursátil). Fue una de las preocupaciones que motivaron muchas de las modificaciones legales pues dichas operaciones quedaban al margen de la regulación y conocimiento de las autoridades de supervisión. Puede verse al respecto el tratamiento que sobre ellas se realiza en las Directivas MIFID I y II y en el Reglamento MIFIR. Según el portal INVERTIA de 1 de octubre de 2018: “La negociación sobre el Ibex 35 a través de cauces no regulados, y fuera del alcance

La realidad muestra que no todas las transacciones se realizan en el ámbito de los mercados oficiales<sup>845</sup>. Como operaciones fuera del mercado (OTC) se encuentran las negociadas en lo que se denominan “*dark pools*”<sup>846</sup>. Como el nombre sugiere, se trata de

Cont. \_\_\_\_\_

directo de los pequeños inversores, supone en lo que va de año un 56,5% del total, según datos de la consultora Fidessa”. El mercado OTC, en el que las reglas son definidas entre las partes mediante contratos o acuerdos bilaterales, éstos especifican las condiciones de los procesos de celebración (negociación), confirmación, compensación y liquidación final, o aspectos de las operaciones como la administración de riesgos, las garantías, la resolución de conflictos y las notificaciones. En el mercado OTC, la información de las operaciones es restringida para el público y fragmentada e incompleta para las autoridades, no es consolidada y homogénea. En el estudio *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, OICV-IOSCO y BPI, Basilea 2011, habla de las iniciativas recientes del Banco de Pagos Internacionales y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores sobre la creación de infraestructuras que centralicen la información del mercado (*trade repositories*) que son un paso importante para dar transparencia a los mercados financieros como consecuencia de la última crisis financiera internacional y la opacidad del mercado OTC, especialmente de derivados financieros, tratando de someterlas al conocimiento de las autoridades financieras, fundamentalmente mediante el normas sobre registro de operaciones sobre valores y acopiar información de las operaciones que se realizan por medios distintos de los mercados de negociación de valores. En el estudio de GONCÁLEZ PUEYO, Javier, *Organización de los Mercados de Derivados y las Cámaras de Contrapartida central*. Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones. CNMV, Monografía nº 35; junio 2009, pág. 21, se define a las OTC del siguiente modo: “De acuerdo con la definición de ISDA (Internacional Swaps and Derivatives Association, Inc), una operación over the counter (OTC) es aquella realizada entre dos contrapartes y en la que los términos del contrato se determinan libremente (en contraposición con las realizadas en los mercados regulados en las que las características de los contratos están predeterminadas)”. De ahí deriva su complejidad y que sean mucho más frecuentes sobre los productos derivados que sobre las transacciones de acciones, aunque también son posibles y pueden dar lugar a transacciones que deberán ser anotadas en los registros procedentes, central o de detalle. Véase la página del Banco de España sobre operaciones OTC: [https://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/estadisticas-por/operaciones-y-si/relacionados/Encuesta\\_sobre\\_/encuesta-sobre-el-mercado-de-divisas-y-de-derivados-otc-2019-2e10216a589dc61.html](https://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/estadisticas-por/operaciones-y-si/relacionados/Encuesta_sobre_/encuesta-sobre-el-mercado-de-divisas-y-de-derivados-otc-2019-2e10216a589dc61.html). Según INVERTIA: más de la mitad de operaciones con acciones se realiza fuera de los mercados: <https://www.invertia.com/es/noticias/mercados/20181001/el-lado-oscuro-del-ibex-mas-de-la-mitad-de-su-negociacion-ya-se-hace-fuera-del-alcance-de-los-minoristas-23606>.

<sup>845</sup> De hecho, el art. 4 del TRLMV se refiere también a los “SOC” (Sistemas Organizados de Contratación), y el 139.1.a) del TRLMV, reconoce que existen personas (físicas o jurídicas) que “*negocian por cuenta propia al margen de un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación de forma organizada*”. No existe un único modo de operar en los mercados, pues las propias bolsas españolas reconocen las operaciones conocidas como “*Mercado de Bloques y el Mercado de Operaciones Especiales*”, que realmente son operaciones bilaterales comunicadas a los mercados. PÉREZ-SOBA AGUILAR, Inés; MÁRQUEZ DE LA CRUZ, Elena; MARTÍNEZ-CAÑETE, Ana R.: *La transacción de bloques de acciones y el mercado de control parcial societario en España*. Revista BME Bolsa, 2º Trimestre 2016.

<sup>846</sup> Cabe añadir también alguna consideración sobre los denominados “*dark pools*”, centros de negociación privados y opacos, dado que no suministran información de las transacciones y precios, pero, para los efectos que aquí interesan, no dejan de ser operaciones fuera del mercado, con la consideración de transacciones entre sujetos privados, al que se refiere el artículo de GIL DE BLAS, Cecilio y GONZÁLEZ PUEYO, Javier: *Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*. CNMV, Monografía nº 39, mayo 2010, pág. 12 y 16. GIL DE BLAS, Cecilio GONZÁLEZ PUEYO, Javier y VILLANUEVA FRESÁN, M<sup>a</sup> Victoria: “*Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*. CNMV, Documentos de trabajo, nº 50, agosto 2011, págs. 29 a 36: “*Definición de dark pool: Los dark pools son sistemas de*

negociaciones opacas. Pero, para tener acceso al registro contable y poder contar con la protección y legitimación frente a terceros conforme a los arts. 11 y 13 del TRLMV, el resultado de las operaciones ha de pasar por una entidad participante y comunicarse a la Sociedad de Sistemas. En caso contrario no gozará de las garantías que ofrece el registro contable para el ejercicio de los derechos inherentes a los valores de que se trate<sup>847</sup>. Conviene remarcar que sólo serán objeto de anotación y registro cuando las transacciones sean comunicadas a la Sociedad de Sistemas y validadas por ésta. Entretanto carecen del respaldo y seguridad que da el registro contable y el sistema en su conjunto, con independencia del negocio de que se trate y de la validez de los acuerdos entre las partes<sup>848</sup>. Mientras no se comuniquen y registren debidamente no habrá movimientos en las cuentas, ni en el registro central ni en las cuentas de terceros, por lo que el adquirente nuevo titular no gozará de más protección y seguridad que la que ofrezca el transmitente o la entidad que haya participado en la transacción<sup>849</sup>.

Las operaciones bilaterales fuera de los mercados siguen “*el procedimiento de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia que se deriven de*

Cont. \_\_\_\_\_

*negociación electrónicos sin pretransparencia de las órdenes, ni de precios ni de volúmenes, dentro del sistema. Según CESR, los dark pools pueden dividirse en dos grupos: aquéllos operados por empresas de inversión que cruzan órdenes de clientes internamente (crossing systems) y que no están sujetos a requisitos de pretransparencia al encontrarse fuera del marco de la MiFID, y aquéllos operados por plataformas de negociación, como los SMN o los mercados regulados que utilizan las exenciones de pretransparencia de la MiFID. Estos operadores pueden dirigir las órdenes de sus clientes a un mercado o a sus propios sistemas privados, en función de la disponibilidad, el precio y la preferencia de los clientes. Sobre dark pools puede verse también SÁNCHEZ MONJO, Miguel y PINEDA MARTÍNEZ, Ana, en: *La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (High Frequency Trading). Características y regulación*; Revista de derecho del mercado de valores; nº 12, 2013. También contiene precisiones sobre la negociación de alta frecuencia en las págs.41 a 56. ILLESCAS ORTÍZ, Rafalel: *Electronificación y condiciones generales*. En *Hacia un nuevo Código Mercantil* (Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano coord.). Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, 2014. NÚÑEZ RAMOS, Soledad: *La respuesta a la crisis financiera internacional: medidas de estabilización financiera y estrategias de salida*. Revista Presupuesto y Gasto Público, nº 59, IEF 2010; pág. 25 a 27 y 34.*

<sup>847</sup> Véase el trabajo de PÉREZ MILLÁN, David: *La transmisión consensual de valores representados por medio de anotaciones en cuenta*. En *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores* (citado); pág. 831 y ss.

<sup>848</sup> LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (Citado), pág. 67.

<sup>849</sup> Es frecuente en los sistemas de tenencia indirecta, sobre las cuentas ómnibus, donde los titulares sólo tienen un derecho de crédito frente a la participante intermediaria que es la que figura como titular en el registro contable.

*operaciones concertadas directa y bilateralmente entre las partes, al margen de los mercados secundarios oficiales o de los sistemas multilaterales de negociación y sin la intervención de una entidad de contrapartida central”, según la Circular nº 17/2017, de 4 de septiembre. Afecta a la labor de verificación de la Sociedad de Sistemas, pues, para tener acceso al registro contable, la Sociedad de Sistemas debe comprobar si en las transacciones han intervenido dos entidades participantes, si éstas desean hacer uso de los medios de IBERCLEAR para el caso de las operaciones (Norma 2ª.2) o vienen ya casadas y liquidadas conforme a la Norma 2ª.3 de la Circular: “En aquellas operaciones en las que intervengan dos entidades participantes, además de la comunicación expresa por parte de las dos entidades implicadas en la operación, se requerirá el case de las instrucciones enviadas por ambas entidades<sup>850</sup>. La liquidación debe practicarse en tiempo real o en el período nocturno establecido al efecto (Norma 3ª.1 de la Circular).*

Entre las operaciones que no se consideran de mercado están las transacciones onerosas distintas de la compraventa<sup>851</sup>. En este apartado entran las operaciones consistentes en traspasos<sup>852</sup> entre cuentas, o las operaciones de préstamo de valores<sup>853</sup> por ejemplo, en las que debe indicarse si se realiza el traspaso, o la entrega de valores, contra pago o libres de pago y si se han suscrito garantías en el caso del préstamo.

---

<sup>850</sup> CNMV: *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación*, (citado), pág. 56: “El proceso de case de operaciones bilaterales consistirá en comparar la información contenida en las instrucciones de liquidación comunicadas a IBERCLEAR por el participante que entrega y el participante que recibe los valores con el fin de garantizar que ambas partes están de acuerdo con los términos de la liquidación”.

<sup>851</sup> En el mismo sentido: TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores* (obra citada), pág.43.

<sup>852</sup> CNMV: *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014*: pág. 42: “Traspasos: Las entidades participantes podrán realizar traspasos de valores entre sus respectivas cuentas en IBERCLEAR siempre que se mantenga la titularidad de dichos valores. Los traspasos de valores podrán realizarse libres de pago o contra pago de efectivos. Cuando se realicen contra pago, la entidad que entrega los valores recibirá el importe efectivo correspondiente, abonándolo la entidad receptora de los mismos”.

<sup>853</sup> En el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, art. 3.2.a), la Sociedad de Sistemas puede organizar un sistema de préstamo de valores. Según informa la Bolsa de Madrid en: *Guía del Inversor: Los préstamos de valores en los mercados son realmente “la venta de valores vinculada a la posterior recompra de valor es equivalentes según acuerdo suscrito. Estas operaciones están sujetas a garantía, y al cobro de una comisión de alquiler. Estos y otros aspectos se establecen en las condiciones acordadas por las partes. Es perfectamente posible, y de hecho es práctica común, la venta o préstamo de los valores tomados prestados”*.

Esta modalidad tiene particularidades respecto de las anteriores, pues por su carácter bilateral y fuera del mercado, la Norma 2ª.7 de la Circular nº 17/2017 prevé que: *“Sin perjuicio de lo que establezcan las normas de firmeza, se darán de baja en el Sistema ARCO las órdenes que permanezcan pendientes de casar llegado el plazo límite que se establezca en el Manual de Procedimientos del Sistema ARCO”*. Siguiendo a GUTIÉRREZ GILSANZ<sup>854</sup> significa que las *“órdenes no habrán sido aceptadas por el DCV (porque no han podido ser casadas) y por tanto no serán firmes a los efectos de la Ley 41/1999.*

Para este supuesto también se contempla la liquidación parcial (en general, en todas las operaciones, basta con ver las Circulares), aunque depende de la voluntad de las partes, pero la Sociedad de Sistemas sólo liquidará y registrará efectivamente la transacción bilateral<sup>855</sup> si hay suficiencia de valores y efectivo, salvo que se trate de una operación libre de pago, y previa comprobación de los requisitos de comunicación de las órdenes que cursen las entidades participantes entre las que se realiza la transacción al margen de los mercados o SMN<sup>856</sup>.

Y hablando de particularidades, ha de considerarse la existencia de situaciones en las que los valores, pese a estar inscritos correctamente, no pueden ser objeto de negociación, por tanto, se excluye su liquidación, estando prohibida su transmisión en los mercados de valores en el art. 42.3 del RD 878/2015:

*“Los valores afectados por desgloses de los previstos en este artículo no podrán ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que los mercados secundarios oficiales o los sistemas multilaterales de negociación tengan*

---

<sup>854</sup> GUTIÉRREZ GILSANZ, Javier: *La firmeza de las operaciones en el ámbito de la compensación (ECC) y en el ámbito de la liquidación (DCV). Momento y significado*; en *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores* (citado); pág. 351.

<sup>855</sup> Véase el art. 33.5 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas.

<sup>856</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores* (citado), pág. 68. La obligación de entregar los valores y el efectivo corresponde a los compradores y vendedores, pero la obligación de registrar correctamente y comprobar la suficiencia de valores corresponde a la Sociedad de Sistemas, conforme al art. 78.2 del RD 878/2015.

*establecidos y las entidades participantes no los pondrán a disposición del depositario central de valores en el proceso de liquidación*<sup>857</sup>”.

Puede verse cómo entre las situaciones, se encuentra la *retención de valores* en las operaciones de venta, que *“tiene la función de evitar que un cliente vendedor sin saldo suficiente de valores pueda consumir saldo de valores de otros con los que comparte una cuenta de terceros en el DCV*<sup>858</sup>”.

La obligación de comunicar las operaciones es común para todos los organismos, mercados, ECC y DCV, y las entidades participantes, usando para ello la *Interfaz de Poscontratación*<sup>859</sup>, que es la herramienta de gestión que sirve como acceso técnico a las infraestructuras del mercado y como registro histórico de todas las operaciones y sus titularidades, el Sistema de Información del art. 114 de la LMV.

*f) Transmisiones por título distinto de la compraventa.* Su régimen lo determina el art. 41 del RD 878/2015, que remite a los arts. 54 y 55 del Real Decreto, previstos para el caso de anotaciones de valores no negociados. Con carácter general, el art. 54.1 del RD 878/2015, dispone: *“Las inscripciones derivadas de la transmisión de valores se practicarán por las entidades encargadas, en cuanto se presente el documento*<sup>860</sup>, en

---

<sup>857</sup> Aunque no afecte propiamente al momento y modo de anotar, indicar que, respecto de los derechos de contenido económico asociados a los valores, puede variar el momento para la adquisición de esos derechos según su clase, basta con ver el art. 95.3 LMV, pues, conforme a éste, tienen tratamiento diferenciado según se trate de acciones, en cuyo caso los derechos y obligaciones *“serán de cuenta y provecho del adquirente desde la fecha de la compra en el correspondiente mercado secundario oficial”*, mientras que si trata de valores de renta fija y demás valores no equivalentes a acciones, lo serán *“desde la fecha de liquidación de la correspondiente operación”*. Sirva pues lo anterior, para explicar que no siguen el mismo tratamiento todos los valores y el presente trabajo sólo se ciñe a los valores acciones, y valores participativos o equivalentes a éstos.

<sup>858</sup> CNMV: *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014*: pág. 27. La retención habitualmente se practica en la fase de compensación y la realiza la entidad de contrapartida central.

<sup>859</sup> CNMV: *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014*, pág. 71. PTI : *post trade information*.

<sup>860</sup> Ya no se exige intervención de fedatario público, aunque serán más frecuentes las derivadas de los ejemplos expresados en el texto. *“Artículo 54. Inscripción de las transmisiones.*

*1. Las inscripciones derivadas de la transmisión de valores se practicarán por las entidades encargadas, en cuanto se presente el documento, en cualquier soporte duradero, acreditativo del acto o contrato traslativo.*

*cualquier soporte duradero, acreditativo del acto o contrato traslativo*". Deben entenderse comprendidas en dicho artículo las donaciones, la transmisión por sucesión a título universal o particular, las derivadas de procedimientos judiciales, etc. La Sociedad de Sistemas califica el documento en virtud del cual practica el abono y adeudo, de forma semejante a los registros públicos. Según el art. 54.3 del RD 878/2015, debe cerciorarse de la *"debida acreditación documental*<sup>861</sup> *de la concurrencia de los consentimientos*". La copia de los documentos se debe conservar diez años y debe acreditar *"los actos, contratos, notificaciones y consentimientos mencionados en los apartados anteriores"*. A diferencia de los registros públicos<sup>862</sup>, la Sociedad de Sistemas sólo puede exigir la

Cont. \_\_\_\_\_

2. Cuando la transmisión se refiera a la propiedad de valores sujetos a derechos reales limitados o gravámenes, en cuanto se practique la inscripción, la entidad encargada deberá comunicarla al usufructuario, acreedor pignoraticio o beneficiario del gravamen, los cuales, sin perjuicio de que puedan solicitar y obtener la expedición de un nuevo certificado, deberán restituir el que tengan expedido a su favor en cuanto les sea notificada la transmisión de los valores.

3. Antes de proceder a la inscripción, las entidades deberán exigir siempre la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y conservarán durante diez años copia de los documentos, en cualquier soporte duradero, acreditativos de los actos, contratos, notificaciones y consentimientos mencionados en los apartados anteriores.

4. En el supuesto de transmisión de una cuota indivisa de los valores se practicará su inscripción a favor de los copropietarios resultantes, con baja de los mismos en la cuenta del transmitente o transmitentes".

<sup>861</sup> En los inicios del sistema de registro ya se planteó la cuestión respecto de las compraventas de valores representados por anotaciones en cuenta no negociados en los mercados de valores, incluso sobre los negociados mediante transacción al margen del mercado. El artículo 50 del RD 116/1992, lo resolvía del siguiente modo: *"1. Las inscripciones derivadas de la transmisión de valores se practicarán por las entidades encargadas, en cuanto se presente documento público o documento expedido por una sociedad o agencia de valores acreditativo del acto o contrato"*. Daba a entender que, para el caso de no intervención de una entidad encargada, era necesaria la intervención de fedatario público. Con la nueva regulación, el art. 54 del RD 878/2015, ha desaparecido cualquier mención a documento público o fedatario público, aunque nada impide su intervención. Ciertamente, la intervención de Notario facilita la labor a la Sociedad de Sistemas, pues, según el art. 143 Reglamento Notarial: *"Los documentos públicos autorizados o intervenidos por notario gozan de fe pública, presumiéndose su contenido veraz e íntegro de acuerdo con lo dispuesto en la Ley. Los efectos que el ordenamiento jurídico atribuye a la fe pública notarial sólo podrán ser negados o desvirtuados por los Jueces y Tribunales y por las administraciones y funcionarios públicos en el ejercicio de sus competencias"*.

<sup>862</sup> Basta ver el art. 6, del Reglamento del Registro Mercantil, según los cuales *"Los Registradores calificarán bajo su responsabilidad la legalidad de las formas extrínsecas de los documentos de toda clase en cuya virtud se solicita la inscripción, así como la capacidad y legitimación de los que los otorguen o suscriban y la validez de su contenido, por lo que resulta de ellos y de los asientos del Registro"*. En el caso del registro contable, no está previsto este mecanismo, ni la inscripción parcial del mismo, subsanación o recursos contra la denegación, etc. Si la referencia es al registro de la Propiedad, el art. 18 de la Ley Hipotecaria, además del control de las formas de los documentos y la capacidad de los otorgantes, también concede a

acreditación documental de los consentimientos, “*en cualquier soporte duradero*”, no necesariamente en papel, siempre que no pueda dudarse de la autenticidad de los consentimientos.

Lo que resulta jurídicamente relevante, de los diferentes modos de transmitir los valores, es si el cumplimiento de los protocolos de comunicación y liquidación dan lugar a lo previsto en la Ley: la correcta anotación final en el registro contable. Tiene trascendencia sobre la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas porque determina el momento en que interviene en la liquidación de las transacciones y asume el control del acto hasta la correcta inscripción. Así se desprende de lo dispuesto en el art. 11 del TRLMV, cuyo desarrollo se halla en el art. 40 del RD 878/2015, que se dirige a los valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o sistema multilateral de negociación:

*“En la fecha de liquidación de las operaciones sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, hayan sido objeto o no de previa compensación por una entidad de contrapartida central de acuerdo con las reglas de éstos, los depositarios centrales de valores, tras comprobar la suficiencia de valores, abonarán los valores y practicarán el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes entidades en el registro central de acuerdo con el principio de entrega contra pago<sup>863</sup>.”*

Todo ello no exime a la Sociedad de Sistemas de realizar la comprobación de saldos de valores<sup>864</sup> pues viene impuesta por el art. 40 del RD 878/2015, y que, tal como

Cont. \_\_\_\_\_

los registradores la obligación de calificar “*la validez de los actos dispositivos contenidos en las escrituras públicas, por lo que resulte de ellas y de los asientos del Registro*”.

<sup>863</sup> El mismo art. 40.2 del RD 878/2015, establece que “*Las entidades participantes deberán practicar simultáneamente la anotación correlativa en las cuentas de sus registros de detalle cuando la liquidación afecte a valores anotados en las mismas*”.

<sup>864</sup> El art. 40 del RD 878/2015, dispone: “*En la fecha de liquidación de las operaciones sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, hayan sido objeto o no de previa compensación por una entidad de contrapartida central de acuerdo con las reglas de éstos, los depositarios centrales de valores, tras comprobar la suficiencia de valores, abonarán los valores*

se ha indicado anteriormente, la responsabilidad por el resultado puede alcanzar a la Sociedad de Sistemas por el deber de validar la comunicación de las liquidaciones y garantizar la integridad de la emisión.

Consecuente con lo anterior, se observa en todas las Circulares, que la validación y aceptación de las órdenes de transferencia le corresponde a la Sociedad de Sistemas a través de la plataforma *Target2S*, incluyendo la posibilidad de liquidar parcialmente o reciclar las órdenes para evitar incumplimientos<sup>865</sup>. Si pese a la posibilidad de liquidación parcial y reciclaje de órdenes se producen incumplimientos atribuibles a la Sociedad de Sistemas o a *Target2S*, los titulares de valores podrán reclamar por los daños y perjuicios reales producidos la Sociedad de Sistemas. Debe mencionarse que entre la Sociedad de Sistemas y el *Eurosistema*<sup>866</sup>, que es quien gestiona la plataforma *T2S*, existe un acuerdo por el que la Sociedad de Sistemas asume frente a terceros la

Cont. \_\_\_\_\_

*y practicarán el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes entidades en el registro central de acuerdo con el principio de entrega contra pago.*

<sup>865</sup> Real Decreto 878/2015: *Artículo 81. Prevención y control de fallos en la liquidación por los depositarios centrales de valores.*

*1. Los depositarios centrales de valores establecerán los mecanismos necesarios para prevenir y gestionar los posibles incumplimientos en la entrega de valores o en el pago del efectivo en el plazo fijado para la liquidación.*

Circular nº 16/2017, de 4 de septiembre, sobre *Procedimiento de liquidación de operaciones concertadas en un mercado oficial o SMN*. Norma 3ª.2: *“2. En la liquidación de las órdenes de transferencia serán de aplicación los procesos de provisión, optimización y reciclaje de operaciones que en cada momento tenga definidos T2S. Estos procesos podrán prever la liquidación parcial de las órdenes. IBERCLEAR incorporará una descripción de estos procesos en su Manual de Procedimientos del Sistema ARCO para conocimiento de las entidades participantes”.*

Nuevo Sistema de Registro y Liquidación. 13 mayo 2013 (citado), pág. 56, hablando del case y liquidación de operaciones: *“El proceso de mantenimiento de las instrucciones prevé novedades con respecto al sistema actual, como por ejemplo, la posibilidad de cancelar bilateralmente las operaciones casadas, la retención de operaciones que ya se encontraban liberadas, el reciclaje de las operaciones, así como la modificación del indicador de liquidación parcial o de liquidación en tiempo real que se puede incluir en las instrucciones de liquidación”.*

BENITO NAVEIRA, Jesús y SOLLOA MENDOZA, Ignacio: *La reforma de la post-contratación de valores en España* (citado), pág. 97: *“Por otro lado, se establece el denominado «reciclaje» de las instrucciones de liquidación que al final de su fecha teórica de liquidación no hayan llegado a buen fin. Las instrucciones en esta situación pasarán a la siguiente fecha de liquidación y se tratarán de liquidar con prioridad sobre las restantes, hasta que se consigan liquidar o sean anuladas bilateralmente por las entidades participantes involucradas. Para el caso en que la instrucción provenga de una ECC, al cuarto día se tratará de recomprar los valores”.*

<sup>866</sup> Art. 8.2.d) del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*.

responsabilidad por el funcionamiento de la plataforma<sup>867</sup>. También existe un acuerdo de limitación de indemnización de las cantidades que obtenga la Sociedad por demandas por mal funcionamiento de T2S, pero éstos no afectan a los terceros que reclamen contra la Sociedad de Sistemas. Pese a ello, los arts. 33 y 34 del *Contrato marco de TARGET2-Securities* con la Sociedad de Sistemas, contemplan la posibilidad de tener que indemnizar a terceros<sup>868</sup>, pero advierte que las relaciones por el uso de la plataforma de liquidación T2S no implica que los terceros tengan relación con ésta, ni siquiera las entidades participantes en la Sociedad de Sistemas, aunque tengan acceso directo a *Target2S*, sino que las tienen directamente con sus respectivos depositarios de valores, en el presente caso, la Sociedad de Sistemas.

### 2.3. Términos y plazos para proceder a la anotación.

Todas las operaciones de mercado deben liquidarse dentro del segundo día posterior a la contratación<sup>869</sup>, en D+2<sup>870</sup>, lo que significa que deben estar correctamente

---

<sup>867</sup> *Contrato marco de TARGET2-Securities*. Art. 1.4: “The Eurosystem shall have no contractual relationship with the Contracting CSD’s customers related to the Eurosystem’s provision of T2S Services to the Contracting CSD. The Contracting CSD shall remain exclusively responsible for its business and contractual relations with its customers, including Directly Connected Parties (DCPs), in relation to its services enabled by the Eurosystem’s provision of the T2S Services, or other services provided in the Contracting CSD’s capacity as a CSD or as an operator of a Securities Settlement System”.

<sup>868</sup> *Contrato marco de TARGET2-Securities*. Art. 33: *Indemnification obligations of the Contracting CSD for acts of Third Parties*. Art. 34: *Force Majeure and acts by Third Parties*.

<sup>869</sup> Véanse: Art. 5 del *Reglamento UE 909/2014*; Ar. 94 LMV; Art. 78 RD 87872015; Art. 29.b) del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*: “Objetivación de la fecha teórica de liquidación: el Sistema de Liquidación ARCO tiene como objetivo alcanzar la liquidación antes de terminar la jornada de la fecha prevista de liquidación. La liquidación correspondiente a cada operación concertada en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación tendrá lugar un número prefijado de días después, que no será posterior al segundo día hábil tras la contratación”

<sup>870</sup> La liquidación de las transacciones dentro del segundo día hábil siguiente a la contratación se conoce como D+2, que implica que las operaciones de mercados se liquidan y anotan, como límite máximo, dentro del segundo día hábil después de la contratación. También, según el art. 29.b del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, la fecha de liquidación “no será posterior al segundo día hábil tras la contratación”.

anotadas en las respectivas cuentas del registro contable dentro de ese plazo. Es la contratación la que determina el inicio del cómputo temporal, conforme al art. 5 del *Reglamento 909/2014*, dentro del cual se ha de liquidar y anotar en las cuentas correspondientes<sup>871</sup>.

Si bien se habla del plazo de liquidación en D+2, procede traer también a colación el art. 39.5 del *Reglamento UE 909/2014*, pues considera que debe hacerse todo lo posible para anticipar la liquidación<sup>872</sup>:

*“Los DCV tomarán todas las medidas razonables para garantizar, de conformidad con las normas pertinentes a que se refiere el apartado 3, que la firmeza de las transferencias de valores y de efectivo contemplada en dicho apartado se consiga en tiempo real o intradía<sup>873</sup>, pero en ningún caso más tarde del final del día hábil de la fecha de liquidación efectiva”.*

---

<sup>871</sup> La Sociedad de Sistemas debe cumplir y realizar la anotación en los plazos y términos previstos legalmente, como también advierte el *Reglamento UE 909/2014*, Considerando 12: *“En aras de la seguridad de la liquidación, todo participante en un sistema de liquidación de valores que compre o venda determinados instrumentos financieros, esto es, valores negociables, instrumentos del mercado monetario, participaciones y acciones de instituciones y entidades de inversión colectiva y derechos de emisión, debe liquidar su obligación en la fecha teórica de liquidación. También se refiere a ello el Considerando 13 del Reglamento europeo: “Un plazo más largo para la liquidación de las operaciones con valores negociables provoca incertidumbre y mayores riesgos para los participantes en los sistemas de liquidación de valores. La existencia de plazos de liquidación de duración diferente en función de los Estados miembros dificulta la conciliación y es fuente de errores para los emisores, los inversores y los intermediarios. Por ello, es necesario prever un plazo de liquidación común, que facilite la determinación de la fecha teórica de liquidación y la aplicación de las medidas de disciplina de liquidación. Resulta oportuno que la fecha teórica de liquidación de las operaciones con valores negociables ejecutadas en los centros de negociación regulados por la Directiva 2014/65/UE y el Reglamento (UE) no 600/2014 no sea posterior al segundo día hábil después de la contratación”.*

<sup>872</sup> Que es concordante también con lo dispuesto en el art. 6 del *Reglamento EU 909/2014*, cuando habla de las medidas para prevenir los fallos en la liquidación: *“Estas medidas consistirán, como mínimo, en acuerdos entre las empresas de servicios de inversión y sus clientes profesionales a que se refiere el anexo II de la Directiva 2014/65/UE para garantizar la rápida notificación de toda asignación de valores a la operación, la confirmación de dicha asignación y la confirmación de la aceptación o rechazo de las condiciones, con suficiente antelación respecto de la fecha teórica de liquidación”.*

<sup>873</sup> Coherente con el artículo del Reglamento europeo, el art. 30, primer párrafo del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: *“Las entidades participantes enviarán al Sistema de Liquidación ARCO las comunicaciones comprensivas de órdenes de transferencia de valores y efectivo por alguna de las modalidades previstas por la Sociedad de Sistemas, en el plazo más breve posible...”.*

La ejecución de las instrucciones y órdenes en la fase de liquidación se consideran recibidas y aceptadas dentro de plazo, conforme al art. 31 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*, que dice:

*“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<sup>874</sup>”.*

*“Las órdenes de transferencia sólo podrán ser revocadas por los participantes o por terceros antes del momento en que dichas órdenes queden casadas en el soporte técnico TARGET2-Securities con aquellas otras órdenes que constituyan sus respectivas contrapartidas”.*

Pero esta posible revocación se entiende producida dentro de plazo también. Las operaciones recibidas fuera de plazo, se consideran fallidas. La revocación de las órdenes significa que el proceso no sigue adelante, se interrumpe y no da lugar a la liquidación y registro. El momento de la firmeza e irrevocabilidad de las operaciones es el momento del case de las órdenes de signo contrario<sup>875</sup> y no el de la contratación. Si interviene BME Clearing como ECC<sup>876</sup>, debe tenerse en cuenta que, según el art. 11 de las *Condiciones generales. Segmento de renta variable*: *“Las órdenes de transferencia de efectivo y de Valores que formen parte de las Instrucciones de Liquidación serán firmes e irrevocables de acuerdo con lo que se establezca en la normativa aplicable al Sistema de Liquidación”.*

---

<sup>874</sup> La propia Sociedad de Sistemas comunica en su página web el modo de operar, indicando que todas las entidades participantes, incluidas aquéllas con conexión directa a la plataforma TARGET2S, deberán realizar los intercambios de información previstos en el presente procedimiento (se refiere a la comunicación de operaciones realizadas en el mercado de renta variable) a través de los sistemas de comunicación/conexión establecidos con IBERCLEAR. Tras las comprobaciones necesarias, IBERCLEAR enviará las instrucciones de liquidación a TARGET2S.

<sup>875</sup> Sobre las ventajas e inconvenientes de fijar la firmeza de las operaciones en el momento del case, al inicio del procedimiento de liquidación, o en la liquidación efectiva, puede verse a GUTIÉRREZ GILSANZ, Javier: *La firmeza de las operaciones en el ámbito de la compensación (ECC) y en el ámbito de la liquidación (DCV). Momento y significado*; en *La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores*, Ed. Aranzadi, 2017; pág. 340.

<sup>876</sup> Idéntico artículo en las *Condiciones generales. Segmento de renta fija*.

La Sociedad de Sistemas interviene, y debe realizar la liquidación y anotación en su caso<sup>877</sup>, dentro del plazo. Dado que no cabe revocación tras el case de las operaciones, significa incumplimiento si no se entregan los valores y cantidades correspondientes. Pero el traspaso entre cuentas de valores y dinero corresponde a las entidades participantes (salvo que se trate de las cuentas que debe llevar directamente la Sociedad de Sistemas), la Sociedad de Sistemas valida y anota. Sólo si se produce un retraso por la Sociedad de Sistemas puede significar responsabilidad para ésta, pues el efectivo cumplimiento corresponde a las participantes, de ahí que las previsiones de los arts. 6 y 7 del *Reglamento UE 909/2014* se dirijan a evitar, y sancionar en su caso, los incumplimientos de las participantes, no los del DCV, aunque técnicamente sea posible.

El incumplimiento del plazo puede generar posibles responsabilidades por retraso o falta de anotación, pero aquí sólo se toma en consideración si la causa es imputable a la Sociedad de Sistemas. Cabe recordar que cualquier operación notificada con retraso por los mercados, entidades participantes o la ECC, es decir, fuera del D+2, puede suponer un fallido, que no debe afectar a la Sociedad de Sistemas si no es ésta la causante del fallido.

Dentro de esta responsabilidad sólo se contemplan los retrasos derivados de la negociación en los mercados, pues el art. 5.2 del *Reglamento UE 909/2014*, excluye de dicho plazo a la primera inscripción y a las operaciones realizadas fuera del mercado que siguen otro régimen:

*“En el caso de las operaciones con valores negociables a que se refiere el apartado 1 que se ejecuten en centros de negociación, la fecha teórica de liquidación no será posterior al segundo día hábil tras la contratación. Este requisito no se aplicará a las operaciones que se negocien a título privado pero que se ejecuten en centros de negociación, a las operaciones ejecutadas bilateralmente pero notificadas a un centro de negociación, ni a la primera operación en la que los*

---

<sup>877</sup> Aart. 30.b) del Reglamento de la Sociedad de Sistemas.

*valores negociables en cuestión sean registrados por vez primera en forma de anotación en cuenta con arreglo al artículo 3, apartado 2.*

También se refiere a dichos términos y plazos el art. 78, apartados 4 y 5 del RD 878/2015<sup>878</sup>, que expresamente remiten al *Reglamento 909/2014*, debiendo recordar el inciso del art. 31.1 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*:

*“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 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores<sup>879</sup>, 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”.*

---

<sup>878</sup> Art. 78 RD 878/2015, apartados 4 y 5: *“4. La liquidación correspondiente a cada sesión en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación tendrá lugar un número prefijado de días después, de acuerdo con lo establecido en el Reglamento (UE) n.º 909/2014, de 23 de julio de 2014. El sistema de liquidación de valores tendrá como objetivo alcanzar la liquidación antes de terminar la jornada de la fecha prevista de liquidación. En todo caso, deberá producirse el cierre de la cuenta de liquidación antes del inicio de la siguiente sesión.*

*5. Los cargos y abonos en las cuentas de efectivo derivados de las órdenes de transferencia de valores y efectivo tendrán valor mismo día.*

<sup>879</sup> Artículo 39 Reglamento 909/2014:

*Firmeza de la liquidación*

*2. Los DCV se asegurarán de que, en cada uno de los sistemas de liquidación de valores que operen, estén definidos de conformidad con los artículos 3 y 5 de la Directiva 98/26/CE los momentos de entrada y de irrevocabilidad de las órdenes de transferencia en el sistema de liquidación de valores.*

*3. Los DCV harán públicas las normas por las que se rige la firmeza de las transferencias de valores y de efectivo en un sistema de liquidación de valores.*

*5. Los DCV tomarán todas las medidas razonables para garantizar, de conformidad con las normas pertinentes a que se refiere el apartado 3, que la firmeza de las transferencias de valores y de efectivo contemplada en dicho apartado se consiga en tiempo real o intradía, pero en ningún caso más tarde del final del día hábil de la fecha de liquidación efectiva.*

*7. Todas las operaciones de valores contra efectivo que se liquiden en un sistema de liquidación de valores gestionado por un DCV entre participantes directos de dicho sistema se liquidarán según el mecanismo de entrega contra pago.*

Se ha dicho que la firmeza de las operaciones ha pasado de la fase de la contratación a la de liquidación, que finaliza con la anotación en el registro contable<sup>880</sup>. El case de las operaciones determina el momento en el que las órdenes de transferencia son irrevocables<sup>881</sup>, pero es la anotación en el registro la que pone fin al proceso y debe producirse dentro del plazo.

Desde la anotación adquieren los titulares los valores y la legitimación frente a terceros<sup>882</sup>, pues, según el artículo 94.2 TRLMV, se logrará: “*cuando aquéllos queden anotados a su nombre en las cuentas de valores conforme a las reglas del sistema de registro*”. Se hace la distinción porque dentro de la liquidación puede existir un lapso de tiempo entre el case y la anotación y, aun siendo firme e irrevocable el primero, hasta que no se anota, no hay cambio de titularidad<sup>883</sup>, ni legitimación registral<sup>884</sup>, pues ésta

---

<sup>880</sup> La anotación de los valores en el registro contable pone fin a la liquidación. Conforme al art. 101 de la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, que contempla el momento de la firmeza de las operaciones. Esta exigencia legal se halla regulada en el art. 31 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, según el cual se produce, no sobre el acuerdo en la negociación, sino sobre las órdenes de transferencia, “*en el momento en que el soporte técnico TARGET2-Securities declare que reúnen los requisitos de validación del mismo*”. Sobre el cambio del momento de firmeza puede verse: BENITO NAVEIRA, Jesús y SOLLOA MENDOZA, Ignacio: *La reforma de la post-contratación de valores en España*; Rev. Estabilidad Financiera, nº 28, Banco de España, 2015, pág. 84. RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*; en *La reforma del sistema de poscontratación en España*, Ed. Aranzadi, 2017; pág. 789. GUTIÉRREZ GILSANZ, Javier: *La firmeza de las operaciones en el ámbito de la compensación (ECC) y en el ámbito de la liquidación (DCV). Momento y significado*; (citado), pág. 326.

<sup>881</sup> GUTIÉRREZ GILSANZ, Javier: *La firmeza de las operaciones en el ámbito de la compensación (ECC) y en el ámbito de la liquidación (DCV). Momento y significado* (citado); pág. 329.

<sup>882</sup> La precisión del artículo 94.2 TRLMV, confirma la vigencia de la teoría del título y modo, considerando que la *traditio* se produce, en el caso de las anotaciones en cuenta, con la inscripción en el correspondiente registro contable (véase §5.1 y §5.2.2), indicativa del modo de adquirir la propiedad. No es el único precepto en el que pueden observarse dos momentos diferentes con efectos también diferentes, basta con observar la dicción del art. 95.3 LMV, según el cual, en la transmisión de acciones los derechos económicos se ostentan desde la contratación, sin esperar a la ulterior inscripción: “*3. Sin perjuicio de lo anterior, los beneficios, derechos u obligaciones inherentes a la titularidad de acciones y de valores equivalentes a acciones serán de cuenta y provecho del adquirente desde la fecha de la compra en el correspondiente mercado secundario oficial, mientras que lo serán desde la fecha de liquidación de la correspondiente operación de compra en el caso de los valores de renta fija y demás valores no equivalentes a acciones. En caso de retrasos u otras incidencias en el proceso de liquidación, podrán realizarse los ajustes oportunos sobre la liquidación de dichos derechos u obligaciones*”.

<sup>883</sup> Basta con observar los art. 31.2 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: “*Las órdenes de transferencia sólo podrán ser revocadas por los participantes o por terceros antes del momento en que dichas órdenes queden casadas en el soporte técnico TARGET2-Securities con aquellas otras órdenes que constituyan sus respectivas contrapartidas*”; y el art. 34.1 del mismo Reglamento: “*1. La Sociedad de*

depende de la inscripción en el registro según lo dispuesto en el art.11 LMV, que debe completarse con el art. 34.2 del RD 878/2015<sup>885</sup>, por el que estos efectos se producirán con la inscripción a nombre del titular en los registros de detalle<sup>886</sup> o en las cuentas segregadas según proceda.

La intervención en el proceso de otras entidades, no sólo las participantes también los propios mercados o las ECC, supone la posibilidad de contemplar la corresponsabilidad de los intervinientes, junto con la propia de la Sociedad de Sistemas, y delimitar los supuestos concretos, apreciando el grado de intervención de cada partícipe y la procedencia del incumplimiento, aunque el control de la liquidación y registro corresponde a la Sociedad de Sistemas conforme al art. 5 del *Reglamento 909/2014*.

La liquidación y registro se ha centralizado en los DCV precisamente para tener bajo control las transacciones en los mercados y el tiempo de realización, que dan lugar

Cont. \_\_\_\_\_

*Sistemas procederá a la liquidación de los valores mediante el abono y correlativo adeudo de los valores en las cuentas del Registro Central y, en su caso, las entidades participantes Registradoras deberán practicar simultáneamente la anotación correlativa en sus Registros de Detalle. La liquidación de los valores conforme a lo dispuesto en el párrafo anterior producirá la efectiva transmisión de los mismos”.*

<sup>884</sup> Puede verse, aunque sea un argumento incidental, la Sentencia nº 1414/1999, de 17 septiembre, de la Audiencia Provincial de Alicante ECLI: ES:APA:1999:3408): “... razón por la que, existiendo en esta causa documental que acredita que el señor K. es titular de la totalidad de las acciones que reclama (documentos 4 a 8 de los aportados con la demanda) y de que el artículo 11 de la Ley de Mercados de Valores establece una presunción «iuris tantum» en favor del titular del asiento del registro contable, debemos desestimar el recurso formulado”.

<sup>885</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 768, considera que hasta la adopción de este Real Decreto 878/2015, no estaba claro cuándo se producían los efectos a favor del titular, si desde la anotación en la cuenta de terceros o en la de detalle, el art. 34.2 del RD 878/2015 resolvió la cuestión: “La inscripción a nombre del titular que se produzca en las cuentas de los registros de detalle de las entidades participantes o, en las cuentas a que se refieren las letras a) y c) del artículo 32.1 y 32.2 en los registros a cargo del depositario central de valores, será la que produzca los efectos previstos en los artículos 11, 12 y 13 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre”.

<sup>886</sup> En el mismo sentido se pronuncia el art. 21 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: 1. *La transmisión de valores en el registro contable tiene lugar por transferencia contable. 2. Como consecuencia de las órdenes de transferencia de valores que reciba, la Sociedad de Sistemas practicará los cargos y abonos sobre los saldos de las cuentas del Registro Central. Cuando proceda, las entidades participantes deberán practicar simultáneamente la anotación correlativa en sus Registros de Detalle conforme a los procedimientos que la Sociedad de Sistemas tenga establecidos.*

a las anotaciones en el registro contable<sup>887</sup> y sobre éste descansa la eficacia del sistema. Es función de la Sociedad de Sistemas la verificación y control de las operaciones, que debe alcanzar el resultado de la correcta anotación. Si se considera grave el incumplimiento o fallo en la liquidación de cualquier participante, aún lo es más si éste es atribuible a la Sociedad de Sistemas, por ser quien debe velar por su cumplimiento y anotar cuando proceda. Sólo recordar que, en las obligaciones de resultado, si no se alcanza la prestación debida, significa incumplimiento, y sólo cabe la exoneración en caso fortuito o fuerza mayor. Añádase la diligencia en la apreciación de los riesgos que le corresponde prever.

#### *2.4. Medidas de conciliación diarias.*

Se aplican esencialmente en las transacciones de los mercados, y deben añadirse a lo ya dicho. Las *medidas de conciliación* facilitan que los fallos no lleguen a producirse y se alcance el resultado debido. Si bien cobran pleno sentido al aplicarse sobre las entidades registradoras, dichas medidas deben aplicarse también sobre los propios DCV<sup>888</sup> y cualquier entidad que participe en la liquidación<sup>889</sup>.

---

<sup>887</sup> Ese es el propósito del Reglamento 909/2014, como se observa en su primer Considerando: “Los depositarios centrales de valores (DCV), junto con las entidades de contrapartida central (ECC), contribuyen en gran medida al mantenimiento de infraestructuras post-contratación que salvaguardan los mercados financieros y permiten a los participantes en el mercado confiar en que las operaciones con valores se ejecutarán adecuada y puntualmente, incluso en épocas de extrema tensión”.

<sup>888</sup> Considerando 43 Reglamento Delegado UE 392/2017: “A fin de garantizar eficazmente la integridad de la emisión, las medidas de conciliación previstas en el Reglamento (UE) nº 909/2014 deben aplicarse a todos los DCV con independencia de que presten o no el servicio de notaría o el servicio central de mantenimiento a que se refiere dicho Reglamento en relación con una emisión de valores”.

<sup>889</sup> Considerando 44 Reglamento Delegado UE 392/2017: “Por lo que se refiere a otras entidades que participan en el proceso de conciliación, conviene distinguir varios escenarios en función del papel que desempeñen. Las medidas de conciliación deben reflejar el cometido específico de esas entidades. De acuerdo con el modelo del registrador, este último lleva un registro de los valores que también están registrados en un DCV. De acuerdo con el modelo del agente de transferencia, el gestor de fondos o el agente de transferencia es

A diferencia de las medidas de supervisión estrictas, la conciliación, o conciliaciones (son como mínimo una vez al día), es inmediata, se aplica sobre las transacciones durante los ciclos de liquidación y deben lograr siempre el resultado de coincidencia en el número exacto de valores que componen la emisión. En caso contrario deben aplicar las medidas para lograr dicha exactitud de saldos.

El art. 37.1 del *Reglamento UE 909/2014*, contiene un mandato expreso sobre la conciliación<sup>890</sup>, requiriendo que estén amparados en la realidad del número de valores que conforman la emisión con referencia a los saldos<sup>891</sup>:

*“Los DCV tomarán las oportunas medidas de conciliación con vistas a comprobar que el número de valores que constituyan una emisión o formen parte de una emisión de valores registrada en el DCV sea igual a la suma de los valores registrados en las cuentas de valores de los participantes en el sistema de liquidación de valores gestionado por el DCV y, cuando proceda, en las cuentas de titulares mantenidas en el DCV. Estas medidas de conciliación se aplicarán como mínimo una vez al día”.*

En toda emisión de valores, el saldo a conciliar es invariable, salvo que se modifique conforme a la legislación por la que fueron creados. Así, en las acciones, el saldo de la emisión corresponderá con el número de acciones creadas en la escritura o protocolo de constitución e inscritas en el registro central. A su vez, los saldos de las diferentes cuentas deberán coincidir siempre con el número de valores creado y registrado, por lo que, a efectos de conciliación, este saldo anotado en el registro central

Cont. \_\_\_\_\_

*responsable de una cuenta que mantiene una parte de una emisión de valores registrada en un DCV. De acuerdo con el modelo del depositario común, los DCV que establecen un enlace interoperable recurren a un depositario común, el cual debe ser responsable de la integridad global de las emisiones de valores registradas inicialmente o mantenidas de forma centralizada por los DCV que han establecido un enlace interoperable”.*

<sup>890</sup> El art. 16.1 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas dispone: *“Estas medidas se aplicarán, como mínimo, una vez al día y se ajustarán a lo que establezcan las normas técnicas de regulación previstas en el artículo 37 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores”.*

<sup>891</sup> Con la clara finalidad de evitar la creación y proliferación de valores que desnaturalizarían la propia emisión.

es el de referencia para efectuar todas las operaciones, tanto de conciliación como de control de integridad de la emisión<sup>892</sup>.

La frecuencia de conciliación ha de ser como mínimo diaria, debe realizarse cuantas veces se estime conveniente. Esta conciliación de control es diferente del proceso de liquidación de operaciones, se realiza cuando se ha completado aquél. También conviene tener en cuenta lo dispuesto en el art. 39.5 del Reglamento europeo, pues impone la obligación de que *todas las medidas razonables* para que la liquidación se consigan “*intradía, pero en ningún caso más tarde del final del día hábil de la fecha de liquidación efectiva*”. La medida facilita por un lado el mantenimiento de la integridad de las emisiones, pero también la detección temprana de posibles errores.

Precisa dicha obligación el art. 59 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*:

*Medidas generales de conciliación:*

*1. Los DCV aplicarán las medidas de conciliación a que se refiere el artículo 37, apartado 1, del Reglamento (UE) nº 909/2014 a cada emisión de valores registrada en las cuentas de valores mantenidas de forma centralizada o no centralizada por los DCV.*

*Los DCV deberán comparar el saldo al final del día anterior con todas las liquidaciones procesadas durante el día y el saldo al final del día actual para cada emisión de valores y cuenta de valores mantenidas por el DCV de forma centralizada o no centralizada.*

Corresponde a la Sociedad de Sistemas determinar los momentos a lo largo del día, y al final del período de sesiones, en los que debe realizarse la conciliación<sup>893</sup>.

---

<sup>892</sup> Hasta el punto de afirmar la CNMV, en: CNMV: *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública* (citado), pág. 8, punto 112 que: “*En caso de discrepancia, los saldos reconocidos por el DCV prevalecerán sobre los reconocidos en las cuentas de detalle de las entidades participantes*”. Véase el art. 36.3 del RD 878/2015.

<sup>893</sup> RD 878/2015. Artículo 36. *Control de saldos del sistema.*

*1. Constituirá responsabilidad fundamental de los depositarios centrales de valores llevar en todo momento un estricto control de los saldos de las cuentas de valores del registro central, así como de la correspondencia de la suma de tales saldos con el número total de valores integrados en cada emisión o fungibles entre sí.*

A los criterios del Reglamento Delegado UE 392/2017, debe añadirse la obligación de realizar la conciliación por las entidades participantes<sup>894</sup>, obligación prevista para éstas en el art. 36.2 del RD 878/2015. Las entidades participantes están sometidas a idéntica obligación que la Sociedad de Sistemas para mantener la integridad de la emisión, si bien, sobre las participantes sólo les concierne en la medida en que su control de saldos se realiza entre *“sus registros de detalle y los saldos de valores de las cuentas generales de terceros en el registro central”*. Por ello, tanto la Sociedad de Sistemas como las participantes, pueden ser corresponsables de la correcta anotación, si, como dice la norma, no se mantiene esa permanente concordancia entre ambos escalones<sup>895</sup>, cuya primera medida de corrección se halla en las conciliaciones diarias.

Cont. \_\_\_\_\_

*2. Las entidades participantes deberán cumplir sus funciones de registro, y en particular, mantener la exacta y permanente concordancia entre los saldos de valores de las cuentas de sus registros de detalle y los saldos de valores de las cuentas generales de terceros en el registro central.*

*3. Asimismo será responsabilidad de los depositarios centrales de valores vigilar que las entidades participantes cumplen adecuadamente sus funciones de registro y en particular que los saldos de valores de las cuentas de los registros de detalle se corresponden con los saldos de valores de las cuentas generales de terceros del registro central.*

<sup>894</sup> En el documento de la Sociedad de Sistemas *“CSD Regulation White Paper”* (Madrid 2016) pág. 6, dice: *“Para poder efectuar dicha conciliación diaria, los DCV están obligados a exigir a sus participantes que reconcilien cada día sus registros con la información recibida de ese DCV (artículo 64.3 del Reglamento 2017/392), para lo cual, los DCV deben proporcionar diariamente a sus participantes la siguiente información, especificada para cada cuenta de valores y cada emisión de valores: (i) el saldo agregado de la cuenta de valores al inicio dl día hábil correspondiente; (ii) cada una de las transferencias de valores hacia o desde una cuenta de valores durante el día hábil correspondiente; y (ii) el saldo agregado de la cuenta de valores al final del día hábil correspondiente. A este respecto, IBERCLEAR, en la actualidad, comunica con una periodicidad diaria a sus entidades participantes, la posición y los movimientos efectuados en las cuentas de valores para cada emisión mediante los mensajes MT535/MT536. Las entidades participantes que tengan conectividad directa con T2S podrán solicitar recibir dicha información directamente de T2S. Por su parte, las entidades participantes están obligadas a verificar la información recibida de IBERCLEAR con el fin de reportarle las discrepancias detectadas, al amparo de lo previsto en el artículo 16.2 del Reglamento de IBERCLEAR.*

<sup>895</sup> El Reglamento Delegado UE 392/2017 desarrolla toda una serie de medidas en su articulado según se trate de actuaciones societarias (art. 60), por el que deben esperar a completar las medidas de conciliación antes de proceder *“a asignar los derechos sobre el producto de una actuación societaria”*; o diferentes modelos de registrador (art. 61), que sería el caso aplicable al sistema de doble escalón en el que son responsables del registro tanto la Sociedad de Sistemas como las entidades participantes, o intervenga *“un agente de transferencia u otra entidad similar sea responsable del proceso de conciliación de una cuenta que mantenga una parte de una emisión de valores registrada en un DCV”* (art. 62); o *“hayan establecido un enlace interoperable utilicen un depositario común”* (art. 63); e incluso contempla *“medidas adicionales en caso de participación de otras entidades en el proceso de conciliación”* (art. 64). En definitiva, viene a establecer la conciliación prácticamente con todos los que de un modo u otro participan de la labor de registro.

La conciliación es un instrumento que ayuda a mantener la integridad de la emisión, pero también a detectar posibles errores en las anotaciones si no hay coincidencia de saldos. En este último sentido puede considerarse que también forma parte de las medidas preventivas a las que alude el art. 6.1 del *Reglamento 909/2014*, cuando prevé que: *“Los centros de negociación establecerán procedimientos que permitan confirmar los detalles pertinentes de las operaciones relativas a los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 5, apartado 1, en la fecha en que se haya ejecutado la operación”*.

Significativo es el art. 65 del Reglamento Delegado UE 392/2017, pues establece medidas para los *“problemas relacionados con la conciliación”*, entre las que se hallan *“los posibles desajustes e incoherencias resultantes del proceso de conciliación y procurarán resolverlos antes del inicio de la liquidación en el siguiente día hábil”* (art. 65.1). En caso contrario, si se pone *“de manifiesto una creación o supresión injustificada de valores”* deberán suspender la *“liquidación de la emisión de valores hasta que la creación o supresión indebida de títulos ha sido remediada”* (art. 65.2). Es una medida importante, pues supone la paralización de los procesos de liquidación y consiguiente registro de las operaciones sobre los valores de la emisión afectada hasta que se resuelva el incidente. Puede prolongarse y, si supera el siguiente día hábil, el Reglamento Delegado UE 392/2017, habla en ese artículo 65.2 de *“suspender la emisión de valores para liquidación<sup>896</sup> hasta que no se haya subsanado la creación o supresión injustificada de valores*.

El artículo 65 del Reglamento Delegado no deja lugar a dudas, todas estas medidas debe aplicarlas el DCV, la Sociedad de Sistemas. Es su responsabilidad y a ello se refiere el art. 36 del RD 878/2015, cuando establece que es *“responsabilidad fundamental de los depositarios centrales de valores llevar en todo momento un estricto*

---

<sup>896</sup> La versión española coincide con la francesa, inglesa e italiana, por tanto, la interpretación debe ser que se suspende la liquidación, no la emisión, de hecho, los apartados del mismo artículo 65.6 y 7, refiriéndose a esta suspensión dicen: *“6. Cuando se suspenda la liquidación de una emisión de valores, las medidas de disciplina en la liquidación contempladas en el artículo 7 del Reglamento (UE) n° 909/2014 no se aplicarán en relación con esa emisión de valores durante el período de suspensión. 7. El DCV reanudará la liquidación tan pronto como la creación o supresión injustificada de valores se haya subsanado”*.

*control de los saldos de las cuentas de valores del registro central, así como de la correspondencia de la suma de tales saldos con el número total de valores integrados en cada emisión o fungibles entre sí”.*

Las medidas de conciliación diarias imponen un resultado, una obligación ineludible de lograr la exactitud de saldos de valores anotados con los que componen la emisión. Es decir, que la reclamación casi permanente que realiza el *Reglamento UE 909/2014* a mantener la integridad de la emisión, se ve consolidada por la obligación de conciliación diaria, como un medio para lograr el resultado, la exactitud de las anotaciones contables. La conciliación va más allá de ser una obligación de medios, pues obliga a garantizar el resultado.

La Sociedad de Sistemas está obligada a conseguir el resultado exacto, hasta el punto de poder suspender las liquidaciones mientras no se restablezca la exacta correspondencia de saldos según ese mismo art. 65 del Reglamento Delegado<sup>897</sup>. Esta exigencia legal añade un plus de responsabilidad por cuanto tiene en su mano determinar la frecuencia de las conciliaciones y suspender la liquidación de valores de las emisiones en las que detecte irregularidades en los saldos, o la supresión o creación de valores. No sólo pesa el deber de conciliar, sino que la Sociedad de Sistemas tiene el deber de incrementar e implementar la frecuencia y medidas de conciliación si es necesario<sup>898</sup>, porque el resultado ha de lograrse.

---

<sup>897</sup> Art. 65 Reglamento Delegado UE 392/2017: “1. Los DCV analizarán los posibles desajustes e incoherencias resultantes del proceso de conciliación y procurarán resolverlos antes del inicio de la liquidación en el siguiente día hábil.

2. Cuando el proceso de conciliación ponga de manifiesto una creación o supresión injustificada de valores y los DCV no resuelvan este problema al final del siguiente día hábil, deberán suspender la emisión de valores<sup>897</sup> para liquidación hasta que no se haya subsanado la creación o supresión injustificada de valores”. Consultadas las versiones, francesa, inglesa e italiana del Reglamento citado, las versiones coinciden. Plantea dudas sobre su verdadero significado, no tiene mucho sentido hablar de “suspensión de la emisión”, quizá debería referirse a suspensión de la liquidación, o incluso de la negociación”.

<sup>898</sup> En el mismo sentido, reitera dichas obligaciones el art. 73.2.b del RD 878/2015, aunque centrado en las funciones de seguimiento y control, que persiguen la misma finalidad pero que corresponden a tiempos de realización diferentes, pues las de conciliación son diarias e inmediatas y las de seguimiento y control discontinuas y espaciadas como se verá oportunamente. De conformidad con el art. 73.2.a) del RD 878/2015, comprende: “comprobar la correcta llevanza del registro, en sus dos escalones, para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a

Sin renunciar a lo dicho, sobre tratarse de una obligación de resultado, la conciliación diaria también comporta una obligación de medios complementaria para reforzar la obtención del resultado de acuerdo con el art. 65.8 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, pues, según este apartado:

*“Cuando el número de casos de creación o supresión injustificada de valores a que se refiere el apartado 2 sea superior a cinco al mes, el DCV enviará en el plazo de un mes a la autoridad competente y a las autoridades relevantes una propuesta de plan de medidas para reducir la aparición de casos similares. El DCV deberá actualizar el plan y presentar un informe sobre su aplicación a la autoridad competente y a las autoridades relevantes con periodicidad mensual, hasta que el número de casos a que se refiere el apartado 2 sea inferior a cinco por mes”.*

Se observa pues una interdependencia entre todas las obligaciones descritas por separado, entre la propia anotación contable y los medios que puede y debe usar, medios precisamente para asegurar el resultado debido. Aquí no se trata de prevención sino de obligación de detectar los posibles desajustes en los saldos, debe responder por la correspondencia entre los saldos parciales de las cuentas y el saldo global exacto de la emisión, de ahí que se pueda afirmar que la conciliación de saldos se corresponde con una obligación de resultado.

## *2.5. Gestión de incidencias y fallidos.*

El regular funcionamiento de la post contratación acaba con la anotación en las cuentas correspondientes. La ingente cantidad de operaciones y el modo de operar, que cruza diversas operaciones de compra y venta, con un número de valores y precios no

Cont. \_\_\_\_\_

*una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes, tanto en el registro central como en los registros de detalle”. Y apartado b) del mismo artículo, por el que debe: “b) Controlar y promover la eficiencia y corrección de los procesos de liquidación, vigilando la efectiva liquidación de todas las operaciones, especialmente de las que, como consecuencia de la compensación, son liquidadas mediante apuntes practicados en las cuentas de los registros de detalle que mantienen las entidades participantes”.*

siempre coincidentes, justifica la intervención de las ECC<sup>899</sup>, facilitando la conciliación de posiciones (precios y número de valores) y produciendo el case de operaciones con la atribución de ventas y compras a las entidades participantes, bien liquidando en bruto, bien liquidando en neto. Suele ocurrir que algunas operaciones queden sin casar en cada período hábil, por ello el funcionamiento de la liquidación contempla diversas operaciones para intentar liquidar el máximo de órdenes de compra y venta y llegar al término del plazo con los menores errores.

En cumplimiento del mandato del artículo 39.5 del *Reglamento UE 909/2014*<sup>900</sup>, la Sociedad de Sistemas ha articulado todo un sistema de gestión de incidencias y fallidos y de reciclaje de órdenes, cuyas líneas generales traza el art. 36 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, y que pueden consistir en *“procesos de reciclaje y liquidación parcial de las órdenes de transferencia y podrán incluir el establecimiento de una pluralidad de ciclos de liquidación, mecanismos para la selección de órdenes de transferencia de valores y efectivo que permitan maximizar el volumen de órdenes liquidadas, así como cualquier otro procedimiento que, a la vista de la tipología de las operaciones y la posible intervención de una entidad de contrapartida central, se consideren adecuados para cumplir con el objetivo de alcanzar una mayor eficiencia en el resultado de la liquidación”*<sup>901</sup>.

Pero debe hacerse una distinción entre medidas *ex ante* y medidas *ex post*. Con palabras de la *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores*

---

<sup>899</sup> Véanse los arts. 36 y 37 del Reglamento de BME Clearing.

<sup>900</sup> En el *Documento de trabajo de los servicios de la Comisión. Resumen de la evaluación de impacto*. Bruselas, 7 de marzo de 2012, aludía a las distintas prácticas en la organización de la liquidación y ponía el acento en las medidas de disciplina en la liquidación, los plazos de liquidación y en las definiciones de lo que se consideraban fallos.

<sup>901</sup> Según informa la página web de IBERCLEAR Todos los procesos se realizan utilizando herramientas como *neteo técnico, priorización de órdenes, liquidación parcial, autocolateralización, algoritmos de optimización y reciclaje de instrucciones*, que están previstas en los arts. 81 a 83 del RD 878/2015.

(DCV) y por el que se modifica la Directiva 98/26/CE<sup>902</sup>: “Se trata de medidas **ex ante** dirigidas a evitar fallos en la liquidación, y medidas **ex post** para hacer frente a los fallos cuando se produzcan”<sup>903</sup>.

Son **medidas ex ante**, y por tanto se ejecutan dentro del propio plazo para liquidar señalado en el art. 5 del *Reglamento UE 909/2014* y desarrolladas en el *Reglamento Delegado UE 1229/2018*<sup>904</sup>:

- Diferentes ciclos de liquidación.
- Liquidación parcial.
- Reciclaje de órdenes de transferencia. Mecanismos de retención y liberación de órdenes,
- Selección de órdenes de transferencia.

Son **medidas ex post**<sup>905</sup>, y por ello se consideran fallidos, que pueden dar lugar a responsabilidad además de las medidas contempladas en el art. 7 del *Reglamento UE 909/2014*:

- Recompra de valores (dentro de los cuatro días siguientes a la fecha teórica de liquidación.
- Sanciones pecuniarias.
- Cancelación bilateral.

---

<sup>902</sup> Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (DCV) y por el que se modifica la Directiva 98/26/CE, Bruselas, 7.3.2012. COM (2012) 73 final: En el epígrafe 3.3.2, dice: “Se trata de medidas *ex ante* dirigidas a evitar fallos en la liquidación, y medidas *ex post* para hacer frente a los fallos cuando se produzcan. El objetivo esencial es reducir esos fallos y desincentivar toda competencia que suponga rebajar la calidad de la disciplina de liquidación, por ejemplo, entre mercados cuyos sistemas sancionadores puedan ser diferentes. Las disposiciones propuestas no afectan solo a los DCV, sino que imponen también a los participantes en el mercado que no entreguen los valores en la fecha de liquidación prevista un procedimiento armonizado de «recompra», que podrá ejecutar una ECC, si se trata de una operación objeto de compensación, o estar prevista en las propias normas de las plataformas de negociación”

<sup>903</sup> Véase también: LYCZKOWSKA, Karolina: *Las garantías para mitigar los riesgos de la liquidación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. (Citado) pág. 685, hablando de la propuesta de Reglamento Delegado de la UE sobre el futuro tratamiento de las medidas para evitar fallos en la liquidación o para su remedio.

<sup>904</sup> Véanse los arts. 6 a 12 del *Reglamento Delegado UE 1229/2018*.

<sup>905</sup> Arts. 13 a 39 del *Reglamento Delegado UE 1229/2018*.

- Si la recompra falla, cabe la opción entre recibir una indemnización en efectivo o aplazar la ejecución de la recompra hasta una fecha posterior adecuada.

Las medidas *ex ante*, como los diferentes *ciclos de liquidación, liquidación parcial, selección y reciclaje de órdenes de transferencia*, entran dentro del plazo para liquidar, en consecuencia, no hay incumplimiento<sup>906</sup>. La aplicación de las medidas *ex post* significa que nos hallamos ante un incumplimiento y puede generar responsabilidad.

Los mecanismos descritos, se dirigen a evitar fallidos en las innumerables transacciones o a corregirlos<sup>907</sup>. Las transacciones que se liquidan deben ser inscritas exactamente dentro de los plazos perentorios previstos. Y sobre los remedios, unos son disuasorios como las sanciones, otros como el reciclaje de órdenes están encaminados a que no existan fallos ni incumplimientos, todos con la finalidad de lograr el resultado exacto, y para ello también es necesario observar los protocolos de comunicación y aceptación de órdenes que finalizan con la anotación y que dependen de la Sociedad de Sistemas.

El sistema de contratación y liquidación es complejo. Hay diversas ofertas y demandas y número de valores, diferentes precios, posiciones que se intentan ajustar al máximo, pudiendo quedar algunas operaciones pendientes de casar<sup>908</sup>. Si las medidas

---

<sup>906</sup> GARCÍA GREWE, Cristina: *Los principios rectores del sistema de liquidación de valores*. En en La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado). Pág. 668: “Cuando se produce un fallido en la liquidación el principio de entrega contra pago ya ha desplegado su virtualidad, pues, según el caso, hará evitado que se produzca la entrega de valores sin que se hubiera producido el pago o que se produzca el pago cuando no se produce la entrega de valores. Es decir, ha evitado el riesgo de principal.

<sup>907</sup> LEÓN SANZ, Fco. José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*; en La reforma del sistema de poscontratación en España, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2017, pág. 44: “La realización de un volumen de operaciones tan elevado como el actual se apoya en la configuración de sistemas, infraestructuras y procedimientos adecuados para la compensación y liquidaciones”.

<sup>908</sup> De hecho, el *Reglamento Delegado UE 389/2017*, en su Considerando 20 advierte del posible encadenamiento de operaciones y subsiguiente encadenamiento de fallos: “En ocasiones, una operación puede formar parte de una cadena de operaciones, en cuyo caso una instrucción de liquidación puede depender de otra y la liquidación de una instrucción puede permitir la liquidación de varias instrucciones de dicha cadena. Así, los efectos del incumplimiento de una instrucción de liquidación pueden encadenarse y provocar el incumplimiento de las instrucciones de liquidación subsiguientes”.

que se contemplan *ex ante*, dentro de los plazos de liquidación, son eficaces, se logra el cumplimiento evitando con ello la responsabilidad del incumplidor, que puede ser la propia Sociedad de Sistemas por fallos en la liquidación o anotación sobre las cuentas que le corresponda llevar como las segregadas, o por insuficiencia en la regulación de los protocolos.

Los procedimientos para gestionar los fallos en la liquidación<sup>909</sup> y para solucionar las reclamaciones se encuentran en los arts. 81, 82 y 83 del RD 878/2015, distinguiendo según se trate de fallidos en los que ha intervenido una ECC o no, se trata de operaciones cuya orden de liquidación firme no llega a término, es decir, que no se entregan los valores, o el efectivo, correspondientes. En dichos casos, la responsabilidad ya ha nacido y se trata de aplicar los remedios que la legislación pone al alcance de las ECC y la Sociedad de Sistemas para resolver los incumplimientos.

Tratándose de un sistema previsto esencialmente para el mercado y su elevado número de transacciones<sup>910</sup>, en las Circulares de la Sociedad de Sistemas sobre los diferentes procedimientos de liquidación de operaciones, se detalla en todas ellas un *proceso de provisión, optimización y reciclaje de operaciones*<sup>911</sup> en función de su

---

<sup>909</sup> RECALDE: RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 794.

<sup>910</sup> Como curiosidad, aparte de observar el volumen de valores negociados en la página web de Bolsas y Mercados, en el informe *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014*, pág. 89, se indica en el apartado *Filtro de volumen de valores* que: *“Se permitirá introducir hasta un máximo de 9.999.999 valores por cada orden introducida”*.

<sup>911</sup> CNMV: *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014*: pág. 54: *“IBERCLEAR comprobará la suficiencia de valores necesarios para que las instrucciones de liquidación sean asentadas bajo un criterio de todo o nada. En cualquier caso, los movimientos en las cuentas de valores se llevarán a cabo por las cantidades indicadas en las instrucciones de liquidación. Si hubiera saldo suficiente en las cuentas identificadas en las instrucciones de liquidación, IBERCLEAR procederá a liquidar los valores en el saldo retenido e iniciará las comprobaciones necesarias para la liquidación de efectivos. La retención de los valores por IBERCLEAR se llevará a cabo en el Registro Central mediante una minoración del saldo disponible en la cuenta que corresponda y un aumento del saldo retenido. .../... Si la instrucción de liquidación es aceptada, se minorará el saldo retenido y se liquidarán los valores en el saldo disponible del receptor. Al cierre de cada día hábil, el saldo retenido de valores será cero, ya que las instrucciones de liquidación se habrán liquidado o, en su defecto, se habrán rechazado y, por tanto, los valores ya no figurarán en el saldo retenido. En el supuesto de que durante el proceso de liquidación definido se detectara que los valores o efectivos de la cuenta de alguna entidad deudora fueran insuficientes para liquidar todas las instrucciones incluidas en un ciclo, IBERCLEAR pondrá en marcha un proceso de optimización que le permitirá maximizar el resultado de la liquidación. Como resultado del proceso de*

procedencia o tipo de operación, que permiten una flexibilidad en la ejecución de las órdenes de liquidación siempre dentro del plazo previsto de liquidación, pero que, en definitiva, sirven para limitar el número de fallos que puedan producirse. Junto a ello, y con carácter general, pues está previsto en todas las Circulares aunque con diferentes matices, las operaciones que no se consigan liquidar en su fecha teórica de liquidación se reciclarán. Estas operaciones se seguirán intentando liquidar los siguientes días hábiles, hasta que la operación se liquide, o hasta que en las bilaterales las contrapartidas cancelen de mutuo acuerdo la operación, sin perjuicio de lo que establezcan las normas de firmeza<sup>912</sup>.

Esas medidas concuerdan con las previstas en los arts. 81 y 82 del RD 878/2015 citados<sup>913</sup>, y concretan las medidas a adoptar por los DCV en caso de incidencias o fallidos.

Cont. \_\_\_\_\_

*optimización, IBERCLEAR identificará las instrucciones que por falta de valores o efectivo en la cuenta de la entidad deudora no han podido incluirse en el ciclo, así como las de sus correspondientes contrapartidas. Conforme a lo dispuesto en el procedimiento sobre "Gestión de incumplimientos", IBERCLEAR aplicará el mecanismo de liquidación parcial como parte del proceso de optimización". TAPIA HERMIDA, Alberto J.: La post-contratación en los mercados secundarios de valores; en Rev. de Derecho del Mercado de Valores (citado); en pág. 24, distingue entre mecanismos de "contenido necesario" que considera que son los "los procesos de reciclaje y liquidación parcial de las órdenes de transferencia" y los mecanismos "de contenido potestativo", en los que incluye "al establecimiento de una pluralidad de ciclos de liquidación, mecanismos para la selección de órdenes de transferencia, y cualquier otro .../...que se consideren adecuados para cumplir con el objetivo de alcanzar una mayor eficiencia en el resultado de la liquidación".*

<sup>912</sup> Véase también AEVM: *Directrices: Normas y procedimientos en caso de impago de un participante*; de 8 de junio de 2017 | ESMA70-151-294ES.

<sup>913</sup> En particular, el art. 81 detalla las siguientes medidas:

1. Los depositarios centrales de valores establecerán los mecanismos necesarios para prevenir y gestionar los posibles incumplimientos en la entrega de valores o en el pago del efectivo en el plazo fijado para la liquidación.

2. Estos mecanismos incluirán procesos de reciclaje y liquidación parcial de las órdenes de transferencia y podrán incluir el establecimiento de una pluralidad de ciclos de liquidación, mecanismos para la selección de órdenes de transferencia de valores y efectivo que permitan maximizar el número y el importe de las operaciones liquidadas, así como cualquier otro procedimiento que, a la vista de la tipología de las operaciones y la posible intervención de una entidad de contrapartida central, se consideren adecuados para cumplir con el objetivo de alcanzar una mayor eficiencia en el resultado de la liquidación.

3. Los referidos mecanismos se ajustarán a lo dispuesto en los artículos 6 y 7 del Reglamento (UE) n<sup>o</sup> 909/2014, de 23 de julio de 2014, y su normativa de desarrollo.

La redacción del art. 36.2 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas es idéntico al del art. 81.2 del RD: "Estos procedimientos establecerán procesos de reciclaje y liquidación parcial de las órdenes de transferencia y podrán incluir el establecimiento de una pluralidad de ciclos de liquidación, mecanismos para la selección de órdenes de transferencia de valores y efectivo que permitan maximizar el volumen de órdenes

Cuando se habla de medidas *ex post*, se habla de fallidos, se refiere a operaciones aceptadas, y cursadas las órdenes de transferencia cuyo cumplimiento no se ha producido, bien por falta de entrega de los valores total o parcialmente, bien por falta de pago del precio.

Las medidas posteriores reguladas en el art. 7 del Reglamento UE 909/2014<sup>914</sup>, son sanciones por retrasos, recompras e indemnizaciones en caso de fallido, y, conforme a la habilitación contenida en el art. 7.15 del Reglamento 909/2014, se dictó el *Reglamento Delegado UE 389/2017, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los parámetros de cálculo de las sanciones pecuniarias por fallos en la liquidación y las operaciones de los DCV en los Estados miembros de acogida*<sup>915</sup> y el más completo y significativo *Reglamento Delegado UE 1229/2018, de la Comisión por el que por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la disciplina de*

Cont. \_\_\_\_\_

*liquidadas, así como cualquier otro procedimiento que, a la vista de la tipología de las operaciones y la posible intervención de una entidad de contrapartida central, se consideren adecuados para cumplir con el objetivo de alcanzar una mayor eficiencia en el resultado de la liquidación”.*

<sup>914</sup> También sobre la prevención y resolución de los fallos tienen referencias los Considerandos 14 a 16, 69, 73 y 78 y los arts. 6 y 7 del *Reglamento UE 909/2014*, junto con otros artículos complementarios de los anteriores, que describen aspectos sobre la elaboración de informes y la imposición de sanciones. El *Considerando 16* del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, señala que el Reglamento se adopta: “*A fin de garantizar el correcto funcionamiento de los servicios básicos de infraestructura en el mercado financiero, el DCV que solicite autorización debe facilitar a la autoridad competente toda la información necesaria para demostrar que cuenta con políticas y procedimientos adecuados para garantizar la fiabilidad de los sistemas de llevanza de registros, así como mecanismos efectivos para los servicios de DCV, en particular medidas para prevenir y subsanar fallos en la liquidación y normas relativas a la integridad de la emisión, a la protección de los valores de los participantes y los de sus clientes, a la firmeza de la liquidación, al impago de un participante y a la transferencia de los activos de clientes y participantes en caso de revocación de la autorización”.*

<sup>915</sup> *Reglamento Delegado UE 389/2017, del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los parámetros de cálculo de las sanciones pecuniarias por fallos en la liquidación y las operaciones de los DCV en los Estados miembros de acogida.* El art. 7 establece la *determinación de los valores de mercado* y el art. 9 de este Reglamento dispone diferentes plazos de entrada en vigor y aplicación para las previsiones que contiene. De hecho, ha de esperar a la entrada en vigor del *Reglamento Delegado UE 1229/2018*, para su aplicación efectiva.

liquidación (aún no en vigor<sup>916</sup>). Las sanciones que contempla el Reglamento Delegado son las que pueden imponer los DCV a las entidades participantes.

Si el incumplidor es la Sociedad de Sistemas, ninguno de los Reglamentos europeos contempla sanciones por fallidos, u operaciones no liquidadas, o liquidadas con retraso, por causas imputables a los propios DCV incumplidores. Tampoco se contempla dicha posibilidad en la LMV. Sí existen procedimientos de sanción administrativa por incumplimientos de carácter general de los DCV. Los DCV deben contar con medidas para prevenir y subsanar los fallidos, pues a ello se refiere el Considerando 16 del *Reglamento UE 909/2014*, diciendo que el DCV debe “demostrar que cuenta con políticas y procedimientos adecuados para garantizar la fiabilidad de los sistemas de llevanza de registros, así como mecanismos efectivos para los servicios de DCV, en particular medidas para prevenir y subsanar fallos en la liquidación y normas relativas a la integridad de la emisión...”.

Tanto en las medidas anteriores como posteriores, si ha intervenido una ECC, el proceso de optimización, reciclaje y gestión de fallidos corresponde a ésta<sup>917</sup>, que es la que asume el riesgo de contrapartida y aplica las medidas del art. 14 de las *Condiciones Generales de BME Clearing sobre: Transacciones sobre Instrumentos Financieros de Renta Variable; Segmento de Renta Variable*<sup>918</sup>, y las descritas en la *Circular BME Clearing C-*

---

<sup>916</sup> Según su art. 42: “El presente Reglamento entrará en vigor veinticuatro meses después de la fecha de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea”, publicado en el DOUE el 13 de septiembre de 2018, su entrada en vigor se producirá el 13 de septiembre de 2020.

<sup>917</sup> CNMV: *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014:* (citado), pág. 55: “Gestión de incumplimientos: Las medidas que se adoptarán en caso de incumplimiento dependerán de si la liquidación se realiza con la intervención de una Entidad de Contrapartida Central o sin ella.

Cuando la liquidación se realiza con la intervención de alguna ECC, las reglas de la ECC serán las que determinen cómo proceder. IBERCLEAR se limitará a comunicar la incidencia a la ECC y a esperar sus instrucciones, salvo que la ECC, por defecto, ya haya indicado cómo actuar en estos casos.

Cuando la liquidación se realiza sin la intervención de alguna ECC, IBERCLEAR gestionará los incumplimientos mediante las siguientes funcionalidades: liquidación parcial y reciclaje”.

También MARTÍNEZ MULERO, Víctor: *Entidad de contrapartida central, compensación y liquidación del contrato bursátil y gestión de incumplimientos fallos e incidencias;* (citado), pág. 9 y 18.

<sup>918</sup> BME Clearing: *Condiciones Generales: Art. 14. Transacciones sobre Instrumentos Financieros de Renta Variable; Segmento de Renta Variable.* “El Sistema de Liquidación comunicará a BME CLEARING las Instrucciones de Liquidación no liquidadas o liquidadas parcialmente.

*RV-04/2018, de 26 de enero de 2018, sobre Procedimiento de gestión de Incidencias en la Liquidación.* Si ha intervenido una ECC corresponde a la misma aplicar los mecanismos de recompra o indemnización<sup>919</sup>. Los artículos 82 y 83 del RD 878/2015, hacen distinción entre los fallidos producidos habiendo intervenido una ECC y en los que no ha intervenido. En los primeros, la ECC puede recurrir a la recompra de valores o tomarlos en préstamo<sup>920</sup>. Si no ha intervenido una ECC el art. 83 del Real Decreto es más escueto y

Cont. \_\_\_\_\_

*La ECC aplicará los mecanismos de Gestión de Incidencias en la Liquidación respecto de las Transacciones pendientes de liquidar al finalizar el periodo de liquidación contra pago de la Fecha Teórica de Liquidación (Transacciones Fallidas), esto es, respecto de las Instrucciones de Liquidación pendientes de liquidar y las Transacciones de venta retenidas en la ECC, tal y como se regula en los siguientes apartados y en las Circulares que los desarrollen”.*

<sup>919</sup> Si se trata de las medidas contra los fallidos, como la recompra de valores o indemnización, el art. 82 del RD 878/2015, las atribuye a las ECC. En la práctica, si interviene una ECC cualquiera de las medidas las adopta ésta, como puede observarse en el art. 20.1.C) del *Reglamento de BME Clearing: “Generación de Transacciones por BME CLEARING. BME CLEARING podrá registrar las Transacciones que genere en la gestión de Incidencias en la Liquidación de acuerdo con lo que se establezca en las correspondientes Condiciones Generales y normativa de desarrollo”.* Incluso en el supuesto de reclamaciones, siendo mucho más preciso su Reglamento que el de la Sociedad de Sistemas, pues expresamente contempla la “*resolución de incidencias con miembros*” en el art. 48 del Reglamento de BME Clearing, según el cual “*Si el fallo fuera imputable a BME CLEARING, ésta se encargará de regularizar la situación de inmediato*”.

En las respuestas al cuestionario de 2011, realizado por la CNMV: *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública*; CNMV, enero 2011; pág. 14, ya se indicaba lo siguiente, en el apartado 4.3, sobre “Resolución de incidencias: el papel del DCV, y en el punto 83 decía: “*El DCV tendrá que atender la liquidación de las operaciones previamente compensadas en la ECC y la de las que no proceden de la cámara. La liquidación de las primeras estará garantizada por la ECC y por sus miembros compensadores. La resolución de las incidencias en la liquidación de estas operaciones corresponde a la ECC, que cuenta para ello con su sistema de garantías. Para este menester es preciso crear mecanismos de coordinación entre la ECC y el DCV, que contemplen la posibilidad de anular operaciones cuando la ECC no pueda recomprar los valores en el plazo previsto para ello y necesite aplicar los mecanismos de prestación sustitutoria o de resarcimiento equivalente dispuestos para estos casos*”. Respecto de la garantía a la que alude la anterior publicación, en el mismo, en la pág. 4, punto 19 definía la labor de la ECC y su funcionamiento: “*Una ECC es una institución que se interpone entre las partes de un contrato financiero negociado en uno o más mercados, convirtiéndose en el comprador de todo vendedor y en el vendedor de todo comprador. A medida que se van produciendo las ejecuciones en el mercado de órdenes bursátil, la ECC recibe y confirma los datos de detalle necesarios y procede a su novación inmediata e incondicionada, teniendo en cuenta los miembros compensadores que han sido asignados para ello por los miembros del mercado. Como resultado de la novación, cada ejecución en el mercado produce dos operaciones registradas en la ECC: una compra, en la que la ECC actúa como contrapartida del miembro compensador de la parte compradora de la ejecución de mercado y una venta, en la que la ECC actúa como contraparte del miembro compensador que actúa por cuenta del vendedor de la ejecución de mercado*”.

<sup>920</sup> Véase el art. 82.1.a y b del RD 878/2015, en este supuesto la Sociedad de Sistemas sólo interviene si hay insuficiencia de valores, pudiendo “*articular un procedimiento de préstamo de valores, en calidad de agente, a disposición de la entidad de contrapartida central y de sus miembros*” (art. 82.2).

remite a la aplicación directa por parte de la Sociedad de Sistemas de los arts. 6 y 7 del *Reglamento UE 909/2014*.

La intervención de otras entidades en el reciclaje de órdenes de liquidación como la ECC, acota el campo en el que se desenvuelve la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas y el momento a partir del cual asume su responsabilidad, que no puede ir más allá de la señalada por las funciones que asume y las normas que aplica. Este reciclaje de órdenes, liquidación parcial, etc., significa que algunas transacciones están pendientes de casar y por tanto no tienen acceso al registro hasta que no se genere la orden pertinente. La intervención de la Sociedad de Sistemas es posterior en estos procesos, por tanto, hasta la finalización de los mismos y comunicación a la Sociedad de Sistemas de las órdenes pertinentes no cabe hablar de responsabilidad de la Sociedad, salvo que tenga obligación de intervenir por corresponderle a ella tomar las medidas, como ocurre en los casos en que no provienen de una ECC.

Sobre lo descrito han de hacerse algunas matizaciones. En primer lugar, las soluciones relatadas se refieren a casos de incumplimiento por las entidades participantes, no están previstas cuando el incumplidor sea el propio DCV. Pero no se observan obstáculos legales para que la solución sea la misma si el incumplidor es la Sociedad de Sistemas, debe proceder a aplicar dichos remedios conforme al art. 36 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas.

En segundo lugar, se trata de observar las medidas a aplicar sobre los fallidos cuya causa sea atribuible a la Sociedad de Sistemas, el incumplimiento por el DCV, considerando aplicables las soluciones previstas en las normas para los incumplimientos de las participantes, pues se trata de medidas pensadas para el mercado en el que actúa<sup>921</sup>. Así, siendo incumplidora la Sociedad de Sistemas, debe correr con los gastos derivados de las operaciones de préstamo o recompra.

---

<sup>921</sup> Véase el art. 7 del *Reglamento UE 909/2014* y el *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229 de la Comisión de 25 de mayo de 2018*, teniendo presente que este último reglamento aún no ha entrado en vigor.

En tercer lugar, en lo referente a la responsabilidad por daños, que puedan causarse a terceros o a las participantes, pueden ir más allá de las previsiones del art. 7 del *Reglamento UE 909/2017* sobre las medidas *ex post*, por lo que es posible que deba responder por los mismos en las condiciones señaladas en .

## 2.6. Rectificación de errores materiales o aritméticos.

El art. 24 del RD 878/2015, permite la *rectificación de errores materiales o aritméticos*<sup>922</sup> que “*resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento en cuya virtud se haya practicado la inscripción*”. Debe entenderse por confrontación de documentos la revisión de las comunicaciones de órdenes provenientes de las infraestructuras de los mercados. En caso contrario el mismo artículo dice que “*la entidad encargada del registro contable sólo podrá rectificar las inscripciones inexactas en virtud de resolución judicial*”.

El sistema de información previsto en el art. 114 LMV<sup>923</sup> permite cotejar los datos allí anotados y que son provenientes de los propios mercados, la ECC y de la Sociedad de

---

<sup>922</sup> RD 878/2015, Artículo 24. *Rectificación de inscripciones.*

1. *La entidad encargada del registro contable sólo podrá rectificar las inscripciones inexactas en virtud de resolución judicial, salvo en el caso de errores puramente materiales o aritméticos que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento en cuya virtud se haya practicado la inscripción.*

2. *En el caso de que la entidad encargada del registro contable sea un depositario central de valores, sólo podrán rectificar las inscripciones inexactas en virtud de resolución judicial, salvo en el caso de errores puramente materiales o aritméticos que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento en cuya virtud se haya practicado la inscripción:*

a) *El depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas referidas en los artículos 32.1.a), 32.1.c) y 32.2.*

b) *Las entidades participantes del depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas del registro de detalle referidas en el artículo 33.*

3. *El asiento de rectificación se hará constar en su fecha en el libro al que se refiere el artículo siguiente.*

<sup>923</sup> Para la rectificación y confrontación de los documentos a los que se refiere el párrafo transcrito, puede usar también los datos que figuren en el *Libro diario de inscripciones*, al que hace referencia el art. 25 del RD 878/2015, y confrontar las fechas y otros datos necesarios. Pero la regulación del libro diario es anterior a la adopción y vigencia de los arts. 54 y 55 del *Reglamento Delegado UE*

Sistemas y participantes. En el Reglamento de la Sociedad de Sistemas la labor de comprobación es compartida con las entidades participantes<sup>924</sup>, debiendo añadir que los arts. 54 y 55 del *Reglamento Delegado UE 909/2014*, al implantar la exhaustiva recopilación de datos, dice en el art. 54.1 que “*Los DCV conservarán registros de todas las operaciones, las instrucciones de liquidación y las órdenes relativas a restricciones de liquidación que procesen y velarán por que sus registros incluyan toda la información necesaria para identificarlas con exactitud*”, artículo en el que detalla también los datos que debe guardar sobre las instrucciones de liquidación, incluso si la instrucción puede casarse o no, o si cabe reciclaje, etc.

En la rectificación de errores materiales o aritméticos deben entenderse comprendidos cualquier dato erróneo que se haya producido en las menciones necesarias para la liquidación y correcto registro, como errores de identificación o asignación de valores o desglose de los mismos, o de identificación de cuentas “*que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento en cuya virtud se haya practicado la inscripción*” (art. 24. 1 y 2 RD 878/2015), pues en todos los demás casos necesita de resolución judicial para proceder a la rectificación.

Todo lo anterior puede derivar en reclamaciones de las participantes o de terceros. En el caso de reclamaciones, que pueden ser sobre diversos temas, pero también aplicables a los conflictos y fallos en la liquidación, el art. 32.2 del *Reglamento 909/2014*, señala que: “*Los DCV dispondrán de normas transparentes para el tratamiento de las reclamaciones*”. Tratamiento al que se refiere a su vez el escueto art. 19 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, junto con el art. 41.i) y q) de este Reglamento delegado, sobre la información que deben proporcionar periódicamente los DCV a efectos de incorporarla al sistema de información que facilita la resolución de las reclamaciones.

Cont. \_\_\_\_\_

392/2017, siendo de aplicación preferente los mismos sobre el Real Decreto 878/2015, además de ser más exhaustivos que la regulación nacional.

<sup>924</sup> Arts. 16.1 y 2 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas y arts. 32, 62 y 63 del RD 878/2014.

El procedimiento de reclamaciones se encuentra previsto en el art. 72 RD 878/2015<sup>925</sup>. Dicho procedimiento se dirige indistintamente a todos aquellos que se consideren afectados por la actuación de la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes. Se trata de un mecanismo en favor de los perjudicados en general, a los que tiene que dar respuesta la Sociedad de Sistemas, tanto si se trata de reclamaciones de terceros, como si provienen de las entidades participantes, sin olvidar que los conflictos entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes están sujetas a arbitraje según se verá.

La descripción de los procesos y mecanismos de liquidación y reciclaje de órdenes, junto con el procedimiento de reclamaciones para dar *“adecuada contestación a cuantas reclamaciones reciban en relación con el desarrollo de sus actividades registrales o de liquidación”*, es clave para comprender la necesidad de tratar la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas como organizadora del registro, visto anteriormente, porque ella tiene la facultad de ordenación de los procesos de liquidación y registro, que deben finalizar con el resultado exacto de la anotación registral y para *“la adopción de las medidas precisas para corregir las irregularidades que la reclamación pudiera poner de manifiesto”*.

---

<sup>925</sup> Art. 72 RD 878/2015: *Reclamaciones*.

1. *Los depositarios centrales de valores examinarán y darán adecuada contestación a cuantas reclamaciones reciban en relación con el desarrollo de sus actividades registrales o de liquidación así como con la actuación de sus entidades participantes.*

2. *Sin perjuicio de la adopción de las medidas precisas para corregir las irregularidades que la reclamación pudiera poner de manifiesto, en la contestación los depositarios centrales de valores se pronunciarán sobre su contenido, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y los cauces legales existentes para su ejercicio.*

3. *El procedimiento relativo al tratamiento de las reclamaciones deberá cumplir con lo establecido en el artículo 32.2 del Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014.*

Reglamento de la Sociedad de Sistemas. Art. 4.7: *“7. La Sociedad de Sistemas dispondrá, conforme establece el artículo 72 del Real Decreto 878/2015 y el artículo 32.2 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores, de un procedimiento para la tramitación de consultas y reclamaciones que pudieran formular las entidades participantes y los restantes usuarios de los servicios que preste. Dicho procedimiento definirá los canales para la recepción de las consultas y reclamaciones, establecerá las áreas internas encargadas del análisis de la cuestión planteada y de la identificación de sus posibles causas y alcance, y finalizará con la remisión de una contestación motivada. La contestación deberá pronunciarse sobre el contenido de la consulta o reclamación, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y cauces legales existentes para su ejercicio.*

Las reclamaciones que reciba la Sociedad de Sistemas y que debe contestar, se refieren a las actividades registrales o de liquidación, pero también a la actuación de sus entidades participantes, según el artículo visto, todo ello acompañado de la *adopción de las medidas precisas para corregir las irregularidades*, medidas que, en ausencia de otros criterios interpretativos, no pueden exceder las facultades normativas conferidas, deben servir a los fines señalados en la legislación sobre DCV y resolver las controversias planteadas, sin perjuicio de los mecanismos de arbitraje a los que se someten las entidades participantes, o de los juzgados y tribunales en su caso, si afecta a terceros no vinculados por el sometimiento a arbitraje. Todo ello tiene su reflejo en el art. 39 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas*. La correlación entre el sistema de información y la gestión de las reclamaciones es evidente en este artículo del Reglamento de la Sociedad de Sistemas, pues lleva por título *Procedimientos de resolución de incidencias* y el primer apartado lo dedica a la información que deben introducir las entidades en el sistema<sup>926</sup>.

Si no se trata de fallido, sino de errónea atribución, por culpa atribuible a la Sociedad de Sistemas, resulta crucial el sistema de información<sup>927</sup> previsto en los arts. 114 a 117 de la LMV<sup>928</sup> y el libro diario al que se refiere el art. 25 del RD 878/2015, que permiten reconstruir las operaciones facilitando la solución a los problemas que puedan

---

<sup>926</sup> Artículo 39 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas: *“Procedimientos de resolución de incidencias: 1. Las entidades suministradoras deberán introducir la información en el sistema conforme a los plazos y especificaciones técnicas que se determinen. Para ello, las entidades suministradoras deberán establecer las medidas internas precisas para el puntual y completo suministro de los datos requeridos, quedando obligadas a notificar a la Sociedad de Sistemas las causas de las posibles incidencias que pudieran acaecer ya subsanarlas en el menor plazo posible. 2. La falta de comunicación de cualquier dato obligatorio o la comunicación de los mismos sin cumplir las reglas de validación del sistema determinarán el rechazo de la información incompleta suministrada, siendo responsabilidad de la entidad comunicarlos datos completos y enviar la información correctamente. Si, transcurridos los plazos establecidos para cada comunicación, el sistema detecta la ausencia de información, se requerirá a la entidad suministradora correspondiente para que lo complete dentro del plazo excepcional establecido para ello”*.

<sup>927</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*; en Rev. de Derecho del Mercado de Valores (citado), en pág.23, sostiene que nos hallamos ante una doble obligación: *“Obligaciones de resultado, tales como establecer los medios necesarios para que la información se introduzca en el sistema de acuerdo con las normas establecidas y sea completa”* y por otro lado una obligación de medios, *“tales como suscribir los correspondientes contratos en los que establecerán las relaciones jurídicas necesarias para el adecuado funcionamiento del sistema”*.

<sup>928</sup> Véase también el art. 85 del RD 878/2015 y la Disposición adicional 1ª del mismo.

plantearse. En dicho sistema, a cargo de la Sociedad de Sistemas, se introduce también información de las operaciones en las que haya intervenido BME Clearing, según dispone el art. 6 de las *Condiciones Generales* de BME Clearing citadas en el párrafo anterior. Si no se pudiese reconducir a la situación correcta, por haber variado los saldos y titularidades de los valores afectados, serían de aplicación los arts. 6 y 7 del Reglamento UE 909/2014 que corresponde aplicar a la propia Sociedad de Sistemas, solución que se desarrolla en los arts. 28 a 31 del *Reglamento Delegado UE 1229/2018*, con independencia de la posible indemnización por daños y perjuicios.

### *2.7. Responsabilidad de la Sociedad de Sistemas en las transacciones de valores: retraso, fallos en la liquidación y falta de anotación.*

La anotación en cuenta como *obligación de resultado*, cobra todo su sentido en las transacciones de valores para lograr un mercado eficiente dotado de seguridad jurídica<sup>929</sup>. Sobre el registro contable y las anotaciones confluyen intereses generales y particulares<sup>930</sup>. La legislación exige anotar los saldos de valores en las diferentes cuentas dentro de los plazos previstos, correctamente y garantizar el resultado.

Las transmisiones de valores acaban con la anotación en las cuentas correspondientes. La Sociedad de Sistemas sólo puede ser responsable de aquellas

---

<sup>929</sup> Así se pronunciaba también la CNMV: *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública*; CNMV 2011, en pág. 2: “El adecuado funcionamiento y la seguridad jurídica de los mecanismos de poscontratación, mucho menos visibles que los de la contratación, resultan imprescindibles para garantizar la eficiencia, la competitividad y la estabilidad del sistema financiero”. DIEZ-PICAZO, Luís: *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*; Ed. Thomson Reuters, 6ª ed., Pamplona 2017; págs. 67 a 72, sobre la seguridad del tráfico jurídico.

<sup>930</sup> LEÓN SANZ, Fco. José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores* (citado), pág. 45 y 47 y pág. 67, habla de “alcanzar el objetivo de dar seguridad y confianza sobre la titularidad y las transmisiones de los valores”. En la pág. 61 dice: “el alcance de las obligaciones impuestas a las partes, tanto a las ECC y DCV como a los miembros, desborda completamente el consentimiento contractual en sentido estricto”.

inexactitudes, o falta de inscripción, que le sean directamente atribuibles<sup>931</sup>, o por las que sea inexcusable que no pudiese detectarlas, y que no se puedan resolver conforme a lo indicado para los meros errores materiales o aritméticos<sup>932</sup>, es decir, sólo puede ser responsable desde que tiene el dominio del acto.

La intervención de otras entidades en dichos procesos de liquidación y resolución de incidencias y fallidos no excluye la responsabilidad propia ni la concurrencia de culpas y una posible responsabilidad compartida.

En el complejo modo de operar en los mercados, debe observarse que en las transacciones, *la aceptación de las órdenes de transferencia, están automatizadas*<sup>933</sup> según se observa en los artículos 4 y 5 del *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*. El traspaso de valores entre cuentas, se produce de conformidad con unos procedimientos estandarizados y automatizados, definidos por la Sociedad de Sistemas, quien es responsable de ordenar los medios y procedimientos para lograr la exacta correspondencia en la liquidación de valores y registro. Si se producen fallos en la liquidación automatizada los artículos 4 y 5 del *Reglamento Delegado UE 1229/2018*, autorizan la intervención manual en estos casos<sup>934</sup>. Si el fallo procede de una errónea

---

<sup>931</sup> Es el criterio que mantiene el art. 28.2 del RD 878/2015.

<sup>932</sup> Art. 24.2 RD 878/2015 y art. 39.3, in fine, del Reglamento de la Sociedad de Sistemas.

<sup>933</sup> *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229; Artículo 4: Facilitación y tratamiento de la liquidación. 1. Los DCV tratarán todas las instrucciones de liquidación de forma automatizada.*

También el Considerando de este reglamento explica cómo debe funcionar: *“Debe fomentarse el tratamiento totalmente automatizado (straight-through processing, «STP»), dado que su utilización en el conjunto del mercado es esencial tanto para mantener tasas elevadas de liquidación cuando aumenten los volúmenes, como para garantizar la liquidación puntual de las operaciones transfronterizas. Por otra parte, los participantes en el mercado, tanto directos como indirectos, deben disponer de la automatización interna que sea necesaria para beneficiarse plenamente de las soluciones STP disponibles. En este sentido, las empresas de servicios de inversión deben ofrecer a sus clientes profesionales la posibilidad de enviar por vía electrónica las confirmaciones y los pormenores de la asignación, en particular mediante el uso de procedimientos y normas internacionales abiertos de comunicación en materia de mensajería y datos de referencia. Además, los DCV deben facilitar el STP y utilizar, cuando traten instrucciones de liquidación, procesos destinados a trabajar de forma automática por defecto”.*

<sup>934</sup> Cabe también la intervención manual en el proceso de liquidación, pero es excepcional, tal y como se observa en este mismo artículo 4.3 del *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*. El art. determina los campos de case de operaciones que deben contener las liquidaciones automatizadas, la intervención manual, de acuerdo con el art. 4.3 sólo debe realizarse si se han modificado las instrucciones automatizadas.

ordenación de los procedimientos que determina la Sociedad de Sistemas, se estaría ante una posible responsabilidad por el ejercicio de sus facultades normativas, sin perjuicio de la responsabilidad por el resultado de la errónea anotación.

Son esencialmente los supuestos a examinar y determinar su incidencia en la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas: **A)** la estricta anotación en el registro, y **B)** la obligación de poner los medios oportunos para garantizar la firmeza de las transacciones en el menor tiempo posible.

*A) La anotación en el registro contable de las transacciones que competen a la Sociedad de Sistemas.*

Se parte de lo dicho respecto de la anotación como obligación de resultado en general. Tratándose de operaciones de mercado debe observarse la responsabilidad derivada del incumplimiento de los plazos señalados en el art. 5 del *Reglamento UE 909/2014*.

Respecto de la *responsabilidad por retraso o falta de anotación*, según el art. 5 del *Reglamento UE 909/2014*, el plazo para liquidar y anotar en las cuentas es perentorio. El resultado, la anotación, ha de producirse dentro del plazo y su inobservancia significa incumplimiento y responsabilidad del encargado de realizar la anotación en el registro contable<sup>935</sup>. El art.5.2 del *Reglamento UE 909/2014*, exige liquidar y anotar en el plazo establecido, momento en el que se produce la entrega de los valores contra el pago en

---

<sup>935</sup> La obligación puede alcanzar también a la CNMV, ya que, según el art. 4, apartado 3 del *Reglamento 909/2014*: “Las autoridades competentes para la supervisión de los centros de negociación, incluidas las autoridades competentes designadas de conformidad con el artículo 21, apartado 1, de la *Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo*, velarán por que se aplique lo dispuesto en el artículo 3, apartado 2, párrafo primero, del presente *Reglamento* cuando los valores a que se refiere el artículo 3, apartado 1, del presente *Reglamento* se negocien en centros de negociación”. Y el art.3, apartado 2, se refiere a la obligación de registrar las operaciones en un DCV a más tardar en la fecha teórica de liquidación.

efectivo<sup>936</sup>, y la definitiva entrega se produce con la anotación en el registro. El art. 5.2, en su apartado 1, se establece:

*“Todo participante en un sistema de liquidación de valores que liquide en ese sistema, por cuenta propia o de terceros, operaciones con valores negociables, instrumentos del mercado monetario, participaciones de instituciones y entidades de inversión colectiva y derechos de emisión liquidará esas operaciones en la fecha teórica de liquidación”.*

En la legislación española, el art. 8.4 de la LMV incluye a la Sociedad de Sistemas como responsable en la llevanza del registro contable, al establecer la responsabilidad con carácter general sobre *“las entidades a las que se refiere este artículo...”*, pues prevé en el apartado anterior, el 3, que los encargados del registro son los DCV, aunque su llevanza sea conjunta con las participantes. Por tanto, rigen las mismas reglas de anotación para la Sociedad de Sistemas debiendo anotar también en D+2, y la responsabilidad prevista debe aplicarse a cualquiera que lleve el registro contable, incluyendo a la Sociedad de Sistemas<sup>937</sup>.

---

<sup>936</sup> Art. 2.7 Reglamento UE 909/2014: *«liquidación»: la finalización de una operación con valores, dondequiera que se realice, con el fin de extinguir las obligaciones de las partes en dicha operación mediante la transferencia de fondos, de valores, o de ambas cosas”.*

<sup>937</sup> La legislación europea, en el art. 74 del Reglamento 909/2014, exige de la AEVM, en colaboración con las autoridades pertinentes, que presente anualmente a la Comisión Europea, informes sobre las pérdidas por responsabilidad civil que hayan tenido los DCV, y la incidencia por la aplicación de las normas sobre protección brindada a los clientes en función de la segregación de las cuentas, según dispone en el art. 74.1, letras h) y J), es decir, que no desconoce la posible responsabilidad de los DCV, pero lo hace con carácter general y no entra a regularla más allá de lo dicho. Art. 74 del *Reglamento 909/2014*, las letras h) y J), se refieren a los informes que debe presentar la AEVM respecto de: *“h) la aplicación de las normas de responsabilidad civil de los Estados miembros en relación con las pérdidas atribuibles a los DCV; .../... j) la aplicación de las normas a que se refiere el artículo 38 en materia de protección de los valores de los participantes y de sus clientes, en particular de las recogidas en el artículo 38, apartado 5”.* También debe observarse que el *Reglamento UE 909/2014* coloca en una posición desigual a los DCV respecto de las participantes pues sólo señala la posibilidad de imponer sanciones sobre las participantes, otorgando potestad penalizadora a los DCV sobre dichas entidades participantes. Son los arts. 6 y 7 del *Reglamento UE 909/2014*, los que facultan a los DCV para incentivar y sancionar la liquidación a tiempo de las entidades participantes, nada dice respecto a la demora que pueda tener su origen en los propios DCV, ni del tipo de sanciones que cabría imponer a los DCV, fuera de los supuestos de sanción administrativa contemplados en el art. 63.1.a) del Reglamento citado.

Sin embargo, el *Reglamento UE 909/2014* coloca en una posición desigual a los DCV respecto de las participantes<sup>938</sup>, pues sólo señala la posibilidad de imponer sanciones sobre las participantes en los arts. 6 y 7 del *Reglamento UE 909/2014*. Nada dice respecto a la demora que pueda tener su origen en los propios DCV, ni del tipo de sanciones que cabría imponer a los DCV fuera de los supuestos de sanción administrativa contemplados en el art. 63.1.a) del Reglamento citado<sup>939</sup>, o sobre la exigencia de responsabilidad civil<sup>940</sup>. En cualquier caso, la obligación de anotar en los plazos señalados es exigible a la Sociedad de Sistemas por aplicación del art 5.2 del *Reglamento UE 909/2014*, incurriendo en responsabilidad en caso contrario.

**B)** Sobre la *obligación de poner los medios oportunos para garantizar la firmeza de las transacciones en el menor tiempo posible*<sup>941</sup>, dentro del plazo máximo de D+2.

Según el art. 39.5 del *Reglamento UE 909/2014*, se trata agilizar las fases de compensación y liquidación, mandato que también se halla en el art. 78.4 del RD 878/2015:

*“El sistema de liquidación de valores tendrá como objetivo alcanzar la liquidación antes de terminar la jornada de la fecha prevista de liquidación. En todo*

---

<sup>938</sup> Puede dictar normas a seguir por las participantes según los arts. 6.3, 7.1, 37.1 y 2, 39.2 y especialmente el apartado 3 del *Reglamento UE 909/2014*: “Los DCV harán públicas las normas por las que se rige la firmeza de las transferencias de valores y de efectivo en un sistema de liquidación de valores”. Añádase que el contrato entre la Sociedad de Sistemas y las participantes es un contrato de adhesión redactado por la Sociedad de Sistemas.

<sup>939</sup> Es de interés observar en el caso de “incumplimiento por el DCV de los requisitos que deben reunir los servicios que presta, infringiendo así los artículos 37 a 41”

<sup>940</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*; en Rev. de Derecho del Mercado de Valores (citado), pág. 6; habla de que la LMV determina respecto de los DCV “de forma directa, su responsabilidad administrativa y, de forma indirecta, su responsabilidad civil (en incluso penal)”.

<sup>941</sup> Téngase presente que la firmeza se produce con el case de las órdenes de signo contrario, previa comprobación de suficiencia de valores y efectivo, momento en el que ya son irrevocables. Art. 39.5 *Reglamento UE 909/2014*: “Los DCV tomarán todas las medidas razonables para garantizar, de conformidad con las normas pertinentes a que se refiere el apartado 3, que la firmeza de las transferencias de valores y de efectivo contemplada en dicho apartado se consiga en tiempo real o intradía, pero en ningún caso más tarde del final del día hábil de la fecha de liquidación efectiva”.

*caso, deberá producirse el cierre de la cuenta de liquidación antes del inicio de la siguiente sesión.*

El plazo perentorio de liquidación de D+2, se ve reforzado por la obligación de tomar medidas para lograrlo antes de la expiración del término. Dicho momento debe ponerse en relación con el art. 6.4 del *“Reglamento 909/2014*, cuando dice que *“los DCV establecerán medidas que propicien e incentiven la liquidación a tiempo de las operaciones por parte de sus participantes”*. Recuérdese que pueden intervenir bien la ECC o bien la Sociedad de Sistemas, por lo que los primeros obligados a su cumplimiento son quienes tienen la obligación de exigirlos a las entidades participantes.

Se trata de una obligación complementaria de medios, que refuerza la obligación de resultado a cargo de la Sociedad de Sistemas, porque exige además una actividad diligente sobre el resultado debido. La Sociedad de Sistemas asume una posición de garante al venir obligada a aportar los protocolos adecuados para conseguir la correcta anotación, sobre el que las normas exigen que sea dentro del plazo perentorio.

Estamos ante una suma de responsabilidades, las derivadas de las facultades normativas, con las cuales ordena el sistema de registro y las transacciones, más la obligación de resultado, más la diligencia sobre la anterior y que las causas de exoneración se hallan disminuidas al incorporar el deber exhaustivo de prever riesgos de toda índole.

Todo ello es consecuencia de los apartados 3 y 4 ya citados, del art. 6 del *Reglamento UE 909/2014*, cuyo tenor literal es el siguiente:

*“3. Para cada sistema de liquidación de valores que gestionen, los DCV establecerán procedimientos que faciliten la liquidación de las operaciones con los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 5, apartado 1, en la fecha teórica de liquidación, con una exposición mínima de sus participantes a los riesgos de contraparte y de liquidez y una reducida proporción de fallos en la liquidación. Promoverán una pronta liquidación en la fecha teórica de liquidación a través de mecanismos adecuados.*

*4. Para cada sistema de liquidación de valores que gestionen, los DCV establecerán medidas que propicien e incentiven la liquidación a tiempo de las*

*operaciones por parte de sus participantes. Los DCV exigirán a los participantes que liquiden sus operaciones en la fecha teórica de liquidación.*

La dicción del art. 5.2 del Reglamento europeo se refiere a *“todo participante en un sistema de liquidación”*, sin matices subjetivos, pero los apartados 2 y 3 establecen un especial deber de los DCV de implantar procedimientos efectivos y medidas que incentiven la liquidación a tiempo y *“exigirán a los participantes que liquiden sus operaciones en la fecha teórica de liquidación”*, y ahí interviene la Sociedad de Sistemas como DCV, porque es precisamente la encargada de ordenar e incentivar el cumplimiento de los plazos.

Otorgando el valor de interpretación auténtica<sup>942</sup> al Considerando 5 del *Reglamento UE 909/2014*, que define los fines y alcance del Reglamento europeo respecto de cualquiera que liquide operaciones con valores, la Sociedad de Sistemas se rige por las mismas obligaciones de liquidación, pues el Reglamento europeo es de aplicación directa y dirigido expresamente a los DCV. En concreto el Considerando dice lo siguiente:

*“Es preciso establecer en un reglamento una serie de obligaciones uniformes que se impongan a los participantes en el mercado en relación con determinados aspectos del ciclo de liquidación y la disciplina en este proceso, así como fijar un conjunto de requisitos comunes para los DCV que gestionan los sistemas de liquidación de valores. La aplicabilidad directa de las normas contenidas en un reglamento permitirá garantizar que todos los organismos rectores del mercado y todos los DCV estén sujetos a las mismas obligaciones, normas y reglas, de aplicación directa”.*

Y en la liquidación interviene siempre el DCV<sup>943</sup>. La Sociedad de Sistemas en nuestro caso es el responsable del registro central y de regular todo el sistema de

---

<sup>942</sup> Véase lo dicho en 5.2.4 sobre interpretación auténtica de los Considerandos.

<sup>943</sup> Véanse los arts. 3.2 y 4.2 del *Reglamento UE 909/2014*. También el Considerando 11: *“...esos valores deben estar registrados en el sistema de anotaciones en cuenta de un DCV a fin de garantizar, entre otras cosas, que todos ellos puedan liquidarse a través de un sistema de liquidación de valores”.*

anotaciones, y le atañe directamente a la Sociedad de Sistemas cuando anota en las cuentas de valores propios de las entidades participantes o en las cuentas segregadas, porque es el registrador de detalle de dichas cuentas, por tanto, dichos preceptos deben aplicarse necesariamente a la propia Sociedad de Sistemas.

Abunda en lo anterior el hecho de dirigirse el *Reglamento UE 909/2014* a diferentes modelos y sistemas de tenencia y registro de valores, a los que se refiere el Considerando 39 del Reglamento europeo, como los de tenencia directa o indirecta<sup>944</sup>, públicos o privado, etc.<sup>945</sup>. Comprendiendo a todos los sistemas, y, a la vista del artículo 5 del Reglamento citado, la obligación de liquidar y anotar en el plazo señalado afecta a todos, a los DCV y a las entidades participantes.

El interés de dichos preceptos, y del art. 73 del RD 878/2015, radica en la especial diligencia en poner los medios adecuados para alcanzar el resultado ineludible, no sólo de sus propias anotaciones sino también de las participantes. Está obligada a adoptar medidas y propiciar la liquidación incluso antes de finalizar el plazo, como exige el Reglamento UE 909/2014: “*promoverán una pronta liquidación en la fecha teórica de liquidación a través de mecanismos adecuados*” (art. 6.3), y “*establecerán medidas que propicien e incentiven la liquidación a tiempo de las operaciones por parte de sus participantes*” (art. 6.4).

Estando los procesos automatizados, tal y como obliga el *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*<sup>946</sup>, en los que hace referencia al “procesamiento directo” (*straight-*

---

<sup>944</sup> Reglamento UE 909/2014, Considerando 39: “*El presente Reglamento no debe impedir que los Estados miembros que autoricen los sistemas de tenencia directa puedan disponer en sus respectivas legislaciones nacionales que otras partes, además de los DCV, desempeñarán o podrán desempeñar determinadas funciones que en otros tipos de sistemas de tenencia de valores son desempeñadas normalmente por DCV, y que puedan especificar de qué manera deberán desempeñarse tales funciones*”.

<sup>945</sup> GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*; (citado), pág.142; advierte que “*no optaron por la creación de un nuevo sistema de publicidad registral bajo la tutela de la Administración pública*” por una doble razón, una histórica, pues la custodia de los títulos físicos estaba la administración de la industria financiera, y otra económica, pues esta última habría implicado “*expropiar al sector financiero toda una rama de actividad*”.

<sup>946</sup> *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229, de la Comisión de 25 de mayo de 2018 por el que se completa el Reglamento (UE) n° 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las*

*through processing*, «STP»<sup>947</sup>) como explica en sus Fundamentos Jurídicos 5 y 6, no puede descartarse la existencia de errores o fallos, de ahí la importancia de formular correctamente los protocolos de liquidación y registro. Y, aunque se hable de aceptación de instrucciones y órdenes, al tratarse de un *proceso automatizado de liquidación*, debido a la cantidad de órdenes a validar y aceptar, realmente se trata de la aceptación del resultado que arroje el cumplimiento de protocolos de comunicación<sup>948</sup> y el contenido de los datos obligatorios que deben figurar.

El sistema valida y acepta las órdenes de transferencia cuando contienen los requisitos que al efecto haya señalado la Sociedad de Sistemas en los procedimientos de liquidación que constan en el Manual de Procedimientos ARCO.

Aunque la aceptación de las órdenes de liquidación y registro sugiere una manifestación de voluntad caso a caso, evidentemente no es así. Lo que se acepta entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes es el resultado de un sistema protocolario, ordenado y automatizado de operaciones, de tal modo que, si se cumplen los requisitos señalados, las órdenes quedan aceptadas. Se aceptan en masa e

Cont. \_\_\_\_\_

*normas técnicas de regulación relativas a la disciplina de liquidación. Fundamento Jurídico 5: “Debe fomentarse el tratamiento totalmente automatizado (straight-through processing, «STP»), dado que su utilización en el conjunto del mercado es esencial tanto para mantener tasas elevadas de liquidación cuando aumenten los volúmenes, como para garantizar la liquidación puntual de las operaciones transfronterizas. Por otra parte, los participantes en el mercado, tanto directos como indirectos, deben disponer de la automatización interna que sea necesaria para beneficiarse plenamente de las soluciones STP disponibles. En este sentido, las empresas de servicios de inversión deben ofrecer a sus clientes profesionales la posibilidad de enviar por vía electrónica las confirmaciones y los pormenores de la asignación, en particular mediante el uso de procedimientos y normas internacionales abiertos de comunicación en materia de mensajería y datos de referencia. Además, los DCV deben facilitar el STP y utilizar, cuando traten instrucciones de liquidación, procesos destinados a trabajar de forma automática por defecto”.*

<sup>947</sup> En inglés en la versión en castellano del texto del reglamento.

<sup>948</sup> DÍEZ-PICAZO, Luis, en *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; Introducción. Teoría del Contrato*. (citado), págs. 157 a 162, en el epígrafe sobre “Las transformaciones modernas de la dogmática contractual”. LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores*. (obra citada), pág. 61, para quien los acuerdos de colaboración les vienen impuestos pues se comprometen a aceptar y cumplir las órdenes que reciban con independencia de otras finalidades, y porque “*el alcance de las obligaciones impuestas a las partes, tanto a las ECC y DCV como a los miembros, desborda completamente el consentimiento contractual en sentido estricto*”.

indiscriminadamente, salvo las excepciones<sup>949</sup> que contempla el art. 4.3 del *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*. Ajustadas al proceso protocolario previsto, las transacciones finalizan dando cumplimiento a la obligación de resultado de la anotación<sup>950</sup>. De ahí la extrema diligencia que debe mostrar la Sociedad de Sistemas al establecer el procedimiento de aceptación de órdenes de liquidación y los protocolos de comunicación, porque si los fallos proceden de una mala o errónea regulación, adquiere responsabilidad por los incumplimientos derivados de la deficiente regulación, conforme a lo dicho anteriormente.

Pero debe precisarse que también pueden incurrir en responsabilidad y compartir las consecuencias las participantes, incluso los mercados y ECC, al existir la obligación de actuar de buena fe para todas las partes contractuales conforme al art. 1257 del C.c., pues éstas vienen obligadas también a notificar a la Sociedad de Sistemas cualquier fallo o insuficiencia que observen y obrar en consecuencia.

Sobre todas estas cuestiones, examinada la *jurisprudencia* se observa que es prácticamente inexistente, a causa de lo reciente de las reformas y de la normativa europea, esencialmente la desplegada en los Reglamentos Delegados que desarrollan el *Reglamento UE 909/2014*, cuestión que se agrava por los dilatados plazos de entrada en vigor de algunas de sus normas. Tampoco es fácil encontrar sentencias anteriores sobre los temas de responsabilidad, pese a regirse sólo por la legislación nacional, al existir

---

<sup>949</sup> *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*, art. 4.3: “La intervención manual en el proceso de liquidación automatizada podrá producirse en las siguientes circunstancias: a) cuando el flujo de datos sobre una instrucción de liquidación al sistema de liquidación de valores se haya retrasado o modificado o cuando la propia instrucción de liquidación haya sido modificada al margen de los procedimientos automatizados; b) cuando en el tratamiento de las instrucciones de liquidación recibidas en la plataforma de liquidación tenga lugar una intervención al margen de los procedimientos automatizados, incluida la gestión de incidentes informáticos”.

<sup>950</sup> Reglamento de la Sociedad de Sistemas: “Artículo 31. Aceptación de órdenes de transferencia cursadas al sistema. Irrevocabilidad y firmeza: 1. 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 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores, 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”.

cláusulas de sometimiento a arbitraje entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes<sup>951</sup>, cláusulas que ya existían anteriormente entre el SCLV y las entidades adheridas al sistema.

En las escasas sentencias anteriores encontradas sobre el tema de la anotación, en concreto sobre los retrasos o falta de entrega de los valores, puede verse cómo los Tribunales interpretaron la responsabilidad por retraso durante la vigencia del Real Decreto 116/1992 y el anterior Reglamento de la Sociedad de Sistemas, determinando que los plazos eran perentorios y fatales, sancionando por el mero retraso, incluso

---

<sup>951</sup> Téngase presente que en el Contrato de Adhesión que firman las entidades participantes con la Sociedad de Sistemas (Aprobado como Anexo B a la Circular nº 04/2017, de 4 de septiembre, sobre Procedimientos de adhesión de Entidades al Sistema de Liquidación de Valores gestionado por Iberclear), se detallan los siguientes pactos que inciden sobre la resolución de conflictos:

*“5.- Que acepta los procedimientos y el régimen de penalizaciones que tiene establecidos IBERCLEAR así como los que establezca en un futuro para la prevención y control de demoras en la entrega de valores o pago de efectivos exigibles en la liquidación, en aplicación de lo dispuesto en el artículo 7 del Reglamento (UE) nº 909/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los Depositarios Centrales de Valores y sus correspondientes normas técnicas de regulación.*

*6.- Que conoce, acepta y se obliga a cumplir estrictamente el Manual de Procedimientos de Seguimiento y Control de IBERCLEAR y todos aquellos procesos de evaluación que apruebe IBERCLEAR y a estar a las decisiones y acuerdos que adopte IBERCLEAR en aplicación del citado Manual y procesos de evaluación.*

*7.- Que conoce y acepta expresamente los procedimientos y actuaciones aplicables en caso de producirse incidencias en la liquidación, incluyendo la recompra y la liquidación en efectivo, de acuerdo con lo dispuesto en la regulación de IBERCLEAR. ....*

*.../... 10.- Que asume la responsabilidad por los daños y perjuicios que puedan derivarse de errores en la transmisión de informaciones y del incumplimiento de la normativa que regula el sistema.*

*11.- Que conoce y acepta que el presente Contrato se rige por la legislación española y que conforme a ella será interpretado y aplicado.*

*12. - Que para la resolución de cuantos conflictos pudieran surgir entre las partes en relación con la interpretación, validez o cumplimiento del presente Contrato, las partes, renunciando a cualquier otro fuero que pudiera corresponderles, someterán dichas cuestiones a arbitraje de derecho que se regulará conforme a las previsiones de la Ley Española de Arbitraje, Ley 60/2003, de 23 de diciembre. .../...*

*.../... El procedimiento arbitral se sustanciará en Madrid y en español.*

*Las partes se obligan expresamente a cumplir el laudo arbitral que se dicte.*

*Para todas las cuestiones que, por imperativo legal, no pudieran someterse a arbitraje o, en su caso, para la formalización judicial del arbitraje, las partes, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderles, se someten al de los Juzgados y Tribunales de la ciudad de Madrid”.*

Sigue vigente el Reglamento de la Comisión de Dirimencias del SCLV, aprobado como Anexo a la Circular nº 6/1993, de 21 de julio, en cuyo art. 6.1 dispone: “Cuestiones a dirimir. 1. La Comisión de Dirimencias tiene competencia sobre todos los conflictos y controversias que surjan entre las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores con ocasión de la compensación y liquidación de operaciones bursátiles y cualesquiera otra actividad relacionada con el ámbito de actuación del Servicio o sometida a la competencia de éste”.

aunque la entidad sancionada intentase minimizar las consecuencias de su incumplimiento.

Las sentencias se refieren a retrasos propios de las entidades participantes, no del SCLV o de la actual Sociedad de Sistemas. Todas ellas resuelven los recursos planteados por vía civil (no por vía administrativa) para intentar librarse de las sanciones impuestas por la Sociedad de Sistemas por retrasos o incorrectas anotaciones en el registro contable. Debe entenderse actualmente que, cuando las sentencias hablan de entrega de valores, la referencia es a la inscripción pues ya regía el sistema de anotaciones, por ello pueden traerse a colación en la medida en que las soluciones que apunta la normativa actual no difieren en lo esencial: que *el retraso significa incumplimiento*.

Ya en los años precedentes se sancionaba por simples retrasos en la entrega de valores, que ya eran anotaciones en cuenta como se observa al mencionar las referencias de registro<sup>952</sup>. Pertenecen a la regulación hecha al amparo del RD 116/1992, y sin la entrega de las referencias de registro no podía procederse a la anotación. Las dos sentencias que se citan reseñan sanciones impuestas por la Sociedad de Sistemas a entidades participantes en el ejercicio de la potestad sancionadora, conforme a las disposiciones de la Circular 6/2007, hoy derogada<sup>953</sup>.

En la primera de las sentencias, se recurre la penalización por no entregar las acciones en plazo, pero es interesante la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid 470/2011 (ECLI:ES:APM:2011:14509), porque, en el Fundamento Jurídico Cuarto, se pronuncia sobre el retraso en la entrega de los valores:

---

<sup>952</sup> Así lo establecía el art. 32 del Real Decreto 116/1992.

<sup>953</sup> Aquella Circular 6/2007, de 30 de noviembre, se refería a las tarifas y penalizaciones que podía imponer la Sociedad de Sistemas, que se adoptó, y así se hacía constar en la misma, según: *“El artículo 44 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según redacción dada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, prevé que la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, IBERCLEAR) se regirá por dicha Ley y su normativa de desarrollo, así como por un Reglamento cuya aprobación corresponderá al Ministro de Economía”*.

*“En el presente caso la actora no procedió a entregar los valores (referencias de registro) que había vendido por cuenta de Lehman Brothers los días 11 y 12 de septiembre en los tres días siguientes<sup>954</sup>, porque el día 15 de septiembre el banco americano quebró, dando orden de que dejaran de liquidarse las operaciones financieras contratadas por su cuenta, negándose igualmente a hacerlo la entidad Paribas designada por L.B. para ello. .../... En todo caso, y como también opone la apelada (la Sociedad de Sistemas), no correspondía a Iberclear valorar la supuesta actuación diligente de Interdin para liberarla de las penalizaciones establecidas en la Norma 24 de la Circular 6/07, porque dichas penalizaciones eran consecuencia obligada del hecho objetivo del retraso en la liquidación previsto por la referida Norma, es decir de aplicación automática sin contemplación de ninguna situación subjetiva o circunstancia excepcional que solo los Tribunales podrían valorar”.*

Y la Sentencia nº 193/2012, de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 8ª), de 26 marzo (ECLI:ES:APM:2012:5072), Fundamento Jurídico Quinto, viene a poner de relieve que el plazo es perentorio al sancionar también por el mero incumplimiento de los plazos de liquidación, por lo que:

*“... si la venta se justifica con valores comprados en esa misma sesión, no es de aplicación la norma citada; por el contrario, la disparidad de fechas, configura, en definitiva, la figura de la denominada "venta al descubierto", que fue la correctamente sancionada por la demandada, con una clara y concreta finalidad, cual es la de evitar retrasos e incumplimiento de la obligación de entrega, aportando la imprescindible seguridad jurídica y mercantil en las transmisiones de valores bursátiles”.*

Se trata de jurisprudencia menor, emanada de las Audiencias provinciales, y referida a la actuación de las entidades participantes, pero lo cierto es que la aplicación de las Circulares, dictadas bajo la vigencia del RD 116/1992 y previas a la adopción del

---

<sup>954</sup> En aquel momento el plazo de liquidación de operaciones de compraventa de valores era de tres días, plazo que se mantuvo hasta la aplicación del nuevo sistema de liquidación por imposición del Reglamento UE 909/2014.

*Reglamento UE 909/2014*, ya seguían el criterio que terminó imponiéndose con carácter general para todas las transacciones dentro del mercado, el de considerar como incumplimiento el mero retraso en la entrega.

En el actual ámbito europeo, el art. 5 del *Reglamento UE 909/2014*, en los arts. 6, donde establece medidas para *prevenir los fallos en la liquidación* y 7, sobre *medidas para tratar los fallos en la liquidación*<sup>955</sup>, adopta como criterios para la imposición de sanciones, la falta de liquidación o la liquidación extemporánea, que se aplican sobre todos los participantes, centros de negociación, depositarios, e incluso respecto de sus clientes profesionales, como advierte el art. 6 del Reglamento europeo ya visto, aunque sólo prevé penalizaciones para las participantes.

Si debe anotar la Sociedad de Sistemas, por tratarse de cuentas que debe llevar la misma, el criterio temporal respecto de los retrasos es el mismo, de hecho el art. 3.2 del Reglamento 909/2014, es taxativo: *"Cuando se realice una operación con valores negociables en un centro de negociación, los valores correspondientes se registrarán mediante anotaciones en cuenta en un DCV a más tardar en la fecha teórica de liquidación, a menos que ya hayan sido objeto de tal registro"*<sup>956</sup>.

---

<sup>955</sup> Reglamento UE 909/2014, art. 7.2: *"En relación con cada sistema de liquidación de valores que exploten, los DCV establecerán procedimientos que faciliten la liquidación de las operaciones relativas a los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 5, apartado 1, que no se liquiden en la fecha teórica de liquidación. Dichos procedimientos incluirán un mecanismo de sanción que constituya un factor disuasorio eficaz para los participantes que provoquen fallos en la liquidación. Antes de establecer los procedimientos a que se refiere el párrafo primero, cada DCV consultará a los centros de negociación y ECC pertinentes a los que preste servicios de liquidación. Los mecanismos de sanción contemplados en el párrafo primero incluirán sanciones pecuniarias para los participantes que causen fallos en la liquidación (en lo sucesivo, «los participantes incumplidores»). Las sanciones pecuniarias se calcularán diariamente para cada día hábil en que una operación no haya sido liquidada pasada la fecha teórica de liquidación y hasta el final del proceso de recompra a que se refiere el apartado 3, pero sin exceder de la fecha de liquidación real. Las sanciones pecuniarias no podrán configurarse como una fuente de ingresos para el DCV"*.

<sup>956</sup> Además, el art. 5.3 del *Reglamento UE 909/2014*, aclara que *"Las autoridades competentes velarán por la aplicación del apartado 1"*, es decir vigilarán que la liquidación se produzca *"en la fecha teórica de liquidación"*, es decir que la CNMV ha de controlar también el cumplimiento de los plazos por parte de los DCV. Véase el Considerando 22 del Reglamento UE 909/2014: *"Los DCV deben estar sujetos a la autorización y supervisión de la autoridad competente del Estado miembro de origen, que es la que mejor situada está y la que debe quedar facultada para examinar el funcionamiento diario de los DCV, realizar controles periódicos y tomar las medidas adecuadas cuando sea necesario. No obstante, resulta oportuno que dicha autoridad consulte lo antes posible y coopere con otras autoridades relevantes, a saber: las autoridades responsables de la vigilancia de cada uno de los sistemas de liquidación de valores que gestione el DCV"*. Y el

Sirve lo dicho anteriormente para establecer que la Sociedad de Sistemas está sujeta a los mismos plazos y requisitos que las participantes, pudiendo incurrir igual que aquellas en responsabilidad por los retrasos<sup>957</sup>. Y, como se ha advertido al inicio del presente apartado, por un lado, se observa que el plazo de anotación es perentorio (art. 5 del Reglamento UE 909/2014), y al mismo tiempo insta a los DCV a poner los medios *para garantizar la firmeza de las transacciones en el menor tiempo posible*, para que dicho plazo perentorio se cumpla por los participantes (art. 39.5 del Reglamento UE 909/2014).

En el paso a un sistema de anotaciones la obligación quedó en manos de los depositarios, y la figura del depositario, aunque conserva el nombre, es más la de un registrador<sup>958</sup>. En la mayoría de ocasiones, el titular de los valores es ajeno a la relación contractual con la Sociedad de Sistemas, pues la relación se establece entre la Sociedad de Sistemas y la entidad participante, pero nunca directamente con los clientes de las participantes, ni siquiera en el caso de las cuentas segregadas. Sin embargo, el responsable de todo el sistema es el DCV, la Sociedad de Sistemas, incluso es el registrador de detalle si se trata de cuentas segregadas. Se ha pasado de una obligación

Cont. \_\_\_\_\_

art. 8 del *Reglamento EU 909/2014*, somete a vigilancia y supervisión de las autoridades pertinentes para *“que las entidades sujetas a su supervisión apliquen lo dispuesto en los artículos 6 y 7 y para controlar las sanciones impuestas. Las autoridades competentes correspondientes cooperarán estrechamente entre sí cuando sea necesario”*, por tanto, la supervisión administrativa debe vigilar, si la actuación de los DCV es adecuada y mantienen la misma conducta que debe exigir a las participantes en lo referente al cumplimiento de los plazos de liquidación y registro.

<sup>957</sup> En caso contrario, pueden ser sancionados los DCV, aunque por vía administrativa. Corresponde la imposición de posibles sanciones a la CNMV como autoridad competente, conforme a los arts. 61 y 62 del *Reglamento 909/2014*, pues, según el art. 279.4 de la LMV, considera como infracción muy grave: *“El incumplimiento, no meramente ocasional o aislado, por las entidades enumeradas en el artículo 233.1.a).1.º y 2.º de las normas reguladoras de dichos mercados o sistemas, incluyendo sus correspondientes reglamentos, o de las normas reguladoras de sus propias actividades”*. Este precepto, de carácter administrativo sancionador, contiene una de las pocas referencias directas de la LMV a la responsabilidad civil de la Sociedad de Sistemas, al observar como conducta sancionable la producción de un *“daño patrimonial a una pluralidad de inversores”*. La producción de un daño individual y no general, no parece que origine la intervención sancionadora de la CNMV. Las infracciones contempladas en el artículo 281 LMV citado darán lugar a la correspondiente sanción administrativa, conforme al art. 302.1 LMV<sup>957</sup> y la competencia para la incoación, instrucción y sanción corresponde a la CNMV, según dispone el art. 273 LMV.

<sup>958</sup> GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: *Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores*; (citado), pág. 141.

real<sup>959</sup> de entregar entre las partes a una obligación de hacer por parte de la Sociedad de Sistemas y entidades participantes, en favor del titular de los valores. Lo que no ha cambiado es que tanto la obligación de entregar, como la obligación de anotar, son ambas obligaciones de resultado y sujetas a un plazo perentorio.

Las normas vistas obligan también a la Sociedad de Sistemas, que debe finalizar las liquidaciones que le correspondan dentro del plazo de D+2, pues lo contrario conlleva la responsabilidad por retraso. Dicho retraso puede originar daños, de los que será responsable la Sociedad de Sistemas si la causa del retraso puede serle atribuida. La posible intervención de terceros en la fase de liquidación añade complejidad a la solución por las intervenciones cruzadas entre las ECC y la Sociedad de Sistemas, debiendo delimitar en su caso a quién corresponde el incumplimiento.

Dentro de la responsabilidad por daños en las transacciones, consecuencia de retrasos o falta de anotación, debe incluirse la derivada de daños causados por una posible deficiente regulación de la Sociedad de Sistemas, si por causa de su aplicación surgen esos retrasos, por ello, es conveniente observar si pueden ser de aplicación los principios que señala la jurisprudencia<sup>960</sup>, debiendo recordar las citadas al hablar de la responsabilidad normativa de la Sociedad de Sistemas sobre la *Responsabilidad por el ejercicio de sus facultades de ordenación*. Puede alcanzarle la responsabilidad, en la medida en que deban aplicarse los protocolos de comunicación, validación y aceptación de órdenes de liquidación y registro adoptados por la propia Sociedad de Sistemas, y,

---

<sup>959</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*; en Rev. de Derecho del Mercado de Valores (citado), pág. 15, se refiere a la doble faceta obligacional y real.

<sup>960</sup> La STS de 3 de Julio del 2013 (ECLI: ES:TS:2013:3627) Fundamento Jurídico 10º, aun cuando se refiere a la actuación de las administraciones públicas, dice que: *"El principio de vinculación por actos propios, surgido originariamente en el ámbito del derecho privado, significa la vinculación del autor de una declaración de voluntad al sentido objetivo de la misma y la imposibilidad de adoptar después un comportamiento contradictorio, estando la misma doctrina estrechamente ligada al principio de buena fe y de protección de la confianza legítima, positivizados en el artículo 3.1 de la LRJPA, y que ha sido acogido igualmente por la jurisprudencia del Tribunal Supremo (SSTS de 1 de febrero de 1990; 13 de febrero y 4 de junio de 1992; 28 de julio de 1997, así como, de la Sala Primera SSTS de 13 de junio de 2000 y 21 de diciembre de 2001 y todas las en ellas citadas), supone que la actuación de las Administraciones Públicas no puede ser alterada arbitrariamente.*

consecuencia del cumplimiento de ellos, se produzcan daños atribuibles a deficiencias en los protocolos y normas.

Respecto de lo dicho sobre la posible corresponsabilidad con las participantes y demás entidades del mercado, por aplicación del art. 1257 del C.c. conviene observar la STS de 26 de febrero de 2001 (ECLI: ES:TS:2001:1423), Fundamento Jurídico Sexto: se dice:

*"Tanto la doctrina del Tribunal Constitucional como la Jurisprudencia de este Alto Tribunal (STS de 1 de febrero de 1999) considera que el principio de buena fe protege la confianza que fundadamente se puede haber depositado en el comportamiento ajeno e impone el deber de coherencia en el comportamiento propio".*

Si en el proceso de contratación y liquidación intervienen diversas entidades y *procesos de comunicación*<sup>961</sup> (véase §6.4.2), la actividad de la Sociedad de Sistemas consiste en verificar las operaciones en función de su procedencia y estado en el que le llegan, pudiendo ser operaciones liquidadas o que deba liquidarlas. Debe realizarse acorde con los preceptos vistos, arts. 6.3 y 4 y art. 39.5 del Reglamento UE 909/2014, y art. 78.4 del RD 878/2014, por lo que el control de las operaciones, a realizar por la Sociedad de Sistemas, comprende la verificación del origen del negocio por el que debe anotar, los protocolos de comunicación que al respecto establece la propia Sociedad de Sistemas y los requisitos de validación de órdenes (aceptación por la Sociedad de Sistemas).

---

<sup>961</sup> Es obligatorio para las Sociedades rectoras de los mercados y de los SMN alcanzar acuerdos por lo menos con una ECC y con un DCV, conforme al art. 75.2 del RD 878/2015. TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: *La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores* (obra citada), pág. 38. Sostiene que existe una "Vinculación esencial entre el registro de los valores anotados y la compensación y liquidación de las operaciones", creando un circuito cerrado que comienza y acaba en los DCV. LEÓN SANZ, Francisco José: *Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores.* (obra citada), pág. 61, para quien los acuerdos de colaboración les vienen impuestos pues se comprometen a aceptar y cumplir las órdenes que reciban con independencia de otras finalidades, y porque "el alcance de las obligaciones impuestas a las partes, tanto a las ECC y DCV como a los miembros, desborda completamente el consentimiento contractual en sentido estricto".

La responsabilidad de la Sociedad de Sistemas se producirá desde que ésta tenga el control del acto y dicho acto sea el que origina los daños. La introducción de órdenes erróneas no debe afectar a la Sociedad de Sistemas, sino a quien la realizó, salvo que la Sociedad de Sistemas venga obligada a detectarla y solucionarla. Esto entronca con el deber de diligencia que debe desplegar la Sociedad de Sistemas, más que con la anotación de las transacciones en sí mismas consideradas. Al respecto, DÍEZ-PICAZO<sup>962</sup> aludiendo a la diligencia que debe desplegarse dice:

*“el modelo de diligencia del art. 1104 CC pensado para las obligaciones contractuales, es también aplicable en materia de responsabilidad extracontractual. .../...”*

*.../... Sin embargo, en nuestra opinión hay que entender que cuando el daño se produce como consecuencia de un comportamiento que se está llevando a cabo profesionalmente, la diligencia que se debió emplear era la profesional.*

Si la causa del retraso, o la falta de anotación, es imputable a cualquiera de las entidades participantes, o a los propios mercados o a la ECC, no será responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por retraso o falta de anotación. Pero puede resultar responsable si se demuestra la falta de diligencia para propiciar e instar el cumplimiento de las entidades. De este modo podría ser corresponsable del incumplimiento, cuyo grado de responsabilidad, a falta de reglas precisas, corresponde determinar de conformidad con las reglas de imputación.

Sobre ello, se debe dejar constancia de que la Sociedad de Sistemas asume la responsabilidad por el funcionamiento del sistema de liquidación de *Target2-Securities*, sin perjuicio de poder repetir contra el Eurosistema si el incumplimiento es de la plataforma o soporte técnico y no de la propia Sociedad<sup>963</sup>. También cabe recordar que, frente a las entidades participantes y frente a terceros, la responsabilidad la asume la

---

<sup>962</sup> DÍEZ-PICAZO, Luis, en *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; La responsabilidad civil extracontractual* (citado), pág. 275.

<sup>963</sup> *Contrato marco de TARGET2-Securities*. Art. 33: *Indemnification obligations of the Contracting CSD for acts of Third Parties*. Art. 34: *Force Majeure and acts by Third Parties*.

Sociedad de Sistemas como proveedora del servicio de liquidación<sup>964</sup>. Al respecto, el artículo 8.2.d) del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* contiene una limitación de responsabilidad referente a la cuantía por la que pueden ser resarcidas las entidades participantes (no los terceros), que será la misma que pueda obtener del Eurosistema y así se expresa en el texto del Reglamento:

*“d) Ser resarcida por la Sociedad de Sistemas de los daños y perjuicios directos que el defectuoso funcionamiento del soporte técnico TARGET2-Securities pueda causarle, en los mismos términos y cuantías que la Sociedad de Sistemas obtenga del Eurosistema conforme al Contrato marco de TARGET2-Securities<sup>965</sup>. Si los daños se hubieran causado a varias entidades participantes, entre todas ellas se distribuirán las cuantías obtenidas”<sup>966</sup>.*

Se refiere el artículo a los “*perjuicios directos*”, por lo que cabe pensar que son los causados estrictamente a las participantes, que están vinculadas por una relación contractual, porque el artículo habla de “*Derechos y obligaciones de las entidades participantes*”, y contempla dicho resarcimiento como un derecho que se otorga a las participantes, no hace mención a los perjuicios derivados de posibles reclamaciones de terceros<sup>967</sup> que puedan verse afectados.

---

<sup>964</sup> También véase el Contrato de Adhesión, que figura como Anexo 2 a la Circular 4/2017 de 4 de septiembre, que firman las entidades participantes con la SOCIEDAD DE SISTEMAS, en cuya Cláusula 12, somete a arbitraje “*cuantos conflictos pudieran surgir entre las partes en relación con la interpretación, validez o cumplimiento del presente Contrato*”.

<sup>965</sup> No conviene olvidar que la plataforma Target2-S no tiene personalidad jurídica, como se ha indicado al hablar de ello, y lo dicho respecto a la asunción de responsabilidad, en las notas a pie de página, en el contrato suscrito entre la la Sociedad de Sistemas y el Banco de España como representante del Eurosistema.

<sup>966</sup> En el Contrato marco entre la Sociedad de Sistemas y el Eurosistema, sobre la plataforma Target2 Securities, en el art. 32.3, las reclamaciones han de dirigirse directamente a la Sociedad de Sistemas, quien podrá repetir contra el stema. Dicha cláusula es coherente con la dicción del art. 30.1.a) del *Reglamento UE 909/2014*, que establece el mantenimiento de la responsabilidad del DCV que externalice sus servicios, sin perjuicio de la que corresponda al verdadero prestador del servicio.

<sup>967</sup> Con mayor motivo existirán dificultades en el caso de valores mantenidos en una cadena de custodios y en el supuesto de las cuentas de tenencia indirecta, y también dependerá del número de intermediarios existentes entre el verdadero titular y la entidad registradora y el tipo de contrato entre ellos (véase §5.2.4). en el *CONSULTATION DOCUMENT on post-trade in a Capital Market Union: dismantling barriers and strategy for the future* de los Servicios de la Comisión Europea, 2017, se identifican como

Dependerá del tipo de transacción para determinar desde qué momento la responsabilidad corresponde a la Sociedad de Sistemas. En este caso, los procesos de optimización, reciclaje y gestión de fallidos, pueden corresponder a la ECC o debe aplicarlos la Sociedad de Sistemas en los supuestos en los que le corresponda liquidar las órdenes cuando no ha intervenido una ECC, siendo así responsabilidad propia. Si la Sociedad de Sistemas se ve obligada a intervenir en la gestión de fallidos, también puede incurrir en responsabilidad, aunque debe matizarse que en este caso supone una gestión alternativa al incumplimiento, que contempla diversas opciones de finalización.

En lo referente a la determinación de la responsabilidad, debe observarse en qué medida es responsable la Sociedad de Sistemas si las entidades participantes han cumplido estrictamente los protocolos<sup>968</sup>, las normas de actuación dictados por la propia Sociedad de Sistemas, y el resultado no es el previsto<sup>969</sup>, incluso pueden haberse

Cont. \_\_\_\_\_

barreras para la convergencia de los mercados de valores, la identificación de los accionistas y las prácticas de transparencia que varían ampliamente de un país a otro: “4.9. *Lack of harmonisation of registration and investor identification rules and processes. The diversity of national regimes for registration of securities becomes problematic in a cross-border setting when it increases complexity and cost. Similarly, shareholder identification and transparency practices vary widely from country to country. In a cross-border context, investors and their intermediaries have to comply with the differing requirements, which may lead to additional costs and operational risk. The EPTF describes this barrier referring to the Report by the European Central Securities Depositories Association and the report for the Target2-Securities Advisory Group*”. También forma parte de las conclusiones del documento: “5.2. *Legal uncertainty as to ownership rights in intermediated securities and third party effects of assignment of claims The EPTF Report explores the legal uncertainty in proprietary rights in intermediated securities and third party effects of assignment of claims as one out of four legal barriers to post-trade. On this issue, the Commission has announced a legislative proposal for the end of 2017 and carried out a public consultation*”.

<sup>968</sup> Resulta cuando menos paradójica la dicción que apunta el Considerando 22 del *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*, porque apunta a que la Entidad de Contrapartida Central no es responsable de sus incumplimientos: “*El mecanismo de sanción debe aplicarse a todas las operaciones fallidas, incluidas las operaciones compensadas. No obstante, cuando el participante incumplidor sea una ECC, la sanción no debe recaer en esa ECC, sino en el miembro compensador pertinente que hubiera provocado el fallo en la liquidación. A tal fin, los DCV deben proporcionar a las ECC toda la información necesaria sobre el fallo en la liquidación y el cálculo de la sanción, a fin de que estas puedan aplicar la sanción a los miembros compensadores pertinentes y distribuir el importe percibido entre los miembros compensadores afectados por el fallo subsiguiente en la liquidación en relación con los mismos instrumentos financieros*”.

<sup>969</sup> De hecho, el *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*, en su Considerando 13 establece: “*Los DCV deben establecer acuerdos de trabajo con los participantes que tengan las tasas más elevadas de fallos en la liquidación, así como, si ello resulta viable, con las entidades de contrapartida central (en lo sucesivo, «ECC») y los centros de negociación pertinentes, a fin de identificar los motivos principales de los fallos*”.

producido daños a los terceros, o haber encadenado fallos e incumplimientos<sup>970</sup>, pero debe insistirse en lo dicho anteriormente sobre la aplicación del art. 1257 del C.c. y la concurrencia de culpas por el deber de actuar de buena fe de todos los participantes en la liquidación.

Las relaciones examinadas anteriormente corresponden a las relaciones contractuales entre la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes. La Sociedad de sistemas será responsable de los incumplimientos contractuales en los que pueda incurrir<sup>971</sup> si, conforme a las reglas de liquidación y registro, la causa de los daños puede serle atribuida, siendo relevantes hechos como el deber de realizar liquidación previa o no, y ser ella misma quien impone los protocolos de codificación y comunicación en los contratos de adhesión firmados con las participantes, o la relevancia de la participación de las demás infraestructuras de mercado como las ECC o el propio mercado.

Queda por ver la implicación de la Sociedad de Sistemas con los terceros titulares de los valores anotados, la *responsabilidad respecto de los titulares de los valores anotados en las cuentas de detalle* que llevan las entidades participantes.

El alcance de la responsabilidad frente a terceros también debe ser matizada, pues la LMV sólo reconoce como titular a quien aparezca como tal en el registro contable, es decir, toda la cadena de custodios y subcustodios y los sistemas de tenencia indirecta de valores que no figuren como titulares en el registro, no están protegidos

---

<sup>970</sup> Cuestión que también prevé el *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*, en su Considerando 20: “En ocasiones, una operación puede formar parte de una cadena de operaciones, en cuyo caso una instrucción de liquidación puede depender de otra y la liquidación de una instrucción puede permitir la liquidación de varias instrucciones de dicha cadena. Así, los efectos del incumplimiento de una instrucción de liquidación pueden encadenarse y provocar el incumplimiento de las instrucciones de liquidación subsiguientes”. Sin embargo, el art. 19 del *Reglamento Delegado (UE) 2018/122*, establece, para el caso de ser participante incumplidor una ECC, que la sanción no recaiga sobre la propia ECC, sino para los “miembros compensadores que hubieran provocado los fallos en la liquidación”. No contempla que el fallo sea propio de una ECC, ni tampoco de un DCV, pues para estos casos no existe la mínima referencia.

<sup>971</sup> *Reglamento Delegado (UE) 2018/1229*, Fundamento Jurídico 28: “A fin de garantizar el cumplimiento de las obligaciones previstas en el *Reglamento (UE) n° 909/2014*, todas las partes de la cadena de liquidación deben tener acuerdos contractuales con sus correspondientes contrapartes que contengan las obligaciones del proceso de recompra y sean ejecutables en todas las jurisdicciones pertinentes”.

como verdaderos titulares más allá de las garantías que pueda aportar el subdepositario<sup>972</sup> en el que tienen depositados sus valores.

La consideración que realiza el art. 38.5 del *Reglamento UE 909/2014*, en el sentido de deber explicar *los costes y riesgos asociados a cada opción*, en el caso de las cuentas segregadas, tiene su regulación en el art. 28.2 del RD 878/2015, en relación con el art. 34.2 del mismo texto legal, que especifica a quién corresponde llevar cada cuenta. Por lo que la Sociedad de Sistemas será responsable de la anotación de las transacciones con destino en las cuentas propias de las entidades participantes y en las cuentas segregadas.

Respecto de las cuentas generales de terceros, donde sólo controla el saldo global, su responsabilidad sólo le alcanza en cuanto debe verificar que efectivamente los movimientos en dichas cuentas se corresponden con los saldos de partida y final de las mismas.

También debe considerarse la doctrina del Tribunal Supremo sobre la responsabilidad de las entidades participantes en el mercado de valores, que son quienes mantienen una relación contractual con los titulares de los valores anotados. Son éstos quienes están en mejor posición para observar los incumplimientos, por lo que no es descartable que las demandas se dirijan inicialmente a las participantes, sin perjuicio del derecho de repetición frente a la Sociedad de Sistemas si la causa del daño puede serle imputada. Así puede verse en la STS 624/2016, de 24 octubre de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:4628), respecto de una demanda interpuesta contra una comercializadora de energía, que alega la falta de legitimación pasiva pues debió demandarse a la compañía suministradora y no a la comercializadora. Esta Sentencia también es interesante pues rechaza el caso fortuito al considerar que se trata de “un

---

<sup>972</sup> GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J. y SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, Sara: *Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 814 y, en detalle sobre los intentos de solucionar los problemas jurídicos que plantea esta cadena de custodios, la pág. 822.

*suceso que cae dentro de la esfera de control de riesgo a cargo del deudor, y al que es ajeno el cliente”:*

*“En el presente caso, no cabe duda de que la comercializadora, como suministradora, se vinculó contractualmente a una obligación de suministro de energía de acuerdo a unos estándares de calidad y continuidad del suministro (cláusula 1.1 del contrato). Del mismo modo que se reservó, como condición suspensiva del contrato, una facultad de control acerca de la adecuación de las instalaciones del cliente para que dicha energía pudiera ser suministrada (cláusula 1.4 del contrato). Por su parte, el cliente accedió a dicha contratación confiado en que del contrato suscrito podría razonablemente esperar, a cambio del precio estipulado, que la comercializadora respondiera de su obligación, no como una mera intermediaria sin vinculación directa, sino que cumpliera con las expectativas de «todo aquello que cabía esperar» de un modo razonable y de buena fe, con arreglo a la naturaleza y características del contrato celebrado. Integración contractual, con base al principio de buena fe, que también viene contemplada en el artículo 6102 de los PECL (principios de derecho europeo de los contratos). Como tampoco puede concebirse como caso fortuito exonerador de responsabilidad (artículo 1105 del Código Civil) un suceso que cae dentro de la esfera de control de riesgo a cargo del deudor, y al que es ajeno el cliente o consumidor.*

*Lo contrario, por lo demás, supondría una clara desprotección e indefensión en el ejercicio de los derechos del cliente que estaría abocado, en cada momento, a averiguar qué empresa era la suministradora de la energía sin tener con ella vínculo contractual alguno. Todo ello, sin merma del derecho a la acción de repetición que en su caso pueda ejercitar la comercializadora contra la empresa de distribución de energía eléctrica. Sin que la decisión de este recurso, limitada a la legitimación pasiva de las comercializadoras, deba interpretarse como una exoneración de las empresas distribuidoras frente a las posibles reclamaciones de los consumidores”.*

De lo visto se deduce que son muchos los factores y circunstancias a tener presente para determinar la responsabilidad por inexactitudes y falta de anotación. En dicha sentencia no aprecia la concurrencia de culpas, que no es descartable. En todo

caso, se debe considerar si el hecho origen de la inexactitud, retraso, o falta de anotación puede serle imputado a la Sociedad de Sistemas conforme a las reglas sobre la imputación causal. Así debe considerarse, no sólo si la causa es condición suficiente para que se dé el resultado dañoso, sino también otros aspectos, como las reglas jurídicas de imputación y exoneración<sup>973</sup>, porque expresamente el art. 28.1 del RD 878/2015, dice que: “*dará lugar a la responsabilidad de las entidades encargadas del registro contable, o en su caso, de las entidades participantes, incumplidoras frente a quien resulte perjudicado*” por la falta de anotación, inexactitudes y errores, todo ello de conformidad con el art. 8.4 LMV, y sólo cabe exoneración en los casos de hecho fortuito y fuerza mayor con las matizaciones que se han descrito inicialmente.

La intervención de otras entidades del mercado, como una ECC o el propio mercado pueden significar que la responsabilidad les corresponda a éstas, salvo que la Sociedad de Sistemas venga obligada a detectar y corregir el hecho que desencadena la responsabilidad. La responsabilidad será directa<sup>974</sup> si se produce un error o incidencia posterior, tras llegarle la orden de anotación, y siempre que no quede excluida la responsabilidad por hecho fortuito o fuerza mayor.

Por la propia naturaleza y funcionamiento del registro contable de valores negociados, si el error, aunque sea puramente material, afecta a la titularidad de los valores, si se produjese una transmisión de todos o parte de ellos sin haberse procedido

---

<sup>973</sup> REGLERO CAMPOS, L. Fernando y BUSTOS LAGO, José Manuel (coordinadores): *Tratado de responsabilidad civil*. (citado), págs. 768 a 774, sobre las diferentes teorías de la causalidad, y cómo se ha abierto paso la teoría de la imputación objetiva, que debe reunir, no sólo una secuencia lógica de los hechos hasta llegar al resultado (pág. 772), sino que precisa además que la causa sea adecuada para la producción del evento dañoso, pudiendo concurrir con otras causas, y graduarse la influencia de cada una, hasta el extremo de que alguna de ellas absorba o elimine a las demás, o, al contrario, que deban apreciarse varias, que pueden ser atribuidas a diversos sujetos

<sup>974</sup> En el *Contrato marco de TARGET2-Securities*, se consideran los daños directos en su art. 32.2: “*“Pérdida directa”, a los efectos del presente Acuerdo, significará pérdida o daño directamente causado a la Parte dañada como resultado de la negligencia grave o ordinaria de la otra Parte en el desempeño de sus deberes y obligaciones bajo este Acuerdo*”. Éstos son los daños indemnizables según el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, por tanto, sobre las “*pérdidas indirectas*”, que según el Contrato marco son los ingresos, ganancias y ahorros perdidos y el daño en la reputación, no asume la obligación de indemnizar. Por último, cabe indicar que esta exclusión de responsabilidad por pérdidas indirectas se basa en la aplicación de la ley alemana, todo ello conforme al artículo citado del Contrato marco.

a la rectificación, podría causar estado en favor del nuevo titular, de quien no podría reivindicarse si ha obrado de buena fe, que es una situación muy probable debido al modo de realizarse las transacciones, y mucho más si interviene una ECC, que nova las compraventas al interponerse entre comprador y vendedor, todo ello al amparo de los arts. 11.2 y 13.2 del TRLMV. En estos casos se abriría el proceso de recompra, sin perjuicio de la indemnización por daños y perjuicios, y sin olvidar que los daños han de ser ciertos y cuantificables<sup>975</sup>.

---

<sup>975</sup> STS 308/1995 de 6 abril (ECLI: ES:TS:1995:11312): *“sabido es que numerosa jurisprudencia establece la necesidad de la prueba del acaecimiento de los mismos, pues no es suficiente el incumplimiento contractual para su percepción y condena a su abono (Sentencias de 2 febrero y 6 mayo 1960, 6 octubre 1961, 11 marzo 1967 y 5 marzo 1992”*



## CAPÍTULO V: SUPERVISIÓN DEL SISTEMA DE REGISTRO. RESPONSABILIDAD DE LA SOCIEDAD DE SISTEMAS POR EL SEGUIMIENTO Y CONTROL DE LA INTEGRIDAD DE LA EMISIÓN Y DEL REGISTRO CONTABLE.

### 6. Introducción al régimen de supervisión.

El procedimiento de supervisión y control persiguen la misma finalidad vista al hablar del principio de integridad, el correcto funcionamiento general del sistema de registro y la correcta anotación<sup>976</sup>.

Advierte RECALDE CASTELLS<sup>977</sup> que *“la tutela del titular de los valores se sustenta en mecanismos que pretenden evitar fallos en los sistemas de liquidación y registro, instaurando controles sobre la gestión de cuentas y con remedios sancionatorios y de responsabilidad civil para el caso de que los anteriores mecanismos se mostraran ineficaces”*. Señala sobre ello, que la LMV impone diversos deberes a los DCV y participantes por los cuales son responsables de las anotaciones en el registro, de la integridad de los datos, codificación y exactitud de las inscripciones<sup>978</sup>. debiendo conservar los datos durante un período mínimo de 10 años. Aborda seguidamente las obligaciones de *“seguimiento y control de la gestión de las cuentas que gestionan las*

---

<sup>976</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*. En Revista de Derecho del Mercado de Valores. (Citado), pág. 27: *“Los DCV deberán ejercer las funciones de supervisión de la actuación de terceros que se les atribuyen y que se proyectan sobre sus dos actividades centrales que son: a) Primero, la llevanza del registro central de los valores cotizados y —por ende— anotados, comprobando la correcta llevanza del registro, en sus dos escalones, para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes, tanto en el registro central como en los registros de detalle. b) Segundo, la gestión centralizada de los procesos de liquidación, controlando y promoviendo la eficiencia y corrección de los mismos y vigilando la efectiva liquidación de todas las operaciones, especialmente, de las que, como consecuencia de la compensación, son liquidadas mediante apuntes practicados en las cuentas de los registros de detalle que mantienen las entidades participantes”*.

<sup>977</sup> RECALDE: RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 793.

<sup>978</sup> SANTILLÁN FRAILE, Ignacio, en *Seguimiento del proceso de reforma del sistema de post trading español*; Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2013), pág. 155.

*entidades participantes, con arreglo a las normas técnicas que establezca la regulación interna”.*

SANTILLÁN FRAILE, hablando sobre la reforma que se avecinaba con el futuro Reglamento de Depositarios Centrales de Valores, decía: *“junto a la seguridad de tipo tecnológico, y la adecuada regulación jurídica que dé previsibilidad a las respuestas del ordenamiento a las diferentes fases, actuaciones o gestiones del sistema, también es un elemento de seguridad el sometimiento de los sistemas de post-trading a una adecuada supervisión. En el nuevo sistema, esta supervisión se articula de diversas maneras. Por un lado, con el acceso por parte del supervisor a la información relevante para su función, a través del interfaz de post contratación o TPI, cuya regulación debe ser clara en cuanto a las fuentes y accesibilidad a la información. Por otro lado, en el sistema de supervisión y cuadro del sistema de registro de valores, donde debe finalmente alcanzarse un nivel que conjugue la necesaria supervisión del sistema con una operatividad y coste adecuados y comparables con sistemas de nuestro entorno”.*

SALVADOR ARMENDÁRIZ<sup>979</sup> expone que: *“es la naturaleza de la actividad que llevan a cabo, su carácter de infraestructura del sistema y el riesgo que concentran, lo que ha llevado al legislador a otorgarles un régimen jurídico de intervención de alta intensidad y que les ha convertido, a ciertos efectos, en auténticos colaboradores de la Administración en el ejercicio de ciertas funciones públicas”*, refiriéndose a la supervisión que tradicionalmente está en manos de las autoridades públicas.

El Reglamento 909/2014, en su Considerando 20, dice que *“los DCV son responsables del funcionamiento de los sistemas de liquidación de valores y de la aplicación de medidas encaminadas a una liquidación a tiempo en la Unión, .../... de organización y de conducta fijados por el presente Reglamento, incluyendo la adopción de todas las medidas razonables para paliar el fraude y la negligencia”*. Es decir, que sobre

---

<sup>979</sup> SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 1036. Señala que junto con las autoridades competentes *“están también implicados en la supervisión los propios operadores de en el negocio de la poscontratación –DCVs Y ECCs”*.

los DCV recae la centralización, organización y funcionamiento del registro contable y debe alcanzar el resultado de la exacta y correcta anotación en el registro contable<sup>980</sup>. Para ello los DCV están sujetos a estrictos controles de las autoridades competentes sobre “los sistemas, estrategias, procesos y mecanismos aplicados por los DCV con respecto al cumplimiento del presente Reglamento” (art. 22 del Reglamento UE 909/2014).

Son claves las disposiciones de los arts. 36 y 37 del *Reglamento UE 909/2014*. En el primero de los citados, EL 36, establece que “el DCV contará con normas y procedimientos adecuados, incluidos rigurosos controles y prácticas contables, a fin de contribuir a garantizar la integridad de las emisiones de valores, y reducir y gestionar los riesgos asociados a la custodia y la liquidación de operaciones con valores”. Y en el segundo citado, el 37, dispone la adopción de las oportunas medidas de conciliación y organización de “medidas de cooperación e intercambio de información adecuadas”<sup>981</sup>. Aunque cabe indicar que esas medidas se refieren a la conciliación diaria, pero que no excluyen la posibilidad de adoptar otras medidas para lograr la finalidad prevista en dichos preceptos<sup>982</sup>. Los DCV tienen funciones claramente delimitadas a la par que exclusivas<sup>983</sup> sobre el registro contable, de hecho, no puede eludir su responsabilidad ni

---

<sup>980</sup> El art. 7.9 del *Reglamento UE 909/2014* establece: “Los DCV, las ECC y los centros de negociación establecerán procedimientos que les permitan suspender, en consulta con sus respectivas autoridades competentes, a cualquier participante que reiterada y sistemáticamente no entregue los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 5, apartado 1, en la fecha teórica de liquidación, y hacer pública su identidad, a condición de haber dado previamente a ese participante la oportunidad de presentar sus observaciones y de haber informado debidamente a las autoridades competentes de los DCV, de las ECC, los centros de negociación y ese participante. Además de consultarlas antes de toda suspensión, los DCV, las ECC y los centros de negociación notificarán sin demora a sus respectivas autoridades competentes la suspensión de un participante. La autoridad competente informará de inmediato a las autoridades relevantes de la suspensión del participante”. Además, tanto el art. 36 como el 37 disponen “rigurosos controles y prácticas contables” y “medidas de cooperación e intercambio de información adecuadas, de tal modo que se preserve la integridad de la emisión”.

<sup>981</sup> SANTILLÁN FRAILE, Ignacio: *La reforma de la compensación y liquidación en España*; en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos; (citado) pág. 229. Al hablar de la reforma en marcha en el año 2012, ya se preveía que, el paso de las referencias de registro a un sistema de saldos, debía contar con “mecanismos de control y conciliación frecuentes”.

<sup>982</sup> Véanse los Considerandos 39 y 40 del Reglamento Delegado UE 392/2017. También el art. 7.9 del *Reglamento UE 909/2014*, en el que habla del procedimiento de suspensión de las entidades que incumplan reiteradamente sus obligaciones de entregar los valores.

<sup>983</sup> Véanse los Considerandos 26 y especialmente el 30 del *Reglamento UE 909/2014*, en este último se dice: “En aras de un funcionamiento seguro de los sistemas de liquidación de valores, su gestión ha

en los casos de externalización<sup>984</sup> y entre sus obligaciones están las de seguimiento y control.

Dichos artículos del *Reglamento UE 909/2014*, deben completarse con lo dispuesto en el art. 22 del mismo, pues, según éste: *“la autoridad competente examinará los sistemas, estrategias, procesos y mecanismos aplicados por los DCV con respecto al cumplimiento del presente Reglamento y evaluará los riesgos a que estén o pudieran estar expuestos los DCV, así como los riesgos que estos generen para el correcto funcionamiento de los mercados de valores”*. En el que cabe incluir el modo en que los DCV supervisan y controlan la llevanza del sistema de registro contable.

Esta exigencia se traslada a la legislación interna en varios artículos del TRLMV. Ya en el art. 15, al hablar de la obligación de garantizar la integridad de la emisión añade:

*“A tal fin, además de lo dispuesto en esta ley, reglamentariamente se establecerán los mecanismos de supervisión a cargo de los depositarios centrales de valores y los sistemas de control de sus entidades participantes, las situaciones en las que las posibles incidencias tendrán que ser notificadas a las autoridades supervisoras, así como los mecanismos y plazos para la resolución de las mismas”*.

También, la escueta mención que aparece en el art. 98.5: *“Reglamentariamente se determinarán las funciones concretas de seguimiento y control que deberán ejercer los depositarios centrales de valores sobre sus entidades participantes...”*.

Por otro lado, el art. 117 de la LMV dispone:

*“Seguimiento y control<sup>985</sup> del correcto funcionamiento de los sistemas de negociación, compensación, liquidación y registro de valores.*

Cont. \_\_\_\_\_

*de estar exclusivamente a cargo de los DCV, o de los bancos centrales que actúen como DCV, que estén sujetos a las normas contenidas en el presente Reglamento”*.

<sup>984</sup> Véase el Considerando 38 y el art. 30 del *Reglamento UE 909/2014*.

<sup>985</sup> En la reforma del art. 44 bis efectuada por la Ley 32/2011, se dio cobertura legal a las facultades de supervisión y control de los DCV pues se introdujo un párrafo, al final del apartado 3, que literalmente decía: *“Asimismo se determinarán reglamentariamente las funciones concretas de vigilancia y*

1. Sin perjuicio de las facultades de supervisión, inspección y sanción que corresponden a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con el Título VIII, las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores que presten servicios en España deberán velar, en el ámbito de sus respectivas competencias, por el correcto funcionamiento y eficiencia de los procesos de negociación, compensación y liquidación de transacciones y de registro de valores”.

Conforme a los preceptos citados, tanto del Reglamento europeo como del TRLMV, la Sociedad de Sistemas es a la vez supervisora y supervisada<sup>986</sup>. Pero en lo referente a la supervisión que ejerce, el desarrollo se encuentra en los arts. 73 y 74 del RD 878/2015. En el art. 73.3 dice textualmente:

*“Los depositarios centrales de valores elaborarán un manual de procedimientos de seguimiento y control, que será comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de obligado cumplimiento para sus entidades participantes, en el que establecerán los criterios objetivos que orientarán su labor de seguimiento y control.*

*La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir, en su caso, las modificaciones que considere convenientes con el fin de garantizar el cumplimiento de este real decreto y demás normativa aplicable.*

Cont. \_\_\_\_\_

*control que deberá ejercer sobre sus entidades participantes, requisitos de solvencia exigibles, medios técnicos, obligaciones específicas de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y cuantos otros aspectos se consideren necesarios para su adecuado funcionamiento, en todo caso atendiendo a criterios de proporcionalidad en función de su nivel de actividad”.* Dicha facultad ya se encontraba en el RD 116/1992. SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación.* En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 1030. Dicha atribución estaba recogida en el RD 116/1992, con los problemas de “insuficiente cobertura legal”, que hoy se ha resuelto con la cobertura que le da el art. 117 LMV. El RD 116/1992, “ya configuraba al SCyLV como un colaborador cualificado del regulador bursátil en el ejercicio de los controles ex post que la LMV encomendaba –y sigue encomendando- a la CNMV”.

<sup>986</sup> SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación.* En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 1034, habla del “carácter bifronte”, dado que son a la vez “regulados y reguladores y desde la perspectiva de la supervisión, como supervisados y supervisadores”.

*Este manual de procedimientos de seguimiento y control será objeto de revisión cuando sea necesario, y al menos una vez al año. Dichas revisiones serán comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que, adicionalmente, se informará anualmente, de las cuestiones relevantes que se hayan suscitados como consecuencia de su aplicación”.*

El control y supervisión por los propios DCV es complemento esencial del art. 2 del “Reglamento UE 909/2014, que obliga a registrar todas las operaciones sobre valores en un DCV, centralizando el sistema de registro contable y que expresamente reserva el art. 18.2 a ellos: “Los sistemas de liquidación de valores<sup>987</sup> solo podrán ser gestionados por DCV autorizados, incluidos los bancos centrales que actúen como DCV”. Dado que se trata de un sistema de liquidación y registro, que implementan los DCV, parece lógico entender que debe tener facultades de seguimiento y control de sistema que gestionan, aunque sólo sea por verificar el correcto funcionamiento del mismo y la adecuación de sus reglas.

En la legislación nacional, se encuentra la facultad de control también en el art. 15.3 de la LMV: “...reglamentariamente se establecerán los mecanismos de supervisión a cargo de los depositarios centrales de valores y los sistemas de control de sus entidades participantes...”. Dentro de esos mecanismos de supervisión cabe incluir el sistema de información que facilita la labor al dejar constancia de las operaciones realizadas y su origen. La LMV adoptó expresamente el sistema de información en el art. 114 de la Ley

---

<sup>987</sup> Aunque el sistema de doble escalón no es propiamente una externalización de servicios, conviene fijarse en las facultades que confiere el art. 30.1.d) del Reglamento UE 909(2014, que concede amplias competencias de inspección y supervisión a los DCV, incluyendo “el acceso a los locales para obtener toda información pertinente que se precise en el desempeño de tales funciones”. Realmente sólo puede considerarse como externalización la gestión de la liquidación que está en manos de la plataforma Target2 Securities. La referencia a la externalización era necesaria a la vista de la dicción del art. 31.1 del Reglamento europeo cuando dispone que: “No obstante lo dispuesto en el artículo 30 y, cuando la legislación nacional así lo exija, una persona distinta del DCV podrá ser responsable del registro de anotaciones en las cuentas de valores mantenidas por el DCV”. Este sería el caso del doble escalón, y, por tanto, debe aplicarse la norma de su apartado segundo, según la cual los Estados miembros “...deberán especificar en su legislación nacional los requisitos aplicables en tales casos. Dichos requisitos incluirán las disposiciones del presente Reglamento que se aplicarán tanto al DCV como, cuando proceda, a la otra parte interesada”.

del Mercado de Valores<sup>988</sup>, cuando implantó que el Reglamento interno de los DCV debería contener reglas sobre “*el sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables*”, que son registros de control, mediante los cuales pueden reconstruirse las operaciones y mantener la exactitud de lo registrado.

## **2. El sistema de información como instrumento de la supervisión.**

La recopilación de datos sobre las operaciones es una eficaz herramienta para la labor de supervisión y control. La obligación expresa de contar con registros detallados se observa en el art. 29 del *Reglamento UE 909/2014* que expresamente dice:

*Llevanza de registros: 1. Los DCV conservarán, durante un período mínimo de diez años, todos los registros relativos a los servicios prestados y las actividades realizadas, incluidos los servicios auxiliares a que se refiere el anexo, secciones B y C, a fin de que la autoridad competente pueda controlar el cumplimiento de los requisitos previstos en el presente Reglamento.*

Aunque el art. 29 transcrito se refiere a facilitar el control por las autoridades competentes, puesto en relación con el 36 del mismo *Reglamento UE 909/2014*, resulta

---

<sup>988</sup> Se añadió el *Sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables* por la disposición final 1.A).12 de la Ley 11/2015, de 18 de junio. Con anterioridad, en la reforma de la Ley 32/2011, se añadió un párrafo al art. 44 bis.3 que decía: “*Asimismo se determinarán reglamentariamente las funciones concretas de vigilancia y control que deberá ejercer sobre sus entidades participantes, requisitos de solvencia exigibles, medios técnicos, obligaciones específicas de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y cuantos otros aspectos se consideren necesarios para su adecuado funcionamiento, en todo caso atendiendo a criterios de proporcionalidad en función de su nivel de actividad*”. De ahí pasaría con el mismo texto al apartado 5 en la reforma dicha de 2015.

de evidente utilidad para los propios DCV, sobre los que recae la obligación de crear y mantener los registros.

El desarrollo exhaustivo del art. 29, lo realiza el *Reglamento Delegado UE 392/2017*, en el Capítulo VIII, *Llevanza de registros*, y en cuyos arts. 53 a 58 establece los diversos registros que deben establecer y gestionar los DCV. No aluden expresamente a un sistema de información como en el art. 114 TRLMV, pero es evidente que establece un completo sistema de registros con la misma finalidad. Abarca desde “*Registros de operaciones/instrucciones de liquidación (flujo)*”, del art. 54, pasando por el “*Registros de posiciones (stock)*”, del art. 55, hasta los *Registros de servicios auxiliares*” (art. 56) y los “*Registros empresariales*” (art. 57), finalizando con los “*Registros adicionales*” del art. 58 del citado Reglamento Delegado.

En particular, los registros previstos en los arts. 54 y 55 sobre operaciones y posiciones, son exhaustivos respecto de los datos que deben recopilarse<sup>989</sup>. Ciertamente,

---

<sup>989</sup> Art. 54 Reglamento Delegado UE 392/2017: *Registros de operaciones/instrucciones de liquidación (flujo)* 1. Los DCV conservarán registros de todas las operaciones, las instrucciones de liquidación y las órdenes relativas a restricciones de liquidación que procesen y velarán por que sus registros incluyan toda la información necesaria para identificarlas con exactitud. 2. En relación con cada instrucción de liquidación y orden relativa a restricciones de liquidación recibidas, los DCV, en cuanto reciban la información pertinente, crearán y mantendrán actualizado un registro de los siguientes datos, dependiendo de si la instrucción de liquidación o las restricciones de liquidación se refieren solo a valores o a efectivo, o a valores y efectivo: a) tipo de instrucción de liquidación según se contempla en el artículo 42, apartado 1, letra h), inciso v); b) tipo de operación, como sigue: i) compra o venta de valores; ii) operaciones de gestión de garantías reales; iii) operaciones de préstamo de valores o de toma de valores en préstamo; iv) operaciones de recompra; v) otras; c) referencia de instrucción única del participante; d) fecha de contratación; e) fecha teórica de liquidación f) marca de tiempo de la liquidación; g) marca de tiempo del momento de consignación de la instrucción de liquidación en el sistema de liquidación de valores; h) marca de tiempo del momento de la irrevocabilidad de la instrucción de liquidación; i) marca de tiempo del caso cuando se trate de instrucciones de liquidación casadas; j) identificador de la cuenta de valores; k) identificador de la cuenta de efectivo; l) identificador del banco liquidador; m) identificador del participante ordenante; n) identificador de la contraparte del participante ordenante; o) identificador del cliente del participante ordenante, cuando lo conozca el DCV; p) identificador del cliente de la contraparte del participante ordenante, cuando lo conozca el DCV; q) identificador de los valores; r) moneda de liquidación; s) importe en efectivo de la liquidación; t) cantidad o importe nominal de los valores; u) estado de la instrucción de liquidación, a saber: i) instrucciones pendientes que todavía pueden liquidarse en la fecha de liquidación prevista; ii) instrucciones de liquidación fallidas que ya no pueden liquidarse en la fecha de liquidación prevista; iii) instrucciones de liquidación liquidadas íntegramente; iv) instrucciones de liquidación liquidadas parcialmente, incluida la parte liquidada y la parte que falta de los instrumentos financieros o del efectivo; v) instrucciones de liquidación canceladas, incluida información sobre si han sido canceladas por el sistema o por el participante. Para cada una de las categorías de instrucciones de liquidación a que se refiere el párrafo primero, deberá registrarse la siguiente información: a) si se trata de una instrucción casada o no casada; b)

y en lo que respecta al registro contable, parece que como mínimo han de recogerse los datos que figuran en el apartado 3 del art. 55. Interesa la recopilación de datos concernientes al sistema de registro, como referencia para facilitar la gestión del sistema de información y supervisión respecto del registro contable, son normas de obligado cumplimiento que deben ser aplicadas por la Sociedad de Sistemas al implementar su sistema de información.

Cont. \_\_\_\_\_

*si la instrucción puede liquidarse parcialmente; c) si la instrucción está retenida; d) cuando proceda, los motivos por los que la instrucción está pendiente o es fallida; e) lugar de negociación; f) en su caso, lugar de la compensación. Cuando se inicie un proceso de recompra, de conformidad con el artículo 7, apartado 3, del Reglamento (UE) nº 909/2014, información pormenorizada sobre: i) los resultados finales del proceso de recompra a más tardar en el último día hábil del período de aplazamiento, incluido el número y el valor de los instrumentos financieros cuando la recompra se ejecute total o parcialmente; ii) el pago de una indemnización en efectivo, incluido el importe de la misma, cuando la recompra no sea posible, falle o se ejecute solo parcialmente; iii) la cancelación de la instrucción de liquidación inicial; iv) para cada liquidación fallida, el importe de las sanciones a que se refiere el artículo 7, apartado 2, del Reglamento (UE) nº 909/2014.*

*Artículo 55: Registros de posiciones (stock) 1. Los DCV llevarán registros de las posiciones correspondientes a todas las cuentas de valores que mantengan. Se mantendrán registros separados en relación con cada cuenta de conformidad con el artículo 38 del Reglamento (UE) nº 909/2014. 2. Los DCV llevarán un registro de la siguiente información: a) el identificador de cada emisor al que el DCV preste los servicios básicos enumerados en la sección A, punto 1 o 2, del anexo del Reglamento (UE) nº 909/2014; b) el identificador de cada emisión de valores respecto de la cual el DCV preste los servicios básicos enumerados en la sección A, punto 1 o 2, del anexo del Reglamento (UE) nº 909/2014, el Derecho al amparo del cual se emitan los valores registrados por el DCV y el país de constitución de los emisores de cada emisión de valores; c) el identificador de cada emisión de valores registrada en las cuentas de valores mantenidas por el DCV de forma no centralizada, el Derecho al amparo del cual se emitan los valores registrados por el DCV y el país de constitución de los emisores de cada emisión de valores; d) el identificador del DCV emisor o de la entidad pertinente de un tercer país con funciones similares a las de un DCV emisor para cada emisión de valores a que se refiere la letra c); e) los identificadores de las cuentas de valores de los emisores, en el caso de DCV emisores; f) los identificadores de las cuentas de efectivo de los emisores, en el caso de DCV emisores; g) los identificadores de los bancos liquidadores utilizados por cada emisor, en el caso de DCV emisores; h) los identificadores de los participantes; i) el país de constitución de los participantes; j) los identificadores de las cuentas de valores de los participantes; k) los identificadores de las cuentas de efectivo de los participantes; l) los identificadores de los bancos liquidadores utilizados por cada participante; m) el país de constitución de los bancos liquidadores utilizados por cada participante. 3. Al final de cada día hábil, los DCV registrarán, con respecto a cada posición, los siguientes datos, en la medida en que sean pertinentes para la posición: a) los identificadores de los participantes y de otros titulares de cuentas; b) el tipo de cuenta de valores, en función de si la cuenta de valores pertenece a un participante («cuenta propia del participante»), a uno de sus clientes («segregación individualizada por clientes») o a varios de sus clientes («segregación en cuentas globales de clientes»); c) por cada identificador de emisión de valores (ISIN), los saldos de las cuentas de valores correspondientes al número de valores al final del día; d) por cada cuenta de valores e ISIN en virtud de la letra c), el número de valores sujetos a restricciones de liquidación, el tipo de restricciones y la identidad del beneficiario de las restricciones al final del día. 4. Los DCV llevarán registros de los fallos en la liquidación y las medidas que adopten ellos y sus participantes para prevenirlos y corregirlos de conformidad con los artículos 6 y 7 del Reglamento (UE) nº 909/2014.*

En la legislación nacional se recoge dicha obligación expresamente en el art. 114 LMV<sup>990</sup>. El precepto contiene una regla de mínimos, pues expresamente se refiere a que *“El sistema previsto en el apartado anterior deberá recoger, al menos, las operaciones, eventos y anotaciones susceptibles de dar lugar a variaciones en los saldos de valores de cada titular tanto en el registro central como en los registros de detalle”*. El desarrollo reglamentario del citado precepto se encuentra en el art. artículo 85 del RD 878/2015: *Sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores*. La dicción de este artículo es menos detallada que la de la LMV. Si acaso, conviene centrarse en el apartado 3 del art. 85 del Real Decreto, en el cual determina que:

*“Las reglas de funcionamiento del sistema de información, transmisión y almacenamiento a las que se refiere el artículo 115.2 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, serán recogidas en el reglamento interno del depositario central de valores*

---

<sup>990</sup> El art. 98.5 de la LMV remite al desarrollo reglamentario de las facultades que allí enumera, pero no concreta nada más respecto de la supervisión. En el mismo sentido: ALONSO SOTO, Ricardo: *Las funciones de seguimiento y control llevadas a cabo por las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado). Pág. 1003.

Art. 114 LMV: *“Sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables”*.

1. *Los depositarios centrales de valores que presten servicios en España deberán establecer un sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos que sirva como herramienta de intercambio y tratamiento de la información para la realización de las actividades de compensación, liquidación y registro de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial y que permita supervisar la correcta llevanza del registro de valores, tanto a nivel de registro central como de registros de detalle.*

2. *El sistema previsto en el apartado anterior deberá recoger, al menos, las operaciones, eventos y anotaciones susceptibles de dar lugar a variaciones en los saldos de valores de cada titular tanto en el registro central como en los registros de detalle.*

3. *El sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables deberá cumplir lo siguiente:*

a) *Garantizar la trazabilidad de las transacciones realizadas sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores desde la contratación hasta su anotación en el registro de valores y viceversa, así como conocer el estado de las mismas.*

b) *Facilitar la transmisión de la información necesaria para realizar la compensación, liquidación y registro de valores así como conocer el estado de dichas operaciones.*

c) *Facilitar el control de los riesgos y de las garantías exigibles por las correspondientes entidades e infraestructuras de mercado.*

d) *Informar diariamente a las entidades emisoras sobre la titularidad de los valores emitidos por éstas cuando así lo soliciten.*

*que gestione el sistema de información, transmisión y almacenamiento, detallarán los datos que deban remitirse al aludido sistema. En particular, el reglamento establecerá los procedimientos oportunos para resolver las incidencias que puedan tener lugar y en particular la falta de comunicación de los datos completos a los que se refiere el apartado 2”.*

En cumplimiento de lo anterior, el art. 16.3 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* dispone que:

*“La Sociedad de Sistemas, en el marco del régimen de seguimiento y control establecido en el Título VII del presente Reglamento, comprobará el adecuado cumplimiento de las obligaciones de registro de las entidades participantes y, en particular, realizará revisiones periódicas de los saldos de valores, con el objeto de mantener la correspondencia entre las cuentas de los Registros de Detalle y los saldos de valores de las cuentas generales de terceros del Registro Central”.*

Y, en el art. 19.6 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* dice:

*En el ámbito de sus respectivas funciones, la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes Registradoras deberán conservar y mantener a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante un período mínimo de diez años<sup>991</sup>, la información y documentación que permita reconstruir los asientos practicados a nombre de cada titular. La Sociedad de Sistemas establecerá los detalles de la información que deba conservarse, que permitirán el ejercicio de sus funciones de control de acuerdo con la normativa aplicable y, en todo caso, se ajustarán a lo que establezcan las normas técnicas de regulación previstas en el artículo 29 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores”.*

La Sociedad de Sistemas está facultada, como se ha visto en las disposiciones anteriores, para ejercer la labor de supervisión y control, a tal efecto, el art. 43 del

---

<sup>991</sup> Recoge el mismo plazo mínimo en el que debe conservar la información al que obliga el art. 29.1 del Reglamento UE 909/2014: “Los DCV conservarán, durante un período mínimo de diez años, todos los registros relativos a los servicios prestados y las actividades realizadas...”.

Reglamento de la Sociedad de Sistemas habla de *Régimen de seguimiento y control*, a cuyo efecto, el apartado 1 dispone:

*La Sociedad de Sistemas ejercerá sus funciones de seguimiento sobre la actividad de registro y liquidación de las entidades participantes en sus sistemas, comprobando la información disponible sobre la llevanza de los registros contables y evaluando la corrección y eficiencia de los procesos de liquidación*<sup>992</sup>.

---

<sup>992</sup> El resto de ese art. 43 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas prosigue del siguiente modo:

2. La Sociedad de Sistemas deberá:

a) *Comprobar la correcta llevanza del registro, en sus dos escalones, para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes.*

b) *Controlar y promover la eficiencia y corrección de los procesos de liquidación, comprobando la efectiva liquidación de todas las operaciones, especialmente de las que, como consecuencia de la compensación, son liquidadas mediante apuntes practicados en los Registros de Detalle que mantienen las entidades participantes.*

c) *Identificar, controlar, gestionar y mitigar los riesgos que las entidades participantes con mayores o más complejos niveles de actuación en los sistemas de liquidación de valores que gestiona la Sociedad de Sistemas, las entidades que presten servicios a las entidades participantes en la Sociedad de Sistemas, los Depositarios Centrales de Valores y los mercados secundarios oficiales, sistemas multilaterales de negociación y entidades de contrapartida central pueden suponer para su funcionamiento. La Sociedad de Sistemas facilitará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España información sobre todo riesgo de este tipo que se detecte, todo ello de acuerdo con lo estipulado en el artículo 45.6 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores.*

d) *Requerir a las entidades participantes cuanta información considere necesaria para el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control e inspeccionar directamente, en los locales de las propias entidades y con su consentimiento, las actividades de éstas.*

e) *Instar a las entidades participantes a corregir cualquier incidencia de funcionamiento, inexactitud e incumplimientos detectados en sus funciones de seguimiento y control, sin perjuicio del deber de las propias entidades participantes de corregir por iniciativa propia dichas incidencias, inexactitudes e incumplimientos.*

3. *La Sociedad de Sistemas establecerá y revisará periódicamente los criterios objetivos que orientarán su labor de seguimiento. Mediante Circular, aprobará un Manual de Procedimientos de seguimiento y control que será de obligado cumplimiento para las entidades participantes.*

4. *Cuando en el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control, la Sociedad de Sistemas tuviera conocimiento de hechos o actuaciones que pudieran entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la llevanza del registro contable y la liquidación de operaciones, pondrá esta circunstancia en inmediato conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

5. *Adicionalmente, la Sociedad de Sistemas diseñará y establecerá procedimientos específicos para controlar otros posibles riesgos relacionados con su función de seguimiento y control. Estos procedimientos tendrán como finalidad:*

a) *Mantener un marco eficiente de la gestión de riesgos derivados de la gestión de los sistemas de liquidación; y,*

b) *Establecer pautas o ratios específicos que tengan en consideración, entre otros aspectos, los niveles mínimos de servicio, las expectativas de gestión de riesgos y las prioridades de negocio”*

La alusión al sistema de información no es gratuita, son medios del propio sistema, una herramienta de control<sup>993</sup> de la Sociedad de Sistemas y de las autoridades, para la comprobación de la regularidad de las anotaciones en las diferentes cuentas, las propias y las de las entidades participantes. Su función va más allá de la mera comprobación de saldos<sup>994</sup>, no se trata de la conciliación de valores diaria, sino del examen de la corrección en la llevanza del registro contable, como se observa en el art. 73.2.a)1º y 2º del RD 878/2015, viendo sus cuentas, medios de que disponen las participantes para la llevanza de sus registros, adecuada anotación de los saldos en las cuentas, etc.

Así se observa en el art. 114 LMV al destacar la finalidad del seguimiento y control pues, entre otros objetivos, se trata de: *“que permita supervisar la correcta llevanza del registro de valores, tanto a nivel de registro central como de registros de detalle”*. Y en el desarrollo reglamentario advierte que debe *“velar por la adecuada llevanza de los registros contables y la corrección y eficiencia de .../... la actividad de registro...”* según dispone el art. 73.1 del RD 878/2015. Es prácticamente una constante, desde el art. 36 del Reglamento UE 909/2014: *“incluidos rigurosos controles y prácticas contables, a fin de contribuir a garantizar la integridad de las emisiones de valores, y reducir y gestionar los riesgos asociados a la custodia y la liquidación de operaciones con valores”*, pasando por el art. 15 de la LMV, hasta llegar a las medidas concretas del RD

---

<sup>993</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto J.: *La post-contratación en los mercados secundarios de valores*. En Revista de Derecho del Mercado de Valores. (Citado), en pág. 22 habla de una doble finalidad: *“a) En cuanto se refiere al registro de los valores anotados, servir de herramienta para supervisar la correcta llevanza del registro de valores, tanto a nivel de registro central como de registros de detalle. b) En cuanto a la liquidación de operaciones, servir como herramienta de intercambio y tratamiento de la información para la realización de las actividades de compensación, liquidación y registro de valores admitidos a negociación en un MSOV o en un SMN”*.

<sup>994</sup> FLORES SEGURA, Marta: *La interfaz de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), en pág. 988 la califica como de *“vital importancia”* en relación con la trazabilidad de las operaciones, destacando la dicción del entonces art. 44 septies LMV, actual art. 114 LMV, cuando, al referirse al sistema de información dice *“que permita supervisar la correcta llevanza del registro de valores, tanto a nivel de registro central como de registros de detalle”*; y añade, en pág. 987: *“la supresión de las referencias de registro necesariamente había de venir acompañada por la creación de mecanismos alternativos de control que asegurasen que el nuevo sistema ofrecería, al menos, las mismas garantías que el anterior”*.

87872015, con objeto de garantizar la integridad de la emisión, como medio de asegurar el correcto funcionamiento del mercado de valores.

Por último, la Sociedad de Sistemas está obligada a revisar su manual de procedimientos por disposición expresa del art. 73.3, último párrafo, del RD 878/2015: *“Este manual de procedimientos de seguimiento y control será objeto de revisión cuando sea necesario, y al menos una vez al año. Dichas revisiones serán comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que, adicionalmente, se informará anualmente, de las cuestiones relevantes que se hayan suscitados como consecuencia de su aplicación”*. La CNMV puede requerir que se hagan *“las modificaciones que considere convenientes con el fin de garantizar el cumplimiento de este real decreto y demás normativa aplicable”*. El precepto es coherente con la finalidad que persigue y la necesaria adaptación a las circunstancias que puedan presentarse. Por otro lado, también da cumplimiento al mandato del art. 22 del *Reglamento UE 909/2014*, que impone el deber a la CNMV como autoridad competente de revisar *“los sistemas, estrategias, procesos y mecanismos aplicados por los DCV”*<sup>995</sup>, y entre estos está el de exigir *“a todo DCV que no cumpla los requisitos del presente Reglamento que adopte cuanto antes las disposiciones o medidas necesarias a fin de corregir la situación”*<sup>996</sup>. La

---

<sup>995</sup> Ello exige la profesionalización y especialización del personal de la Sociedad de Sistemas como se ve en el art. 49 del *Reglamento Delegado UE 392/2017* y en los arts. 57, y art. 58.3 del RD 878/2015, que requiere de los miembros del consejo de administración y los directores generales y asimilados *“que reúnan los requisitos de honorabilidad y experiencia exigidos en los arts. 15.1.f) y 182 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, honorabilidad y experiencia, profesionalidad en definitiva que concierne a la Sociedad de Sistemas.*

<sup>996</sup> Artículo 22

*Revisión y evaluación*

1. *Al menos una vez al año, la autoridad competente examinará los sistemas, estrategias, procesos y mecanismos aplicados por los DCV con respecto al cumplimiento del presente Reglamento y evaluará los riesgos a que estén o pudieran estar expuestos los DCV, así como los riesgos que estos generen para el correcto funcionamiento de los mercados de valores.*

2. *La autoridad competente exigirá a cada DCV la presentación de un plan de recuperación adecuado para garantizar la continuidad de sus operaciones esenciales. .../...*

.../... 9. *La autoridad competente exigirá a todo DCV que no cumpla los requisitos del presente Reglamento que adopte cuanto antes las disposiciones o medidas necesarias a fin de corregir la situación. .../...*

.../... 11. *La AEVM, en estrecha cooperación con los miembros del SEBC, elaborará proyectos de normas técnicas de ejecución para establecer modelos de formularios, plantillas y procedimientos para facilitar la información mencionada en el apartado 10, párrafo primero.*

Sociedad de Sistemas es un supervisor supervisado, no puede obviarse que la CNMV se nutre también del sistema de información que corresponde recoger a la Sociedad de Sistemas y que sobre esta efectúan ambas sus correspondientes controles.

### **3. Introducción de información en el sistema.**

Dadas las finalidades del sistema de información, el DCV establece mecanismos de introducción de datos, y de supervisión de la información introducida y a quién corresponde incluirla. En la práctica, el sistema de información forma parte de lo que se denomina “interfaz de post contratación” (PTI<sup>997</sup>), desde la que se desarrollan aquellas funciones que no se corresponden con las de liquidación y registro, aunque acompañen a aquellas al dejar constancia del origen, intervinientes, precios, etc. Por medio de esta interfaz de post contratación, pueden reconstruirse todos los movimientos que han dado lugar a las anotaciones (art. 36 RD 878/2015); también sirve para apreciar y controlar posibles riesgos (mismo art. 36), de conformidad con el art. 45.1 del Reglamento UE 909/2014, en su apartado 6, por el que *“identificarán, controlarán y gestionarán los riesgos que los participantes más importantes de los sistemas de liquidación de valores que gestionan, así como los prestadores de servicios y otros DCV u otras infraestructuras del mercado pueden suponer para su funcionamiento”*. Consecuentemente, la obligación de suministrar información al sistema diseñado afecta a todos, los mercados de valores, los

Cont. \_\_\_\_\_

<sup>997</sup> *Post Trade Information*, pues así lo designa la propia Sociedad de Sistemas en su página web. Véase FLORES SEGURA, Marta: *La interfaz de poscontratación*, en La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), págs. 985 a 997.

DCV, ECC, participantes, etc. según dispone el art. 116 de la LMV<sup>998</sup>; también facilita la información diaria a las entidades emisoras respecto de la titularidad de los valores.

Corresponde a la Sociedad de Sistemas, de acuerdo con el art. 115 LMV<sup>999</sup>, ordenar el sistema, es decir, el modo de introducir la información, plazos para ello y el acceso a dicha información. Requiere el citado artículo que la información suministrada por los diferentes obligados sea completa<sup>1000</sup>. Las respectivas entidades que suministren datos son responsables de su integridad y veracidad. Conforme a este artículo 115 LMV a la Sociedad de Sistemas le corresponde el diseño operativo de modo que permita la introducción necesaria en los plazos previstos, dotar de seguridad y confidencialidad al sistema, asegurar el mantenimiento y continuidad del mismo y *permitir el acceso no discriminatorio de las infraestructuras del mercado y entidades implicadas en los procesos*

---

<sup>998</sup> Art. 116.1 LMV: *“El sistema de información se nutrirá de la información que estarán obligados a proporcionar, según lo que se disponga reglamentariamente, los mercados secundarios oficiales, las entidades de contrapartida central, los depositarios centrales de valores así como sus respectivos miembros o entidades participantes. Las referidas entidades serán responsables de la integridad y veracidad de la información comunicada por cada una de ellas a través de dicho sistema y conservarán la propiedad sobre dicha información”.*

<sup>999</sup> Art. 115 LMV: *“Artículo 115. Obligaciones del depositario central de valores en relación con el sistema de información.*

*1. El depositario central de valores, en su calidad de responsable y gestor del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, deberá cumplir las siguientes obligaciones:*

*a) Establecer los medios necesarios para que la información se introduzca en el sistema de acuerdo con las normas establecidas y sea completa.*

*b) Permitir la introducción de la información necesaria en el plazo previsto.*

*c) Dotar de suficiente seguridad y confidencialidad a la información suministrada, de manera que las entidades que introduzcan información en el sistema accedan exclusivamente a los datos estrictamente necesarios para su actividad o a aquellos para los que estén autorizadas.*

*d) Asegurar el mantenimiento y continuidad del sistema.*

*e) Permitir el acceso no discriminatorio de las infraestructuras de mercado y entidades implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores.*

*2. Los depositarios centrales de valores suscribirán los correspondientes contratos en los que establecerán las relaciones jurídicas necesarias para el adecuado funcionamiento del sistema. Asimismo, publicarán las reglas de funcionamiento del sistema de información estableciendo los derechos, obligaciones y responsabilidades de las personas que gestionarán y que harán uso de la información almacenada en el sistema. La Comisión Nacional del Mercado de Valores aprobará estas reglas y sus modificaciones. Tanto las reglas como sus modificaciones serán previamente examinadas por el comité de usuarios del depositario central de valores, quien podrá hacer llegar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sus observaciones al respecto.*

<sup>1000</sup> Lo que significa que la Sociedad de Sistemas viene obligada a requerir a las entidades participantes, y también a las ECC o a los propios mercados, que faciliten los datos de las transacciones en que intervengan y registrarlos de acuerdo con los arts. 54 y 55 del Reglamento Delegado UE 392/2017.

de compensación y liquidación de valores. Para ello, deben contar con las necesarias relaciones jurídicas, mediante contrato, con todos los implicados en el sistema de información<sup>1001</sup>.

El escueto desarrollo reglamentario del art. 85 del RD 878/2015, prevé que<sup>1002</sup>:

*“3. Las reglas de funcionamiento del sistema de información<sup>1003</sup>, transmisión y almacenamiento a las que se refiere el artículo 115.2 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, serán recogidas en el reglamento interno<sup>1004</sup> del depositario central de valores que gestione el sistema de información, transmisión y almacenamiento, detallarán los datos que deban remitirse al aludido sistema. En particular, el reglamento establecerá los procedimientos oportunos para resolver las incidencias que puedan tener lugar y en particular la falta de comunicación de los datos completos a los que se refiere el apartado 2.*

---

<sup>1001</sup> La Sociedad de Sistemas informaba en abril de 2019 de cambios en el “Manual del Sistema de Información fueron publicados en la Instrucción 3/2019 el pasado 28 de febrero, con fecha de entrada en vigor prevista para el próximo 11 de noviembre”.

<sup>1002</sup> Circular nº 4/2017, de 4 de septiembre: “Norma 2ª.-Requisitos de participación en el Sistema ARCO. 1. Para que las entidades puedan acceder y mantener la condición de entidad participante en el Sistema ARCO, deberán contar con los sistemas de control y medios técnicos adecuados a la operativa que desarrollen conforme se recoge en el Anexo 1 de la presente Circular. Para ello deberán contar necesariamente con sistemas adecuados de conexión a IBERCLEAR que permitan el ejercicio de sus funciones y el cumplimiento de sus obligaciones de suministro al Sistema de Información, transmisión y almacenamiento de datos. Las entidades participantes podrán utilizar sus propios medios técnicos o los de otra entidad participante en el Sistema ARCO o los de una Sociedad Rectora de las Bolsas (entidad delegada)”.

<sup>1003</sup> El art. 115.2 de la LMV establece la aprobación de las reglas por la CNMV: “La Comisión Nacional del Mercado de Valores aprobará estas reglas y sus modificaciones. Tanto las reglas como sus modificaciones serán previamente examinadas por el comité de usuarios del depositario central de valores, quien podrá hacer llegar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sus observaciones al respecto”. Sin embargo, ni el RD 878/2015, ni el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, ni la Circular 4/2017, hacen referencia a dicha cuestión. Cabe suponer que se cumple efectivamente, porque, entre otros motivos, los datos que debe recoger la Sociedad de Sistemas como encargada del sistema de información, sirven para la supervisión de la Sociedad de Sistemas y demás entidades por parte de la propia CNMV (arts. 233 y siguientes), a la par que deben facilitar dicha información para dar cumplimiento al art. 22 del Reglamento UE 909/2014.

<sup>1004</sup> A ello dedica los arts. 37 a 42 el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, más el Manual del sistema de información.

*Los requisitos y procesos técnicos, administrativos y operativos aplicables al procesamiento de esos datos serán detallados en la normativa interna del mencionado depositario central de valores.*

El *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* regula el sistema de información en los arts. 37 a 42. En el art. 37.2 establece que *“El sistema de información deberá recoger los datos que resulten necesarios para el cumplimiento de los objetivos establecidos en la referida Ley. En particular, deberá contener los datos referentes a la configuración de los mercados y sistemas de negociación, de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central que intervienen en la compensación, la identificación de sus correspondientes miembros y entidades participantes, así como de todas aquellas operaciones, eventos y anotaciones susceptibles de dar lugar a variaciones en los saldos de valores de cada titular tanto en el Registro Central como en los Registros de Detalle”*. Y en el art. 38 detalla a quién corresponde la obligación de suministrar información y qué datos debe aportar. Sin embargo, vistos los arts. 53 a 58 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, en especial los arts. 54, sobre *Registros de operaciones/instrucciones de liquidación (flujo)* y 55 sobre *Registros de posiciones (stock)*, mucho más detallados que los del Reglamento interno de la Sociedad de Sistemas, cabe pensar que el sistema de información recoge los datos que solicitan los artículos del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, sin perjuicio de los propios que determine la Sociedad de Sistemas.

Corresponde a todos los intervinientes en los mercados de valores, sociedades rectoras, ECC, DCV, entidades participantes, etc. conforme al art. 116 de la LMV, introducir la información que les sea requerida de acuerdo con los Reglamentos europeos, legislación interna, y el Reglamento de la Sociedad de Sistemas. La información debe ser íntegra y veraz (art. 116 LMV) y debe guardarse durante un mínimo de diez años, incluyendo los registros auxiliares del art. 56 del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, por imposición del art. 29.1 del *Reglamento UE 909/2017*.

#### 4. El ejercicio de la supervisión por los DCV.

La supervisión y control que realizan los DCV es independiente de la que corresponde a las autoridades, aunque coadyuve a éstas. No se trata de la supervisión prudencial por las autoridades de supervisión y control de los DCV<sup>1005</sup>, que en los mercados nacionales ejerce la CNMV, sino de la propia intervención que ejerce, y debe ejercer, la Sociedad de Sistemas sobre el sistema de registro.

Comprende vigilar la correspondencia entre el registro central y las cuentas de detalle llevadas por las entidades participantes, la conformidad entre lo anotado en ambos escalones y la emisión de valores y la corrección de su llevanza conforme a las normas<sup>1006</sup>. La correspondencia del número de valores anotados está repartida entre el registro central y los de detalle, pero centralizada y controlada por los DCV (arts. 15.3, 98.5, 114.1 y 117 LMV; arts. 73 y 74 RD 878/2015). Pero cabe recordar que el art. 74.2 dice que *“Los depositarios centrales de valores concretarán en su reglamento interno y en el manual de procedimientos de seguimiento y control al que se refiere el artículo 73.3, los supuestos y la forma mediante la que desarrollarán los poderes atribuidos en las letras a) y b) del apartado anterior”*. Ello supone que debe concretar el modo como ejercerá sus funciones de supervisión sobre las participantes, que pueden consistir en requerir la información que precisen, inspeccionar a las mismas en los propios locales si se

---

<sup>1005</sup> La supervisión prudencial de todos los participantes en los mercados de valores se halla a cargo de la CNMV y puede verse en los arts. 256 a 270 de la LMV.

<sup>1006</sup> En la Exposición de Motivos del RD 878/2015, hablando del sistema de información para la compensación, liquidación y registro, dice: *“Su objetivo último es permitir la trazabilidad de las operaciones, el control de los riesgos y garantías, la correcta llevanza de los dos niveles de registro y la correcta liquidación de las operaciones. Será un elemento vital para la supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del adecuado funcionamiento de todas las fases de poscontratación toda vez que desaparecerán las referencias de registro como elemento de control”*. Piénsese por ejemplo en el supuesto que plantea ARIAS VARONA, Fco. Javier: *El tratamiento de los valores de los clientes en el concurso de entidades participantes en el depositario central de valores*. RDM, N° 307, Enero-Marzo 2018: *“La tercera posibilidad es que existan descuadres entre las distintas cuentas generales de terceros y el registro de detalle. Téngase en cuenta que las entidades participantes en el Depositario Central de Valores pueden abrir varias cuentas generales de terceros, de modo que no todos sus clientes tendrán sus valores en la misma cuenta general. En ese caso, es posible que se haya podido producir un trasvase de valores de una cuenta general a otra, generando, con relación a los registros de detalle, un déficit en una de ellas”*. Esto genera un descuadre entre cuentas que debe ser corregido, aunque sólo sea por el déficit en unas y la proliferación en otras de valores en otras.

considera conveniente e *“Instar a las entidades participantes a corregir cualquier incidencia de funcionamiento, inexactitud e incumplimientos detectados en sus funciones de seguimiento y control”* (art. 73.1.b del RD 878/2015) <sup>1007</sup>.

El control o supervisión de las cuentas persigue que el resultado previsto en la legislación se cumpla en las cuentas del doble escalón <sup>1008</sup>, las del registro central y las de

---

<sup>1007</sup> El artículo 73 del RD 878/2015, lleva por título: *Funciones de seguimiento y control de los depositarios centrales de valores.*

1. *Sin perjuicio de las facultades de supervisión, inspección y sanción que corresponden a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de conformidad con el título VIII del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, los depositarios centrales de valores velarán por la adecuada llevanza de los registros contables y la corrección y eficiencia de los procesos de liquidación y para ello, ejercerá funciones de seguimiento y control sobre la actividad de registro y liquidación de las entidades participantes en sus sistemas.*

2. *Los depositarios centrales de valores, en el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control deberán al menos:*

a) *Comprobar la correcta llevanza del registro, en sus dos escalones, para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes, tanto en el registro central como en los registros de detalle. Para ello, los depositarios centrales de valores deberán adoptar, al menos, las siguientes medidas:*

1.º *Arqueos periódicos, con el objeto de verificar que el saldo global de las cuentas generales de terceros de las entidades participantes en el registro central del depositario central de valores coincide con la suma de los saldos en las cuentas abiertas por sus clientes en los registros de detalle. El manual de seguimiento y control al que se refiere el apartado 3 fijará la periodicidad con la que se realizarán estos arqueos.*

2.º *Arqueos complementarios, con el objeto de verificar que los saldos de las cuentas de los clientes al final de un día determinado entre dos fechas, coincide con todos los movimientos comunicados al sistema de información previsto en el artículo 114 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.*

b) *Controlar y promover la eficiencia y corrección de los procesos de liquidación, vigilando la efectiva liquidación de todas las operaciones, especialmente de las que, como consecuencia de la compensación, son liquidadas mediante apuntes practicados en las cuentas de los registros de detalle que mantienen las entidades participantes. Los depositarios centrales efectuarán un seguimiento de los retrasos en la liquidación en que incurran las entidades participantes e informarán trimestralmente al consejo de administración de las incidencias que se hayan producido al respecto, con indicación de las entidades involucradas y de los valores a los que se refieran esas demoras.*

*.../... (Letras c), d) y e) dedicadas a la gestión de riesgos).*

3. *Los depositarios centrales de valores elaborarán un manual de procedimientos de seguimiento y control, que será comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de obligado cumplimiento para sus entidades participantes, en el que establecerán los criterios objetivos que orientarán su labor de seguimiento y control.*

*La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir, en su caso, las modificaciones que considere convenientes con el fin de garantizar el cumplimiento de este real decreto y demás normativa aplicable.*

*Este manual de procedimientos de seguimiento y control será objeto de revisión cuando sea necesario, y al menos una vez al año. Dichas revisiones serán comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que, adicionalmente, se informará anualmente, de las cuestiones relevantes que se hayan suscitados como consecuencia de su aplicación.*

detalle. Para lograr esa exactitud la LMV impone el régimen de responsabilidad de las entidades encargadas del registro contable actuando de dos modos: *a)* por un lado, preventivamente, porque el mero hecho de establecer la responsabilidad y sanciones es un acicate para lograr la exactitud de las anotaciones; *b)* por otro, correctoramente, porque la constatación de cualquier irregularidad en las anotaciones en el registro contable obliga a la rectificación incorrecta y a responder por ello<sup>1009</sup>.

Actúa preventivamente, y se refiere a ello en los arts. 6 y 7 del Reglamento europeo, cuando establecen medidas para prevenir o tratar los fallos en la liquidación como modo de preservar la exactitud de las operaciones e integridad de las emisiones. También los arts. 42 a 45 del Reglamento europeo sobre la gestión de riesgos por los DCV. Actúa directa y correctoramente cuando, resultado de las comprobaciones, *insta a rectificar* las anotaciones indebidas o incorrectas.

En el desarrollo reglamentario, según el art. 28.2 del Real Decreto 878/2015, la Sociedad de Sistemas es responsable de la anotación en los registros que lleva de forma directa, pero también de la corrección de las cuentas que llevan las entidades participantes, pues el citado artículo termina diciendo:, “*sin perjuicio de las responsabilidades en que puedan incurrir (los DCV) por la falta de la debida diligencia en el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control del sistema*”, norma a la que se refiere también el art. 35 del Real Decreto.

Cont. \_\_\_\_\_

<sup>1008</sup> Art. 37.1 y 3 del Reglamento UE 909/2014.

<sup>1009</sup> SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 1042, dice que “*hay que considerar que es en el marco del ejercicio de las funciones de supervisión seguimiento y control que la Ley encomienda a los operadores de la poscontratación donde, muy probablemente, van a manifestarse algunas de las facultades más exorbitantes que ejercen DCVs y ECCs respecto de los destinatarios de su actividad*”. Prosigue diciendo podrán modificar las condiciones iniciales o adoptar decisiones sobre incremento de garantías, y realiza estas afirmaciones al considerar las relaciones contractuales entre los DCV y las participantes. Sin embargo, en nota a pie de página, advierte que, en las relaciones jurídico-públicas de la Administración, ésta “*actuará dotada de una posición privilegiada frente al administrado en razón de la necesaria eficacia al servicio de la consecución de los intereses generales encomendados*”. Cabe objetar que estas atribuciones a los DCV no las tienen encomendadas, ni las ejercen, por las relaciones contractuales suscritas, sino por atribución legal.

El art. 35.1 del RD 878/2015, habla de *“facilitar el control y la conciliación de los saldos .../... organizando los registros de detalle mediante un sistema de codificación único y estandarizado de cuentas que será regulado por el depositario central de valores en su normativa interna”*. El artículo 36 del RD 878/2015 impone la obligación de mantener permanentemente la integridad de la emisión mediante un *“un estricto control de los saldos de las cuentas de valores del registro central, así como de la correspondencia de la suma de tales saldos con el número total de valores integrados en cada emisión o fungibles entre sí”*, que recae sobre el DCV. Pero idéntica obligación recae sobre las entidades participantes, que particularmente deben *“mantener la exacta y permanente concordancia entre los saldos de valores de las cuentas de sus registros de detalle y los saldos de valores de las cuentas generales de terceros en el registro central”*.

Sobre ambas obligaciones de los DCV y las participantes insiste expresamente en una función concreta de los DCV en el apartado 3 del art. 36 del Real Decreto, complementando la de mantener la integridad de la emisión:

*“Asimismo será responsabilidad de los depositarios centrales de valores vigilar que las entidades participantes cumplen adecuadamente sus funciones de registro y en particular que los saldos de valores de las cuentas de los registros de detalle se corresponden con los saldos de valores de las cuentas generales de terceros del registro central”*.

#### *4.1. Medios que puede utilizar.*

Esta específica obligación de *“vigilar que las entidades participantes cumplen adecuadamente sus funciones de registro”* <sup>1010</sup>, se observa perfectamente en los arts. 73 y

---

<sup>1010</sup> Téngase en cuenta que la internalización sistemática goza de regulación diferente, funciona como un mercado paralelo, la Sociedad de Sistemas no es consciente de la transmisión de valores si no se produce una alteración en el saldo de valores en la cuenta de terceros de las participantes. Sólo puede detectar irregularidades cuando ejerce la función de control sobre los internalizadores.

74 del RD 878/2015. El art. 73 señala las acciones de control y comprobación a realizar, y el modo de proceder, estableciendo la realización de arqueos periódicos y complementarios. Señala los medios que debe usar para el seguimiento y control.

En los arqueos periódicos, la Sociedad de Sistemas verifica la exacta correspondencia entre “*el saldo global de las cuentas generales de terceros de las entidades participantes*” anotado en el registro central y la “*suma de los saldos en las cuentas abiertas por sus clientes en los registros de detalle*” (art. 73.2.a.1º RD 878/2015). Se trata de un control de saldos entre los anotados en el registro central, que constan en las cuentas de terceros de las participantes, y la suma de saldos de las cuentas de clientes que correspondan a cada cuenta de terceros.

En los arqueos complementarios, verifica que los saldos de las cuentas de los clientes, comunicados entre dos fechas, coincide con los movimientos que debían producirse, según constan en el sistema de información (art. 73.2.a.2º RD 878/2015). La Sociedad de Sistemas comprueba la corrección de los movimientos realizados sobre cuentas de detalle concretas, anotados entre las dos fechas que determine la Sociedad de Sistemas, observando la incidencia real y corrección de lo actuado y anotado sobre dicha cuenta de todas las operaciones e incidencias comunicadas al sistema de información y comprendidas entre las dos fechas. No sólo comprueba saldos en las cuentas de detalle, sino la correcta anotación en ellas.

El artículo tiene su continuación en el RD 878/2015, art. 74: *Facultades de seguimiento y control y obligación de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores*<sup>1011</sup>.

---

<sup>1011</sup> Art. 74 RD 878/2015: *Facultades de seguimiento y control y obligación de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. 1. Asimismo, para el adecuado cumplimiento de las funciones de seguimiento y control atribuidas en el artículo anterior, los depositarios centrales de valores deberán, con independencia de las obligaciones que corresponden a sus entidades participantes:*

*a) Requerir de las entidades participantes, en los términos y plazos que se determinen en su normativa interna, cuanta información considere necesaria para el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control e inspeccionar directamente, en los locales de las propias entidades y con su consentimiento, las actividades de éstas. En caso de falta de dicho consentimiento, los depositarios centrales de valores dirigirán comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

El desarrollo de dichos preceptos en el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, en el que describe la actividad a realizar según el art. artículo 73.2 del RD 878/2015, se halla en el art. 43 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas<sup>1012</sup>. Deja para el Manual de

Cont. \_\_\_\_\_

*b) Instar a las entidades participantes a corregir cualquier incidencia de funcionamiento, inexactitud e incumplimientos detectados en sus funciones de seguimiento y control, sin perjuicio del deber de las propias entidades participantes de corregir por iniciativa propia dichas incidencias, inexactitudes e incumplimientos.*

*c) Poner en inmediato conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores los hechos y actuaciones de que tenga conocimiento en el ejercicio de las funciones que le son propias y que puedan entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la regulación del Mercado de Valores.*

*d) Prestar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuanta asistencia solicite en sus funciones de supervisión, inspección y sanción. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir a los depositarios centrales de valores cuanta información sea precisa para evaluar el cumplimiento de sus obligaciones de seguimiento y control así como establecer normas para el desarrollo de dicha actividad.*

*2. Los depositarios centrales de valores concretarán en su reglamento interno y en el manual de procedimientos de seguimiento y control al que se refiere el artículo 73.3, los supuestos y la forma mediante la que desarrollarán los poderes atribuidos en las letras a) y b) del apartado anterior.*

*3. Los depositarios centrales de valores determinarán, de conformidad con su reglamentación interna, las medidas necesarias que deberán adoptarse en caso de que se produzca algún incumplimiento por las entidades participantes, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa en la que dichas entidades pudieran incurrir. Entre otras, estas medidas podrán consistir en la imposición a las entidades de especiales deberes de información y vigilancia, la suspensión total o parcial de la actividad o la exclusión de la actividad.*

*4. Cuando los incumplimientos y medidas correctoras a que se refiere el apartado anterior puedan afectar a la ordenación de los procesos de liquidación o del sistema de llevanza del registro contable de los valores, los depositarios centrales de valores deberán comunicárselas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores inmediatamente. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estime que dichas medidas infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de las actividades de liquidación y registro en los mercados de valores.*

*5. Los depositarios centrales de valores prestarán asimismo cuanta colaboración le sea solicitada por las sociedades rectoras de aquellos mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación a los que presten servicios, en particular, en lo relativo a las funciones de recepción y difusión de información establecidas en la normativa para las sociedades rectoras.*

<sup>1012</sup> Artículo 43. Régimen de seguimiento y control.

*1. La Sociedad de Sistemas ejercerá sus funciones de seguimiento sobre la actividad de registro y liquidación de las entidades participantes en sus sistemas, comprobando la información disponible sobre la llevanza de los registros contables y evaluando la corrección y eficiencia de los procesos de liquidación.*

*2. La Sociedad de Sistemas deberá:*

*a) Comprobar la correcta llevanza del registro, en sus dos escalones, para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes.*

*b) Controlar y promover la eficiencia y corrección de los procesos de liquidación, comprobando la efectiva liquidación de todas las operaciones, especialmente de las que, como consecuencia de la compensación, son liquidadas mediante apuntes practicados en los Registros de Detalle que mantienen las entidades participantes.*

*c) Identificar, controlar, gestionar y mitigar los riesgos que las entidades participantes con mayores o más complejos niveles de actuación en los sistemas de liquidación de valores que gestiona la Sociedad de Sistemas, las entidades que presten servicios a las entidades participantes en la Sociedad de Sistemas, los*

Procedimientos<sup>1013</sup> los criterios, frecuencia, modo de ejecutar los arqueos, etc. que, según el art. 73. 3 del RD 878/2015, es “de obligado cumplimiento para sus entidades participantes, en el que establecerán los criterios objetivos que orientarán su labor de seguimiento y control”.

Cont. \_\_\_\_\_

*Depositarios Centrales de Valores y los mercados secundarios oficiales, sistemas multilaterales de negociación y entidades de contrapartida central pueden suponer para su funcionamiento. La Sociedad de Sistemas facilitará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España información sobre todo riesgo de este tipo que se detecte, todo ello de acuerdo con lo estipulado en el artículo 45.6 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores.*

*d) Requerir a las entidades participantes cuanta información considere necesaria para el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control e inspeccionar directamente, en los locales de las propias entidades y con su consentimiento, las actividades de éstas.*

*e) Instar a las entidades participantes a corregir cualquier incidencia de funcionamiento, inexactitud e incumplimientos detectados en sus funciones de seguimiento y control, sin perjuicio del deber de las propias entidades participantes de corregir por iniciativa propia dichas incidencias, inexactitudes e incumplimientos.*

*3. La Sociedad de Sistemas establecerá y revisará periódicamente los criterios objetivos que orientarán su labor de seguimiento. Mediante Circular, aprobará un Manual de Procedimientos de seguimiento y control que será de obligado cumplimiento para las entidades participantes.*

*4. Cuando en el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control, la Sociedad de Sistemas tuviera conocimiento de hechos o actuaciones que pudieran entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la llevanza del registro contable y la liquidación de operaciones, pondrá esta circunstancia en inmediato conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

*5. Adicionalmente, la Sociedad de Sistemas diseñará y establecerá procedimientos específicos para controlar otros posibles riesgos relacionados con su función de seguimiento y control. Estos procedimientos tendrán como finalidad:*

*a) Mantener un marco eficiente de la gestión de riesgos derivados de la gestión de los sistemas de liquidación; y,*

*b) Establecer pautas o ratios específicos que tengan en consideración, entre otros aspectos, los niveles mínimos de servicio, las expectativas de gestión de riesgos y las prioridades de negocio.*

<sup>1013</sup> Dicho Manual fue aprobado mediante la Circular nº 08/2017, de 4 de septiembre, pero no es de acceso público, sólo está disponible para las entidades en el área privada de la página web de IBERCLEAR. En el Anexo 1 al contrato de adhesión de las participantes con la Sociedad de Sistemas, en su apartado 3 dice: “PROCEDIMIENTOS DE CONTROL Las entidades participantes en el Sistema deberán estar en disposición de enviar a requerimiento de IBERCLEAR, y a efectos de arqueo, la información correspondiente a los saldos en sus archivos, de acuerdo con los procedimientos y formatos que se establecen en el Manual de Procedimientos de Seguimiento y Control”. En el Anexo 2 al Contrato de Adhesión, apartado 6, las entidades participantes manifiestan: “Que conoce, acepta y se obliga a cumplir estrictamente el Manual de Procedimientos de Seguimiento y Control de IBERCLEAR y todos aquellos procesos de evaluación que apruebe IBERCLEAR y a estar a las decisiones y acuerdos que adopte IBERCLEAR en aplicación del citado Manual y procesos de evaluación”.

#### 4.2. Acciones a realizar por la Sociedad de Sistemas.

El RD 878/2015, contempla dos clases de incumplimientos de las participantes en los arts. 73 y 74: a) los que se refieren a la correcta llevanza del registro contable, en cuyo caso puede instar y requerir la corrección de los incumplimientos detectados<sup>1014</sup>; y b) los que se refieren a hechos “que puedan entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la regulación del Mercado de Valores”, en cuyo caso deben informar a la CNMV de los incumplimientos. Aunque la Sociedad de Sistemas advierta la existencia de incumplimientos de las entidades participantes, no tiene potestad sancionadora<sup>1015</sup>, debe comunicar los hechos a la CNMV, esa función queda reservada para la CNMV según el art. 74.1 y 4 del RD 878/2015, cuyo régimen de sanciones no se haya en el Real Decreto, sino en la LMV, en el Capítulo IV, arts. 271 y ss. Pero, de conformidad con el art. 74.3 y 4 del RD 878/2015, la Sociedad de Sistemas puede determinar las medidas necesarias en caso de afectar a la llevanza del registro contable<sup>1016</sup>.

---

<sup>1014</sup> Según el tipo de incumplimiento detectado en las cuentas de valores que llevan las entidades participantes, puede suponer la activación de los mecanismos previstos en el art. 7 del *Reglamento 909/2014*, como la recompra o indemnización y, en su caso, las penalizaciones previstas.

<sup>1015</sup> A diferencia de los Reglamentos europeos, la legislación española reserva la denominación de sanción a aquellas de carácter administrativo, véase la distinción que hace SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 1050, entre “penalizaciones” y “sanciones” al hilo de la interpretación del art. 7 del Reglamento UE 909/2014. ALONSO SOTO, Ricardo: *Las funciones de seguimiento y control llevadas a cabo por las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores*. En La reforma del sistema de poscontratación en España (citado). Pág. 1009. Cabe mencionar que el art. 7.9 del Reglamento UE 909/2014, dispone la posibilidad de “suspender” a la entidad incumplidora: “Los DCV, las ECC y los centros de negociación establecerán procedimientos que les permitan suspender, en consulta con sus respectivas autoridades competentes, a cualquier participante que reiterada y sistemáticamente no entregue los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 5, apartado 1, en la fecha teórica de liquidación...”. Pero esta suspensión, si bien puede considerarse como sanción, también entraría en las causas de resolución del art. 1124 C.c.

<sup>1016</sup> Art. 74 RD 878/2015: “3. Los depositarios centrales de valores determinarán, de conformidad con su reglamentación interna, las medidas necesarias que deberán adoptarse en caso de que se produzca algún incumplimiento por las entidades participantes, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa en la que dichas entidades pudieran incurrir. Entre otras, estas medidas podrán consistir en la imposición a las entidades de especiales deberes de información y vigilancia, la suspensión total o parcial de la actividad o la exclusión de la actividad. 4. Cuando los incumplimientos y medidas correctoras a que se refiere el apartado anterior puedan afectar a la ordenación de los procesos de liquidación o del sistema de llevanza del registro

La Sociedad de Sistemas no tiene una verdadera potestad para obligar a las participantes a realizar los ajustes y rectificaciones oportunos, pues el art. 74.1b) del RD 878/2015, sólo faculta para *“instar a las entidades participantes a corregir cualquier incidencia de funcionamiento, inexactitud e incumplimientos detectados en sus funciones de seguimiento y control...”* que hayan podido detectar mediante los arqueos periódicos y complementarios previstos en el art. 73.1.a) del RD 878/2015. Para el caso de que las participantes incumplan los requerimientos de rectificación de la Sociedad de Sistemas, las normas vistas imponen la obligación a la Sociedad de Sistemas de *“comunicarlas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores inmediatamente”*. Aplicará para ello lo previsto en el art. 43 del *Reglamento de la Sociedad de Sistemas y en su Manual de Procedimientos de seguimiento y control*<sup>1017</sup>.

Debe sumarse a lo dicho, el art. 74.3 del RD 878/2015, cuando dispone que *“Los depositarios centrales de valores determinarán, de conformidad con su reglamentación interna, las medidas necesarias que deberán adoptarse en caso de que se produzca algún incumplimiento por las entidades participantes, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa en la que dichas entidades pudieran incurrir. Entre otras, estas medidas podrán consistir en la imposición a las entidades de especiales deberes de información y vigilancia, la suspensión total o parcial de la actividad o la exclusión de la actividad”*.

Este artículo ha de integrarse con la dicción del art. 7.9 del *Reglamento UE 909/2014*, que dispone:

*“Los DCV, las ECC y los centros de negociación establecerán procedimientos que les permitan suspender, en consulta con sus respectivas autoridades competentes, a cualquier participante que reiterada y sistemáticamente no*

Cont. \_\_\_\_\_

*contable de los valores, los depositarios centrales de valores deberán comunicarlas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores inmediatamente. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estime que dichas medidas infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de las actividades de liquidación y registro en los mercados de valores”*.

<sup>1017</sup> Véase la Circular nº 9/2017, de 4 de septiembre, sobre *Aprobación del Manual del Sistema de Información* y el uso de la interfaz de post contratación, denominado PTI por su acrónimo en inglés (Post Trade Information).

*entregue los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 5, apartado 1, en la fecha teórica de liquidación, y hacer pública su identidad, a condición de haber dado previamente a ese participante la oportunidad de presentar sus observaciones y de haber informado debidamente a las autoridades competentes de los DCV, de las ECC, los centros de negociación y ese participante. Además de consultarlas antes de toda suspensión, los DCV, las ECC y los centros de negociación notificarán sin demora a sus respectivas autoridades competentes la suspensión de un participante. La autoridad competente informará de inmediato a las autoridades relevantes de la suspensión del participante”.*

De acuerdo con ambos preceptos, la Sociedad de Sistemas no podrá acordar por sí sola la suspensión de un participante incumplidor, debe notificar a la CNMV las circunstancias que concurren y la decisión corresponderá a la autoridad supervisora, respetando el procedimiento al que alude el Reglamento europeo. Es decir, el deber de la Sociedad de Sistemas se limita a requerir la realización de correcciones y a informar a la CNMV de las medidas que solicita sean impuestas, los *“especiales deberes de información y vigilancia, la suspensión total o parcial de la actividad o la exclusión de la actividad”*, de conformidad con el apartado 3 del art. 74 del RD 878/2015.

Todo lo descrito hasta el momento se refiere a actividades que debe desplegar la Sociedad de Sistemas, es sobre esta actividad, y las múltiples obligaciones que asume, por las que debe examinarse cuál sea la responsabilidad que le alcanza.

## 5. Responsabilidad por la labor de control y supervisión.

Entiende RECALDE CASTELLS<sup>1018</sup> que:

*“las entidades encargadas de la gestión de las cuentas y el DCV responden por los daños causados por dolo o culpa. Esta situación subjetiva debe concurrir en cada una de ellas. La responsabilidad se extiende a los daños imputables al DCV por la falta de diligencia en sus obligaciones de seguimiento y control del sistema (art. 28.2 RD 878/2015).*

*El DCV no responde de los fallos que son exclusivamente imputables al titular de los valores, ni cuando éstos se identifican sólo en la esfera de la entidad participante. Pero sí parece desprenderse de la ley que la carga de la prueba de que la culpa sólo se debe atribuir a la entidad participante recae sobre el DCV. A tal conclusión lleva la norma que obliga al DCV a ofrecer al perjudicado la información de que dispone sobre la actuación de la entidad participante (art. 28.3 RD 878/2015). Esta obligación actúa de contrapeso a su liberación por los daños causados por otras entidades. En caso de concurrencia de culpas el DCV y la entidad participante responderán solidariamente.*

*Si no se pudiera identificar al causante del fallo, entendimos que responderían solidariamente la Sociedad de Sistemas (DCV) y las entidades participantes. Pero en la ley no hay argumentos para llegar a esta conclusión.*

*“El DCV no responde si los fallos se deben a fuerza mayor o a caso fortuito (p. ej. errores de funcionamiento derivados de un virus o ataque informático)”<sup>1019</sup>. El*

---

<sup>1018</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés: *Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación*, (citado), en pág. 795. Aunque en su texto alude a la falta de responsabilidad por errores de funcionamiento derivados de un virus o ataque informático, lo cierto es que resultará problemático que pueda librarse de responsabilidad por dicho motivo pues, el art. 53.3.c) del *Reglamento Delegado UE 392/2017* establece que los DCV deben establecer registros que garanticen el cumplimiento de “que se hayan establecido medidas para impedir la alteración no autorizada de los registros”.

<sup>1019</sup> Dadas las obligaciones que el *Reglamento Delegado UE 392/2017* imponen a los DCV, según los arts. 32.1 y 70, sobre todo el apartado 9 de este último artículo: “El marco de gestión de los riesgos operativos de los DCV incluirá un marco global de seguridad física y seguridad de la información para gestionar los riesgos que representen para los DCV los ataques, incluidos los ciberataques, las intrusiones y las catástrofes naturales. Ese marco global permitirá a los DCV proteger la información de que dispongan

*DCV y las entidades participantes no están obligadas a demostrar el evento exoneratorio. Les basta la prueba de que actuaron con la diligencia que se les exige en la llevanza de las cuentas y, en el caso del DCV, en la vigilancia y control de las entidades participantes. Esta solución, sin embargo, no es fácilmente compatible con la confianza en el funcionamiento del sistema”.*

Sobre la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por daños a las participantes o a terceros, el TRLMV se refiere a ello incidentalmente al sancionar administrativamente por infracción muy grave cuando se producen daños patrimoniales a una pluralidad de inversores<sup>1020</sup> en el art. 281.4 LMV<sup>1021</sup>. También son sancionables los incumplimientos del *Reglamento UE 9909/2014*, conforme a lo previsto en el art. 288.1.f): *“El incumplimiento de los requisitos que deben reunir los servicios que presta, contenidos en los artículos 37 a 41, cuando con ello se ponga en grave riesgo la integridad del sistema de liquidación o registro, o se perjudiquen gravemente los intereses de los participantes o de los titulares de valores, o se pongan en grave riesgo los valores de los participantes o de sus clientes”*<sup>1022</sup>. Si se trata de un daño ocasional o aislado, o si se trata de *“El incumplimiento por parte de los depositarios centrales de valores de las obligaciones establecidas en los artículos 114 a 116 cuando no constituya infracción muy grave*, el art. 294.5 LMV lo considera infracción grave.

Cont. \_\_\_\_\_

*contra el acceso o divulgación no autorizados, garantizar la exactitud e integridad de los datos y mantener la disponibilidad de los servicios prestados por los DCV.*

<sup>1020</sup> En el mismo sentido: FLORES SEGURA, Marta: *La interfaz de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), en pág. 996. La autora considera que, de la dicción del precepto se desprende que no parece suficiente que el daño sea potencial, sino que debe haberse materializado.

<sup>1021</sup> Art. 281.4 LMV: *“El incumplimiento por los depositarios centrales de valores y por las entidades participantes en los sistemas de registro, de las normas sobre registro de valores del título I, capítulo II y del título IV, capítulo I, cuando se produzca un daño patrimonial a una pluralidad de inversores”*. Ciertamente que el mismo art. en su apartado 3, se refiere al incumplimiento del art. 115 de la LMV, que se refiere a las *Obligaciones del depositario central de valores en relación con el sistema de información*, pero no alude a los posibles daños, mientras que el apartado 4 sí lo hace.

<sup>1022</sup> La LMV también considera sancionable como falta grave, el incumplimiento de las obligaciones derivadas del sistema de información en el art. 294, *cuando no constituya infracción muy grave*.

En definitiva, lo que sugieren los artículos examinados de la LMV es que la posibilidad de causar daños patrimoniales existe y pueden ser imputables a la Sociedad de Sistemas como DCV. Al respecto, deben traerse a este lugar las consideraciones y jurisprudencia citada cuando se ha hablado de la supervisión de la CNMV, en §6.2.2.1. en la medida que se trata de un supuesto similar, es trasladable a la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por la labor de supervisión encomendada sobre las entidades participantes y sobre el sistema de registro.

Debe añadirse que la Sociedad de Sistemas tiene en sus manos la facultad de diseñar el modo de supervisión y la frecuencia de su aplicación. No sólo es una facultad, sino también una obligación, tal como se desprende del *Capítulo X, SECCIÓN 2, Métodos para someter a prueba, afrontar y minimizar los riesgos operativos*, debiendo citar expresamente dos obligaciones concretas que redundan sobre la labor de supervisión que debe implementar y desarrollar la Sociedad de Sistemas.

En el artículo 71.4.C) del *Reglamento Delegado UE 392/2017*, si se detectan incidentes habla de la obligación de contar con *“con procedimientos globales y adecuadamente documentados para registrar, controlar y resolver todos los incidentes operativos, en particular: .../... “una revisión posterior al incidente tras cualquier perturbación significativa de las actividades del DCV, a fin de determinar las causas y las mejoras necesarias en las operaciones o la política de continuidad de negocio y el plan de recuperación en caso de catástrofe, inclusive en las políticas y planes de los usuarios del DCV; el resultado de dicha revisión se comunicará sin demora a la autoridad competente y a las autoridades relevantes.*

Las obligaciones son exhaustivas, se trata de una actividad que debe realizarse con diligencia<sup>1023</sup> y medios adecuados, que, conforme al resumen de las facultades y

---

<sup>1023</sup> SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: *Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación*. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores (citado), pág. 1060. Sostiene que, dentro de las infracciones del art. 282 LLMV, los DCV pueden ser sancionados por las conductas *“que supongan incumplimiento de las medidas de organización interna y de las exigencias prudenciales debidas (art. 281)”*. De hecho, puede ser sancionada por las infracciones que contempla el art. 281, apartados 3 a 6, tanto las referentes a incumplimiento de normas, tanto si afectan a la llevanza de los registros o al de información. También ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: *Aproximación*

poderes descritos, debe ejecutar dentro de los plazos y con los medios que se detallan en el *Manual de procedimientos de seguimiento y control de la Sociedad de Sistemas*.

Estas atribuciones constituyen una obligación de medios. A diferencia de la anotación registral y de la conciliación diaria, aquí se trata de una labor de comprobación adicional sobre la corrección de la anotación de saldos y titularidades, no busca el resultado exacto, sino comprobar que los medios y conductas de las participantes se ajustan a la legislación y su finalidad, también que el resultado de la actividad de las supervisadas es el esperado.

Tratándose de una obligación de medios, la Sociedad de Sistemas está obligada a implementar su Manual de procedimientos para ajustarlo a las necesidades que vayan surgiendo, por ello, el último párrafo del art. 73 del RD 878/2015, ordena que: *“Este manual de procedimientos de seguimiento y control será objeto de revisión cuando sea necesario, y al menos una vez al año. Dichas revisiones serán comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que, adicionalmente, se informará anualmente, de las cuestiones relevantes que se hayan suscitados como consecuencia de su aplicación”*. El Real Decreto impone una obligación de revisar la adecuación de los procedimientos de seguimiento y control cuya finalidad es mantenerlo permanentemente ajustado y adecuado a las circunstancias detectadas y las que previsiblemente puedan surgir.

Como tal obligación de medios, aquí cobra importancia la diligencia desplegada por la Sociedad de Sistemas, siendo válido lo dicho con anterioridad sobre la diligencia exigible que debe desplegar en el ejercicio de sus atribuciones de control. La Sociedad de Sistemas adquiere una cualidad de garante del sistema de registro, debiendo obrar con extrema diligencia pues diseña los medios para controlar la información que se introduce y distribuye, debiendo evitar los riesgos propios y los de las entidades

Cont. \_\_\_\_\_

*a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión (citado), pág. 7, dice al respecto: “A su vez la STS 400/2015, de 9 de julio (ponente: Rafael Sarazá) también integra criterios técnicos propios de los supervisores financieros a la hora de enjuiciar el cumplimiento de los estándares de diligencia exigibles a un gestor discrecional de carteras que había adquirido para una sociedad de inversión participaciones en un fondo afectado por el fraude Madoff. Según esta sentencia, la «diligencia de la gestora no puede medirse por el resultado de la inversión sino por la observancia de los parámetros profesionales exigibles».*

participantes, así como facilitar la exacta anotación, sin perjuicio de las responsabilidades de las entidades participantes. Debe recordarse que el art. 114.1 TRLMV, establece como finalidad del sistema de información el control y la supervisión, al decir: *“que permita supervisar la correcta llevanza del registro de valores, tanto a nivel de registro central como de registros de detalle”*, que según el mismo artículo, en su apartado 3.a) debe: *“Garantizar la trazabilidad de las transacciones realizadas sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores desde la contratación hasta su anotación en el registro de valores y viceversa, así como conocer el estado de las mismas”*. El sistema de información deviene un instrumento o medio para la supervisión que debe ser diligentemente regulado y aplicado.

Tratándose de una obligación de medios, es significativa la STS 195/1996, de 11 de marzo de 1996 (ECLI: ES:TS:1996:1513), sobre las que ha tenido que pronunciarse en abundantes ocasiones en las negligencias médicas, y en las que pueden observarse los criterios para establecer la responsabilidad en las obligaciones de medios, en esta en concreto declara:

*“La obligación contractual o extracontractual del médico, más en general del profesional sanitario, no es la de obtener en todo caso la recuperación del enfermo, o lo que es igual, no es la suya una obligación de resultado, sino una obligación de medios; es decir, está obligado, no a curar al enfermo sino a proporcionarle todos los cuidados que requiere según el estado de la Ciencia; además, en la conducta de los profesionales sanitarios queda, en general, descartada toda clase de responsabilidad más o menos objetiva, sin que opere la inversión de la carga de la prueba, admitida por esta Sala en daños de otro origen estando por tanto a cargo del paciente la prueba de la relación o nexo de causalidad y la de la culpa, ya que a la relación material o física ha de sumarse el reproche culpabilístico -SS. 13-7-87, 12-7-88 y 7-2-90-, que puede manifestarse a través de una negligencia omisiva de la aplicación de un medio -STS 7-6-88-, o más generalmente de una acción culposa -STS 22-6-88-, y así ha estimado en aquellos casos en que se logró establecer un nexo causal entre el acto tachado de culpable o negligente o la omisión de los cuidados indicados, y el resultado dañoso, previsible y evitable -SS. 7-2-73; 28-12-79; 28-3-83 y 12-2-90-; cuando, por el contrario, no es*

*posible establecer la relación de causalidad culposa, no hay responsabilidad sanitaria -SS. 26-5-86; 13-7-87, 12-2-88 y 7-2-90-»; y la STS de 6-7-1990 que afirmaba: «La doctrina de esta Sala aclaratoria de que la relación médico-enfermo genera obligaciones de medios y no de resultados, pues que no garantiza la curación y si el empleo de las técnicas adecuadas (SS. 26-5-86, 7 y 12-2-1990), ya que mayor responsabilidad se genera aún al no aplicar medio alguno».*

Respecto de la obligación de diligencia, incluso cuando la misma no forma parte de un deber expresamente contemplado legal o contractualmente, puede observarse por ejemplo la STS 754/2014, de 30 de diciembre (ECLI:ES:TS:2014:5531) en la que literalmente dice:

*“No cabe descartar que el incumplimiento grave de aquellos deberes y obligaciones contractuales de información al cliente y de diligencia y lealtad respecto del asesoramiento financiero pueda constituir el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por los clientes como consecuencia de la pérdida, prácticamente total, de valor de las participaciones preferentes, aunque lógicamente es preciso justificar en qué consiste la relación de causalidad.*

*En este sentido nos pronunciamos en la Sentencia 244/2013, de 18 de abril, en un supuesto muy similar al presente, en que entendimos que el incumplimiento por el banco del «estándar de diligencia, buena fe e información completa, clara y precisa que le era exigible al proponer a los demandantes la adquisición de determinados valores que resultaron ser valores complejos y de alto riesgo (así los define la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y así se acepta en la sentencia de la Audiencia Provincial) sin explicarles que los mismos no eran coherentes con el perfil de riesgo muy bajo que habían seleccionado al concertar el contrato de gestión discrecional de carteras de inversión. Este incumplimiento grave de los deberes exigibles al profesional que opera en el mercado de valores en su relación con clientes potenciales o actuales constituye el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por tales clientes como consecuencia de la pérdida casi absoluta de valor de las participaciones preferentes de Lehman Brothers adquiridas».*

La STS 589/2000 de 8 junio, se pronuncia sobre un caso de contrato de prestación de servicios, aludiendo a que se trata de una actividad o medios:

*“Es un tipo más de la responsabilidad profesional, derivada de contrato de prestación de servicios tal como destacan las sentencias de esta Sala de 28 de enero de 1998 y 25 de marzo de 1998 , que da lugar a obligaciones del Abogado, que según destaca la sentencia de 28 de diciembre de 1996 su obligación esencial de llevar la dirección técnica de un proceso es obligación de actividad o medios, no de resultado, pues no se obliga a que tenga éxito la acción ejercitada sino a ejercitar ésta de una forma correcta”.*

También pueden verse las STS 467/2015, de 21 de julio de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:3228)<sup>1024</sup>, STS 5/2019, de 9 de enero de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:13), sobre el comportamiento esperado<sup>1025</sup> de las entidades. STS 514/2018, de 20 de septiembre de 2018, (ECLI: ES:TS:2018:3242).

Siguiendo con la labor de supervisión y control, y la diligencia que observar la Sociedad de Sistemas, y por razón del vínculo que la une con las entidades participantes, puede observarse la dicción de la STS 600 de TS, Sala 1ª, de lo Civil, 14 de octubre de 2013 (ECLI: ES:TS:2013:4921)<sup>1026</sup>, en un caso de existencia de responsabilidad civil

---

<sup>1024</sup> STS 467/2015, de 21 de julio de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:3228). Fundamento Jurídico 11: *“Resumidamente, tales empresas debían actuar en el ejercicio de sus actividades con imparcialidad y buena fe, sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de éstos y del buen funcionamiento del mercado, realizando sus operaciones con cuidado y diligencia, según las estrictas instrucciones de sus clientes, solicitando de sus clientes información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión”.*

<sup>1025</sup> Dice esta sentencia STS 5/2019, de 9 de enero de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:13), en su Fundamento Jurídico Segundo: *“Respecto a la aplicación de la regla rebus sic stantibus a los contratos con incertidumbre sobre sus resultados económicos, la sentencia 626/2013, de 29 de octubre, declaró que: “para que sea aplicable esa técnica de resolución o revisión del contrato se exige, entre otras condiciones, como señaló la sentencia de 23 de abril de 1991, que la alteración de las circunstancias resulte imprevisible, lo que no acontece cuando la incertidumbre constituye la base determinante de la regulación contractual”. Es decir, la regla rebus no puede operar en contratos cuyo ámbito de aplicación propio está constituido por los supuestos en los que no resulta del contrato la asignación del riesgo a una de las partes o una distribución del riesgo de una determinada manera”.*

<sup>1026</sup> *“La responsabilidad civil profesional del abogado - STS 14 de julio 2010 - exige la concurrencia de los siguientes requisitos:*

profesional, si bien referida a las obligaciones del abogado, reproduciendo los criterios sobre incumplimiento, existencia del daño y la relación de causalidad. Se trae a colación, en cuanto afecta a la diligencia en el deber de prever los riesgos, que es una obligación de medios.

En definitiva, en las obligaciones de medios la responsabilidad nace cuando se falta a la diligencia exigible, que implica contar con los medios adecuados, en este caso los previstos en las Leyes y reglamentos que son exigentes y exhaustivos, deber de

Cont. \_\_\_\_\_

*(i) El incumplimiento de sus deberes profesionales. En el caso de la defensa judicial estos deberes se ciñen al respeto de la lex artis (reglas del oficio), esto es, de las reglas técnicas de la abogacía comúnmente admitidas y adaptadas a las particulares circunstancias del caso. .../...*

*(ii) La prueba del incumplimiento. La jurisprudencia ha establecido que, tratándose de una responsabilidad subjetiva de carácter contractual, la carga de la prueba de la falta de diligencia en la prestación profesional, del nexo de causalidad con el daño producido, y de la existencia y del alcance de este corresponde a la parte que demanda la indemnización por incumplimiento contractual (SSTS de 14 de julio de 2005, RC núm. 971/1999, 21 de junio de 2007, RC núm. 4486/200).*

*(iii) La existencia de un daño efectivo consistente en la disminución cierta de las posibilidades de defensa. Cuando el daño por el que se exige responsabilidad civil consiste en la frustración de una acción judicial, el carácter instrumental que tiene el derecho a la tutela judicial efectiva determina que, en un contexto valorativo, el daño deba calificarse como patrimonial si el objeto de la acción frustrada tiene como finalidad la obtención de una ventaja de contenido económico, cosa que implica, para valorar la procedencia de la acción de responsabilidad, el deber de urdir un cálculo prospectivo de oportunidades de buen éxito de la acción frustrada (pues puede concurrir un daño patrimonial incierto por pérdida de oportunidades: SSTS de 26 de enero de 1999, 8 de febrero de 2000, 8 de abril de 2003 y 30 de mayo de 2006). El daño por pérdida de oportunidades es hipotético y no puede dar lugar a indemnización cuando no hay una razonable certidumbre de la probabilidad del resultado. La responsabilidad por pérdida de oportunidades exige demostrar que el perjudicado se encontraba en una situación fáctica o jurídica idónea para realizarlas (STS de 27 de julio de 2006). Debe apreciarse, en suma, una disminución notable y cierta de las posibilidades de defensa de la parte suficiente para ser configurada como un daño que debe ser resarcido en el marco de la responsabilidad contractual que consagra el artículo 1101 CC.*

*(iv) Existencia del nexo de causalidad, valorado con criterios jurídicos de imputación objetiva. El nexo de causalidad debe existir entre el incumplimiento de los deberes profesionales y el daño producido, y solo se da si este último es imputable objetivamente, con arreglo a los principios que pueden extraerse del ordenamiento jurídico, al abogado. El juicio de imputabilidad en que se funda la responsabilidad del abogado exige tener en cuenta que el deber de defensa no implica una obligación de resultado, sino una obligación de medios, en el sentido de que no comporta, como regla general, la obligación de lograr una estimación o una resolución favorable a las pretensiones deducidas o a la oposición formulada contra las esgrimidas por la parte contraria, pues esta dependerá, entre otros factores, de haberse logrado la convicción del juzgador (SSTS de 14 de julio de 2005, 14 de diciembre de 2005, 30 de marzo de 2006, 30 de marzo de 2006, RC núm. 2001/1999, 26 de febrero de 2007, RC núm. 715/2000, entre otras). La propia naturaleza del debate jurídico que constituye la esencia del proceso excluye que pueda apreciarse la existencia de una relación causal, en su vertiente jurídica de imputabilidad objetiva, entre la conducta del abogado y el resultado dañoso, en aquellos supuestos en los cuales la producción del resultado desfavorable para las pretensiones del presunto dañado por la negligencia de su abogado debe entenderse como razonablemente aceptable en el marco del debate jurídico procesal y no atribuible directamente, aun cuando no pueda afirmarse con absoluta seguridad, a una omisión objetiva y cierta imputable a quien ejerce profesionalmente la defensa o representación de la parte que no ha tenido buen éxito en sus pretensiones (STS de 30 de noviembre de 2005).*

actuar conforme a los mismos, deber de revisar sus propios procedimientos con el fin de mantenerlos actualizados y adaptados a las circunstancias actuales y las previsibles futuras.



## VII. CONCLUSIONES.

1. La expansión de la economía financiera, europea y mundial, el creciente número de empresas cotizadas en los mercados y la popularización de las inversiones en bolsa, junto con la crisis económica de los últimos años, propiciaron la intervención de las autoridades públicas en los mercados de valores, a la par que se producía la especialización de algunas de las funciones, anteriormente unidas a la negociación, como la compensación y liquidación, segregando esas funciones y atribuyéndolas a entidades técnicas como las Entidades de Contrapartida Central y los Depositarios Centrales de Valores (DCV en adelante).
2. Los antecedentes históricos explican la evolución de los mercados y de los DCV, sirviendo de punto de comparación entre las soluciones adoptadas antaño y las actuales. A finales del siglo XIX, los depositarios respondían a los problemas que iban surgiendo en los títulos valores, inmovilizando los títulos, estableciendo sistemas de registro y naciendo los iniciales depositarios. Los primeros que se pueden considerar como depositarios centrales en Europa surgen en el último cuarto del siglo XIX, aunque no sería hasta la segunda mitad del siglo XX cuando se crearían los DCV con estructuras y funciones semejantes a las actuales.

Los mercados españoles no fueron ajenos a dicha evolución, siendo el antecedente más cercano el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), creado por la Ley del Mercado de Valores de 1988, que no vio la luz hasta la promulgación del Real Decreto 116/1992. El SCLV coexistió con la Central de Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado (CADE), operado por el Banco de España, correspondiendo al SCLV la llevanza de las cuentas de valores de los mercados de renta variable, hasta la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, que dispuso la creación de la Sociedad de Sistemas en la que se integrarían SCLV y CADE.

3. En la Unión Europea, la búsqueda de un mercado único se hallaba dificultada por la fragmentación en mercados nacionales, con escasa competencia entre ellos debido a sistemas y legislaciones diversas. Los efectos de la última crisis favorecieron el desglose en distintas fases de la actividad bursátil, separando negociación, compensación y liquidación, favoreciendo la imposición del modelo de depositario centralizado. Ello llevó a la adopción de diversas Directivas y Reglamentos que regularon las diversas fases.

Respecto de los DCV se aprobó el *Reglamento UE 909/2014* y varios Reglamentos de desarrollo. Éstos obligan a los mercados de valores a contar con los DCV. Define a los DCV como, depositarios, supervisores y controladores de la integridad de las emisiones de valores. El Reglamento, al delimitar el ámbito de actuación de los DCV, les asigna como función principal la gestión de los sistemas de liquidación de valores.

En el modelo actual de los mercados de valores, están separadas las fases de contratación y “post contratación”, y esta última puede comprender diversas operaciones, como la compensación, liquidación y registro. La compensación está atribuida a las Entidades de Contrapartida Central (ECC) y la liquidación y registro a los DCV. El art. 1 del *Reglamento UE 909/2014* “*establece requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en la Unión, así como normas de organización y conducta de los depositarios centrales de valores (DCV) con vistas a promover una liquidación correcta, eficiente y segura*”. La adopción del Reglamento significó la obligación de registrar los valores negociables en un DCV, sin embargo, no unificó los modelos de tenencia y registro de valores, quedando su definición para la legislación nacional.

En los aspectos operativos, el *Reglamento UE 909/2014* se centra esencialmente en la liquidación, imponiendo en el art. 3, sobre los valores negociados en los mercados, que deben registrarse como anotaciones en cuenta en un DCV, y, según el art. 5, la liquidación y el consiguiente registro de las transacciones sobre

valores, debe realizarse a más tardar, en el segundo día hábil desde la contratación. Esta exigencia modificó el tradicional sistema español pasando de D+3, a D+2.

4. Respecto del sistema de registro, el Reglamento europeo no impone un modelo unificado, ni siquiera menciona un posible sistema de registro de valores en el art. 2 del *Reglamento UE 909/2014*, dedicado a las definiciones, ello pese a que en el art. 3 ordena que los valores negociados en mercados regulados deben registrarse en un DCV.

Corresponde a los DCV, según el Reglamento europeo 909/2014 la organización del sistema de anotación y registro, en aquello que la legislación europea y nacional no regulen expresamente, debiendo llevar en todo caso el registro central de las emisiones de valores negociados.

El Reglamento europeo establece unos mínimos sobre la organización de las cuentas, por lo que, cualquier sistema de registro gestionado por los DCV, debe ofrecer la posibilidad de llevar registros y cuentas que permitan, en todo momento y de forma inmediata, segregar en las cuentas del DCV los valores de un participante de aquellos de cualquier otro participante y de los propios activos del DCV y deben permitir a todo participante segregar los valores de cada uno de los clientes de este último, cuya cuenta será llevada directamente por el DCV cuando así lo solicite el participante (art. 38 *Reglamento UE 909/2014*).

La falta de unificación del sistema de registro, hace que queden para la legislación nacional cuestiones tan importantes como la legitimación de los titulares de los valores anotados, o los derechos, u obligaciones, sobre éstos. El *Reglamento UE 909/2014*, no ignora estas cuestiones, como se observa en el Considerando 43 al hablar del “*momento en que las transferencias de valores y efectivo, en un sistema de liquidación de valores, pasan a ser jurídicamente vinculantes y oponibles a terceros de conformidad, cuando corresponda, con las normas de la legislación nacional*”. Por ello, el *Reglamento UE 909/2014*, debido a esa variedad sistemas de

registro y de cuentas, impone que los DCV y sus participantes deben hacer públicos los niveles de protección que ofrece cada nivel de segregación de las diferentes cuentas.

El Reglamento señala, como uno de los principios que deben regir cualquier sistema de registro de valores, *la integridad de la emisión a cargo de los DCV*, estando prohibidos los descubiertos de valores, los saldos deudores o la creación de valores, así como usar los valores de sus clientes sin autorización expresa.

El Reglamento UE 909/2014 no contempla temas importantes como la unificación de los sistemas de registro de anotaciones en cuenta, o la responsabilidad por daños derivada de la actuación de estos DCV, y, aunque no las desconoce, estas cuestiones quedan para la legislación nacional.

5. En lo referente al mercado de valores español, la Sociedad de Sistemas, creada inicialmente por la *Ley 44/2002, de 22 de noviembre*, fue designada expresamente como DCV de los mercados de valores españoles en la *Disposición final sexta* del *Real Decreto Legislativo 4/2015*, absorbiendo al SCLV y al CADE.

Se trata de una sociedad especial y especializada, sus órganos deben cumplir con las exigencias de personal idóneo, capital y objeto social, que señalan el *Reglamento UE 909/2014* y el TRLMV, estando sometidos sus estatutos a supervisión por la CNMV. La Sociedad de Sistemas, como en su día el SCLV, se halla integrada dentro de los mercados de valores, como entidad técnica básica encargada de la llevanza del registro contable.

6. De entre los modelos de depositarios posibles, públicos o privados, de tenencia directa o indirecta, registro único o compartido, el modelo español, desde la adopción de la inicial Ley del Mercado de Valores de 1988, se decantó por un sistema de tenencia directa de doble escalón.

Se consideran sistemas de tenencia directa aquellos en los que el titular de los valores anotados en las cuentas (en nuestro sistema en las cuentas de detalle) es el verdadero titular y puede ejercer sus derechos frente al emisor y terceros. Algunos autores consideran que se trata de un sistema mixto por causa del doble escalón, pero se considera que se trata de un sistema de tenencia directa al establecer la LMV la unidad de registro, aunque llevado conjuntamente con las entidades participantes, y por el reconocimiento expreso de considerar como legítimos tenedores únicamente a quienes figuren inscritos en los registros de detalle. El sistema de registro español impone la estricta separación entre los valores propios de las entidades y los de terceros en cualquiera de los dos niveles.

7. La Sociedad de Sistemas, de conformidad con la normativa europea y nacional, respecto del registro contable, asume las funciones de:
  - Desarrollo de la normativa, dentro del artículo 101 de la LMV, ordenando el sistema de registro y las cuentas dentro del sistema de doble escalón, adoptando las medidas necesarias para ello, como el *Reglamento de la Sociedad de Sistemas* y las diferentes Circulares;
  - Gestión del Registro Central y sus diferentes cuentas: las propias de las entidades, las generales de terceros y las individuales de los que hayan solicitado este modo de llevanza a las entidades participantes;
  - Supervisión y control de todas las cuentas, garantizando la integridad de las emisiones, de modo que no existan descuadres ni se creen valores;
  - Establecimiento del sistema de información y control de los datos que se introducen en el sistema, de acuerdo con las normas europeas y nacionales, debiendo ser la información completa para facilitar la reconstrucción de las operaciones en caso de ser necesario.

8. Para el desarrollo de su actividad la Sociedad de Sistemas establece relaciones contractuales con las entidades emisoras, participantes y demás entidades del mercado de valores, mediante contratos de adhesión, de conformidad con los arts. 98.4 TRLMV y art. 68 RD 878/2015.

- Las reglas de acceso de las entidades emisoras a los servicios de la Sociedad de Sistemas han de ser equitativas y no discriminatorias. La Sociedad de Sistemas sólo puede negarse a prestar el servicio como depositario por causas tasadas y motivando la denegación.

- Los registros de detalle de los valores son llevados por las entidades participantes, con las cuales la Sociedad de Sistemas establece los correspondientes vínculos contractuales.

- No existe vínculo contractual entre los titulares de los valores y la Sociedad de Sistemas. El vínculo contractual se da entre los titulares de los valores y las entidades participantes que llevan las cuentas de detalle.

- Las cuentas segregadas llevadas directamente por la Sociedad de Sistemas lo son por encargo del cliente a la entidad participante y de ésta última a la Sociedad de Sistemas.

9. En cuanto a las características del sistema de registro contable diseñado en la LMV:

- Se trata de un *registro privado* llevado por entidades privadas, tanto si se trata de la Sociedad de Sistemas como si se trata de Empresas de Servicios de Inversión o Entidades participantes, pues adoptan la forma de sociedad anónima y no son administraciones públicas.

- Es un *Registro contable*, en el sentido de que las anotaciones están más próximas a los asientos contables de saldos, que al sistema de registro de bienes o de personas.

- La transmisión de valores entre los titulares supone siempre la baja de los valores en las cuentas de los transmitentes y el alta en las correlativas cuentas de los adquirentes, debiendo permanecer siempre inalterado el saldo global sumado de todas las cuentas.
- *Registro contable obligatorio* para las anotaciones en cuenta negociadas en los mercados de valores, con las excepciones que señala el TRLMV.
- Hay *unidad del registro contable* de los valores anotados en cuenta, cuya dirección recae sobre la Sociedad de Sistemas debiendo controlar las diferentes cuentas y entidades que anotan, y mantener la integridad de la emisión con independencia de a qué entidad participante corresponda anotar.
- El *objeto del registro contable* son las anotaciones en cuenta de valores negociables.
- A la Sociedad de Sistemas le corresponde llevar el registro central de las emisiones de valores que la designen como DCV, que comprende, entre otras obligaciones, la de controlar la integridad de las emisiones, comprobando que se corresponden exactamente los saldos anotados en las diferentes cuentas con los que constan en las cuentas de cada emisión en el DCV.
- Es un registro de *titularidades y saldos*, siendo los efectos de la anotación contable equiparables, por disposición expresa del art. 11 LMV, a la tradición de los títulos (art. 545, C. de Co.).

**10.** Los principios rectores del sistema de registro son:

- *Libertad de designación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable.* Tratándose de valores negociados en mercados secundarios oficiales o sistemas multilaterales de negociación, o que se pretenda negociar, la entidad encargada del registro contable será *el depositario central de valores*

*designado que ejercerá tal función junto con sus entidades participantes (art.8.3 LMV).*

- *Principio de integridad de la emisión*, por el que los saldos anotados deben coincidir en todo momento con el número total de los valores que forman la emisión, estando prohibidas la creación o reducción de valores. Cobra especial importancia en las transacciones de valores pues no puede haber variación entre la suma total de saldos de valores de las diferentes cuentas del doble escalón y el número de valores comprendidos en la emisión.
- *Legitimación registral*, por el cual quien aparezca como titular en el registro es el legitimado para el ejercicio de los derechos que se hallen anotados a su favor, con los efectos de irrevindicabilidad e inoponibilidad de excepciones;
- *Prioridad y tracto sucesivo*, según el cual *“una vez producida cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que sea incompatible con la anterior. Asimismo, la entidad encargada de la llevanza del registro contable practicará las inscripciones correspondientes conforme al orden de presentación”*;
- *Publicidad registral restringida*: pues sólo se concede información a instancia del titular para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, prevaleciendo lo anotado sobre lo certificado;

- 11.** En lo referente a la responsabilidad por la llevanza del registro contable, en el art. 7 de la redacción inicial de la Ley de Mercado de Valores de 1988, decía lo siguiente: *“La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros, darán lugar a la responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado, frente a quienes resulten perjudicados. Dicha responsabilidad, en la medida de lo posible, habrá de*

*hacerse efectiva en especie*". Contemplaba como causa de exoneración la "culpa exclusiva de los perjudicados". Ese modelo de responsabilidad seguía criterios próximos a la responsabilidad objetiva. No contemplaba la concurrencia de culpas, sólo cabía la exoneración de la responsabilidad por culpa exclusiva de la víctima.

12. Tras la reforma hecha por la Ley 11/2015, que se mantiene en el actual texto del *Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*, la redacción del art. 8.4. es la siguiente: *"Las entidades a las que se refiere este artículo responderán frente a quienes resulten perjudicados por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales. El resarcimiento de los daños causados, en la medida de lo posible, habrá de hacerse efectivo en especie"*.

El régimen de responsabilidad, previsto en dicho artículo, establece una regla de responsabilidad en la que elimina la causa de exoneración por culpa exclusiva del perjudicado de la redacción anterior. En la reforma, se introdujeron nuevas obligaciones, más las que derivan directamente de los Reglamentos europeos, por ello se examina cómo queda la responsabilidad de los DCV tras ello.

13. En cuanto a la nueva redacción del precepto, la norma sobre responsabilidad parece descomponerse en dos *supuestos* distintos, una regla específica de responsabilidad por la llevanza del registro contable y una cláusula de cierre residual.

Por un lado y como cláusula específica de responsabilidad, los encargados del registro son responsables por: *"la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas"* que afecta a la

práctica de las anotaciones contables; por otro lado, una cláusula de cierre del sistema de responsabilidad sobre el registro contable: *“y, en general, por el incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales”*. El precepto sobre responsabilidad afecta a cualquier encargado de llevar el registro contable (art. 8.4 TRLMV).

14. Pasando a examinar las características de la nueva redacción de la norma sobre responsabilidad deben distinguirse diferentes cuestiones.

El art. 101.3 TRLMV atribuye a los Estatutos sociales y al Reglamento interno de la Sociedad de Sistemas la condición de *“normas de ordenación y disciplina del mercado de valores”*. La atribución de la cualidad de *norma de ordenación y disciplina del mercado de valores* al Reglamento interno y a los Estatutos sociales ha sido criticada por ser de difícil encaje en el sistema de fuentes de las normas. Si se considera que debe encuadrarse dentro de las normas administrativas, su adopción por la Sociedad de Sistemas y su contenido serían recurribles por vía administrativa. Si se considera que su naturaleza es civil, su encuadramiento correspondería hacerlo dentro de las condiciones generales de la contratación, se integraría en las relaciones contractuales entre la Sociedad de Sistemas, participantes y entidades del mercado de valores con quienes establece relaciones contractuales. De hecho, expresamente se contempla, en los contratos de adhesión entre la Sociedad de Sistemas y demás entidades del mercado, la sujeción al Reglamento interno. La cuestión merece un tratamiento diferenciado que excede el propósito de este trabajo.

15. La facultad normativa de la Sociedad de Sistemas, al regular los procedimientos de las transacciones y de las anotaciones, debe conjugar la agilidad que demanda el mercado de valores con la seguridad jurídica que debe ofrecer el sistema de anotaciones y cuentas en el registro contable. No puede olvidarse que la Sociedad de Sistemas sirve a intereses privados, pero también *públicos* por la

generalización de las inversiones y la trascendencia económica de los mercados de valores en los que desarrollan su actividad los DCV, teniendo los intereses público-económicos importancia sistémica.

El ejercicio de la facultad normativa para ordenar el sistema de registro y su funcionamiento por la Sociedad de Sistemas *es una obligación de medios* encaminados a alcanzar los fines señalados en el TRLMV y los Reglamentos europeos.

Siendo una obligación de medios, entra en juego la *diligencia exigible* a la Sociedad de Sistemas por la elaboración de las normas. Dicha diligencia es la que corresponde a un profesional especializado, por tratarse de una Sociedad *especializada, creada ad hoc* para la ordenación y llevanza del sistema de registro contable.

La regulación nacional y europea, imponen como obligación el *deber de evaluar los riesgos* propios y ajenos, operativos, funcionales y legales, en el *Reglamento UE 909/2014*, arts. 42 a 45 y la LMV, y arts. 100.1 y 101.1, y dotar de seguridad jurídica al sistema de registro. En los DCV, la obligación de prever los riesgos no es un deber genérico de diligencia, sino una estricta obligación legal.

El Reglamento EU 909/2014 obliga a prever, entre otros, los riesgos legales, por lo que, en cumplimiento de los arts. 42 y 43 del Reglamento europeo, deben advertir sobre las dificultades de encuadramiento del Reglamento de la Sociedad de Sistemas dentro de las fuentes normativas españolas, sin perjuicio de la responsabilidad propia de la Sociedad de Sistemas por la inadecuación o insuficiencia del Reglamento, que incide sobre la diligencia que debe mostrar en la elaboración de su normativa.

- 16.** La responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por el ejercicio de sus facultades regulatorias, como organizadora del registro, se enmarca dentro de un marco legal diverso y extenso, que añade complejidad pues debe cumplir con las normas

europas, nacionales y la autorregulación, descritas como normas pertenecientes a tres niveles de producción normativa: *Reglamento UE 909(2014* y sus Reglamentos delegados y de ejecución que complementan al anterior; la LMV y el RD 878/2015; y los principios y normas de *soft law* dimanantes del IOSCO.

La responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por la elaboración de normas, puede producirse tanto por extralimitación en sus facultades normativas, como por defecto, dejación de sus funciones, o por falta de adecuación de sus normas a la realidad, o respuesta inadecuada material y temporalmente a las circunstancias que debe regular.

Se consideran como *aplicables a la responsabilidad por la elaboración de las reglas del sistema de registro*, los criterios señalados por la jurisprudencia del Tribunal Supremo sobre la elaboración de normas administrativas ante la falta de jurisprudencia concreta en la que basarse. Los criterios que pueden extraerse de la jurisprudencia indican que, para apreciar la posible responsabilidad, debería producirse el daño como consecuencia de la infracción de normas europeas o nacionales por la Sociedad de Sistemas, por el ejercicio o falta de él, al dictar las normas que confieran derechos y causen daños valorables económicamente, no meras expectativas. La infracción ha de ser relevante, *suficientemente caracterizada* y debe darse la necesaria relación de causalidad.

No puede descartarse la posibilidad de negligencia en la obligación de adoptar normas, es decir, falta de la debida diligencia, tanto por acción como por omisión, y que la misma origine un resultado *dañoso*. La jurisprudencia señala que *“es apreciable una ilegalidad omisiva controlable en sede jurisdiccional cuando el silencio del Reglamento determina la creación de una situación jurídica contraria a la Constitución o al ordenamiento jurídico o, al menos, cuando siendo competente el órgano titular de la potestad reglamentaria para regular la materia de que se trata, la ausencia de la previsión reglamentaria supone el incumplimiento de una obligación -no de una mera habilitación- expresamente establecida por la Ley o la Directiva que el Reglamento trata de desarrollar y ejecutar o trasponer”*.

17. Sobre las *causas de exoneración* por los posibles daños derivados de la facultad normativa, a la vista de la dicción del art. 8.4 del TRLMV que no establecer particularidad alguna, tratándose de una obligación de medios, cabe decir que se exonerara probando que obró con la diligencia debida. Pero la diligencia que le corresponde es la exigible a un profesional sobre el que pesa la obligación de prever los riesgos exhaustivamente, incluyendo los operativos, los de gestión y los jurídicos, que se traduce en un deber de diligencia muy elevado que obliga a prever y tomar medidas para evitar los posibles daños. En todo caso, será la aplicación de las normas sobre prevención a la casuística la que determine si cabe exoneración.
18. Estando la potestad normativa de la Sociedad de Sistemas sujeta a la supervisión, previa en el caso del Reglamento interno, o posterior para las Circulares, por la CNMV, cabe la posibilidad de asunción o concurrencia de culpas, debiendo ceñirse la apreciación de responsabilidad a los criterios jurisprudenciales expuestos en el texto.
19. Respecto de *la anotación en cuenta en el registro contable, en sí misma considerada, es una obligación de resultado. La anotación constituye el objeto principal del registro contable.* De la correcta anotación en el registro, dependen la propia existencia de los valores anotados y el ejercicio de los derechos, como los derechos de transmisión y anotación de otros derechos y gravámenes.

Se trata de una *obligación de hacer*, por la que debe alcanzar el resultado, la prestación debida, debiendo realizarse exactamente, sin errores ni dilaciones, anotando un saldo concreto y exacto de valores en tiempo y forma.

Elemento esencial que define la anotación como obligación de resultado, es el principio de integridad de la emisión, por el que los encargados del registro asumen la obligación de garantizar esa integridad, con las obligaciones

complementarias de prohibición de descubiertos en las cuentas de valores, los saldos deudores, o la creación de valores.

Tanto la obligación inicial de constitución del registro central de cada emisión, como las sucesivas anotaciones en sus correspondientes cuentas, consecuencia de las transacciones son obligaciones de resultado. El principio de integridad de las emisiones obliga a anotar y mantener el saldo ajustado al que conforma la emisión en cualquier circunstancia.

Siendo una obligación de resultado, el retraso, la falta de anotación, o las inexactitudes significan incumplimiento de obligaciones legales. Sobre éste el art. 8.4 de la LMV establece la existencia de responsabilidad.

20. Sobre las causas de exoneración por la falta de anotación, retraso o incorrecta anotación, siendo supuestos de incumplimiento de la obligación legal de resultado, sólo puede exonerarse probando el obligado a anotar que concurre alguna de las causas del art. 1105 C.c., es decir, por hecho fortuito o fuerza mayor.

Al existir exigentes obligaciones sobre evaluación de riesgos, que normalmente entrarían dentro de la categoría de hecho fortuito o en el de fuerza mayor, unido al deber de ofrecer seguridad jurídica, cabe la posibilidad que algunos hechos dejen de considerarse hecho fortuito. Así pues, el incumplimiento de la obligación de anotar no admite exoneración si entra dentro del deber ineludible de prever concretos riesgos y evitarlos en los términos establecidos en la normativa europea, que es el marco que delimita la imprevisibilidad e imposibilidad para alcanzar la anotación. Será la casuística concreta la que determine si existen razones suficientes para eximir de responsabilidad a la Sociedad de Sistemas en los supuestos previstos en el art. 8.4 del TRLMV por *“falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes y retrasos en las mismas”*.

21. Entrando en las funciones concretas, respecto de la constitución de las anotaciones en cuenta en la primera inscripción en el Registro Central, debe distinguirse entre la aceptación de la emisión en el Registro Central y la efectiva constitución de las cuentas iniciales. Cabe recordar que la expresión “registro central” se ha usado de modo extensivo, para referirse al conjunto de cuentas del primer escalón que corresponde llevar a la Sociedad de Sistemas, para cada diferente emisión de valores, pero también se usa para referirse al Registro Central como institución, si bien los DCV no reciben la calificación formal de Registro Central.

*La aceptación a llevar las cuentas en el Registro Central es obligatoria, la Sociedad de Sistemas sólo puede fundar la negativa a llevar el registro central de la emisión tras el análisis de riesgos que lo desaconseje, o que no preste el servicio de registro, y esto último no es procedente por ser ésta su función. La relación entre la Sociedad de Sistemas y el emisor que encarga la llevanza del registro de una emisión a la Sociedad de Sistemas como DCV es contractual. La Sociedad de Sistemas tramitará la petición expresa del emisor “sin demora y de manera no discriminatoria”, dentro del plazo de tres meses.*

El sistema de doble escalón diferencia entre las cuentas llevadas en el Registro Central y las que corresponden a los registros de detalle. Para la *constitución del registro central de cada emisión*, la Sociedad de Sistemas debe examinar y verificar la documentación que aporte la entidad emisora, la inscripción inicial se producirá cuando se hayan completado los requisitos operativos necesarios y verificado el correcto funcionamiento de los mismos, tras lo cual se anotan los valores en las cuentas pertinentes. La constitución del registro central de la emisión concluye con la comunicación de los saldos definitivos asignados a las entidades participantes y su anotación en las cuentas correspondientes. Incumbe a cada parte, Sociedad de Sistemas y participantes, la función de verificación de los saldos asignados a cada cuenta y la posibilidad de rectificar las inexactitudes o instar su rectificación.

No existe plazo legal dentro del cual deba constituirse el registro central de la emisión. Verificadas y cumplidas las exigencias técnicas y adoptados los protocolos necesarios, no habrá causa o motivo para no constituir el registro contable, y no debe demorarse más allá de lo estrictamente necesario, momento desde el cual la Sociedad de Sistemas podrá incurrir en retraso.

- 22.** *La inscripción inicial del registro contable de cada emisión es una obligación de resultado*, tanto en el Registro Central como en los de detalle, debiendo anotar los saldos iniciales en las cuentas correspondientes. En cualquier caso, los retrasos e inexactitudes son responsabilidad del sujeto, Sociedad de Sistemas o participantes, que deba anotar en sus registros contables.

Las inexactitudes y retrasos en las cuentas generales de tercero que debe llevar la Sociedad de Sistemas, sólo pueden referirse a la suma de los saldos asignados a las entidades participantes, pues las titularidades y demás derechos sólo constan en los registros de detalle que corresponden a éstas, no a la Sociedad de Sistemas.

La responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, frente a las entidades emisoras y las entidades participantes por esa inicial anotación es contractual, por ser de esta naturaleza el vínculo entre la Sociedad de Sistemas, emisores y entidades participantes.

Respecto de la posible responsabilidad frente a terceros, en concreto respecto de los titulares de los valores anotados en cuentas generales de terceros, la Sociedad de Sistemas sólo es responsable de la verificación de los saldos anotados a cada entidad participante, la segregación por titulares corresponde realizarlo a las participantes, no a la Sociedad de Sistemas.

El retraso, o la falta de constitución de las cuentas en el Registro Central, por parte de la Sociedad de Sistemas, puede afectar a las correspondientes cuentas de terceros, las de detalle.

En lo referente a la responsabilidad por la primera anotación, cabe aplicar lo dicho sobre la anotación como obligación de resultado.

23. Trasladando lo anterior al *sistema de doble escalón*, la responsabilidad atañe al sujeto a quién corresponde la anotación, debiendo diferenciar la responsabilidad que corresponde a la Sociedad de Sistemas por la llevanza del registro central de la emisión de la que concierne a las participantes por las cuentas de detalle, según se hallen los valores anotados en un tipo de cuenta u otro.

Cabe recordar que el registro contable es único, aunque de llevanza compartida en el doble escalón, y que el art. 8.3 LMV hace recaer la responsabilidad sobre todos los encargados, DCV y participantes, pues *“la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores será el depositario central de valores designado que ejercerá tal función junto con sus entidades participantes”*.

El art. 28 del RD 878/2015, distribuye la responsabilidad entre los DCV y las entidades participantes, y sobre los DCV matiza que *“responderán de los perjuicios que les sean directamente imputables, sin perjuicio de las responsabilidades en que puedan incurrir por la falta de la debida diligencia en el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control del sistema”*.

Al respecto, la Sociedad de Sistemas asume la responsabilidad de la creación del registro contable de las emisiones, así como de las cuentas que directamente debe llevar, como las propias de las entidades participantes, las segregadas y las generales de terceros. En las generales de terceros sólo asume responsabilidad por la exactitud de los saldos anotados en las respectivas cuentas de las participantes, mientras que en las otras cuentas es anotador de detalle y debe anotar correctamente todas las circunstancias exigibles en el registro.

24. En las *transacciones de valores*, el registro contable funciona como un sistema de tenencia de valores, y de transferencia de valores negociados en los mercados, y

cobra especial relevancia la anotación como obligación de resultado por cuanto se ha dicho con anterioridad.

La Sociedad de Sistemas interviene en las transacciones controlando las instrucciones u órdenes de liquidación, que pueden provenir de diversas entidades; del propio mercado, de las Entidades de Contrapartida Central (ECC), o tratarse de operaciones bilaterales. Los protocolos de comunicación y aceptación de órdenes, que deben cumplir las participantes y demás entidades del mercado, los determina la Sociedad de Sistemas. Ésta establece en su Reglamento y Circulares los requisitos técnicos y protocolos de comunicación de órdenes con las ECC y las entidades participantes, debiendo comprobar la concurrencia de esos requisitos en las transacciones a anotar.

La intervención de la Sociedad de Sistemas depende de las circunstancias que concurren en cada tipo de transacción, según hayan pasado por previamente por una ECC, o se trate de operaciones bilaterales, o de fuera del mercado, o vengan liquidadas o sin liquidar.

En caso de haber necesitado de liquidación previa, el proceso está externalizado correspondiendo a *Target2 Securities*, la plataforma de gestión de la liquidación de valores y efectivo sin personalidad jurídica. La Sociedad de Sistemas asume su actuación frente a las participantes y terceros, manteniendo la responsabilidad sobre los diferentes modos de liquidación de la plataforma en todo momento.

Todas las operaciones pasan por *Target2 Securities*, lo que equivale a decir que pasan por la Sociedad de Sistemas. La liquidación comprende múltiples operaciones tras la negociación en los mercados, y compensación en su caso en las ECC, y se liquidan globalmente en diferentes ciclos, previa comprobación por el sistema *Target2S* de la suficiencia de valores en las cuentas de origen y destino y asignación a dichas cuentas.

Las transacciones acordadas cuyo origen sean los mercados de valores, o sistemas multilaterales, o provengan de las ECC, se liquidan a todos los efectos por la Sociedad de Sistemas, a quien corresponde comprobar la suficiencia de

valores de las liquidaciones que se practican y el cumplimiento de los requisitos y protocolos de comunicación.

25. El fallo o error en dichas comprobaciones, los retrasos o inexactitudes sobre ellas, es responsabilidad de la Sociedad de Sistemas. Debe tenerse presente que la Sociedad de Sistemas sólo debe validar las operaciones sobre saldos, los globales de partida y finales, que correspondan a cada participante en sus respectivas cuentas, que son quienes deben anotar en las cuentas de detalle salvo que corresponda a cuentas gestionadas directamente por la Sociedad de Sistemas, según lo dispuesto en los arts. 32 y 33 del RD 878/2015. La misma comprobación sobre asignación de saldos corresponde a las participantes, lo que implica que puedan darse casos de responsabilidad compartida. Este mismo criterio se aplica al desglose de valores por hallarse afectados por derechos reales o situaciones especiales.

La intervención obligatoria de la ECC en las operaciones de mercado evita en gran medida la responsabilidad de la Sociedad de Sistemas, pues sólo debe verificar la procedencia de la orden, el cumplimiento de los protocolos de comunicación y *la suficiencia de valores*, procediendo a la anotación en las cuentas correspondientes que se deriven de dichas órdenes, adeudos o abonos según corresponda.

La responsabilidad de la Sociedad de Sistemas puede producirse por la incorrecta asignación de saldos, o demora o falta de asignación de los saldos a las participantes.

Si la transmisión de valores procede de la negociación en un mercado de valores, la liquidación y correspondiente inscripción se ha de realizar como máximo dentro del segundo día hábil desde la contratación.

Dado que las órdenes que debe validar la Sociedad de Sistemas pueden tener origen diverso y atender a múltiples operaciones que se liquidan conjuntamente, la responsabilidad sólo le alcanza si se produce una demora o falta de anotación en los plazos perentorios por causas atribuibles a la Sociedad de Sistemas.

El *Reglamento UE 909/2014* obliga a realizar una conciliación de saldos diaria como mínimo. La responsabilidad por las anotaciones que practique la Sociedad de Sistemas es completa respecto de las cuentas que le corresponde llevar, mientras que sobre las cuentas de detalle a cargo de las participantes debe asumir la responsabilidad derivada de la función de conciliación y comprobación de saldos asignados a las cuentas de terceros. En ambos casos se trata de obligaciones de resultado.

26. En cuanto a la *responsabilidad de la Sociedad de Sistemas por el control de la integridad de la emisión*, cabe decir que la obligación de mantener la integridad de la emisión es también una obligación de resultado, por la que la comprobación aritmética del número de valores que comprenden las emisiones con un mismo código ISIN debe ser siempre exacta, entre el total de la emisión y la suma de los valores anotados en las diferentes cuentas, bien en la Sociedad de Sistemas, bien en las participantes.

Tanto el *Reglamento UE 909/2014*, como la *Ley del Mercado de Valores*, atribuyen la función de mantener la integridad de la emisión a los DCV. Se trata de una función de comprobación, prácticamente continuada, de que no existen más valores que los que determina el número concreto de la emisión según figuran en el Registro Central, que ha de ser permanentemente idéntico al de la suma de valores de todas las cuentas exacta, entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes, tanto en el registro central como en los registros de detalle.

El registro es único, pero, tanto la Sociedad de Sistemas como las participantes, son responsables propiamente del registro en las cuentas que tengan atribuidas (arts. 28.2 y 34.5 del RD 878/2015), y también de la exacta correspondencia con el saldo conjunto de las cuentas en el registro central, la integridad de la emisión, prevaleciendo lo anotado en el registro central sobre lo que figure en las cuentas de las participantes. La rectificación sólo es posible en virtud de *resolución*

*judicial, salvo en el caso de errores puramente materiales o aritméticos que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento en cuya virtud se haya practicado la inscripción (Art. 24 RD 878/2015).*

La obligación de mantener en todo momento la integridad de la emisión recae también sobre las participantes, pero sobre la Sociedad de Sistemas incide el deber de señalar los términos y plazos, y la información que deben facilitar las participantes para el ejercicio de las funciones de seguimiento y control.

Debe controlar y promover la eficiencia y corrección de los procesos de liquidación, comprobando la efectiva liquidación de todas las operaciones, especialmente de las que, como consecuencia de la compensación, son liquidadas mediante apuntes practicados en los Registros de Detalle que mantienen las entidades participantes (art. 74 RD 878/2015).

27. Para la realización de la función de control de la integridad de la emisión, la Sociedad de Sistemas está dotada de *facultades de inspección y control sobre las entidades participantes y concreción del sistema de información*, adicionales a la de control de la integridad, con el objeto de comprobar la correcta anotación en las cuentas de detalle correspondientes, tratándose en este caso de una obligación de medios, por la que debe desplegar una actividad diligente en la detección de posibles errores e ineficiencias.

Esta actividad inspectora, debe ajustarse a la normativa europea, nacional y la propia que desarrolla, debiendo aplicar criterios de suficiencia y efectividad, identificando, controlando, y gestionando y mitigando los riesgos que las entidades participantes, otros depositarios, o entidades de contrapartida central y los propios mercados, pueden suponer para su funcionamiento. Debe servir para establecer los mecanismos necesarios de prevención y gestión de los posibles incumplimientos en la entrega de valores, o en el pago del efectivo, en el plazo fijado para la liquidación y las garantías que deben ofrecer las

participantes, así como para ajustar los mecanismos de resolución de incidencias y conflictos.

La Sociedad de Sistemas es responsable de elaborar las reglas y la gestión del sistema de información, transmisión y almacenamiento, y detallar los datos que deban remitirse al aludido sistema, en cumplimiento del art. 114 y ss. del TRLMV y la legislación europea concordante, adoptando las medidas de seguridad y confidencialidad pertinentes. Debe velar por la propiedad, uso y conservación de la información que debe estar disponible durante un período mínimo de diez años.

#### IV. BIBLIOGRAFÍA.

- ALBA FERNÁNDEZ, Manuel: “La regulación de los títulos valores emitidos individualmente en soporte electrónico” Revista de derecho bancario y bursátil, nº 117, 2010.
- AEVM: Directrices: Normas y procedimientos en caso de impago de un participante; de 8 de junio de 2017 | ESMA70-151-294ES.
- ALCAÍN MARTÍNEZ, Esperanza y GUTIÉRREZ JEREZ, Luis Javier: La obligación de saneamiento en caso de evicción y la transmisión de dominio en la compraventa; en Estudios de Derecho de obligaciones. Homenaje al profesor Mariano Alonso Pérez (Llamas Pombo coord.), Ed. La Ley, Vol. 2. 2006.
- ALEMANY EGUIDAZU: La manipulación de los Mercados de Valores. Ed. Dijusa, 2.002.
- ALLI ARANGUREN, Juan-Cruz, en: La inactividad de la administración en el ordenamiento jurídico-administrativo. En Organización y procedimientos administrativos: libro homenaje al profesor Francisco González Navarro. Ed. Aranzadi. Pamplona 2007.
- ALMOGUERA GÓMEZ: La titulización crediticia. Un estudio interdisciplinar. 1.995.
- ALONSO ESPINOSA, Francisco José: Intereses del inversor y derecho del Mercado de Valores Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont, Vol. 1, 1995.
- ALONSO GARCÍA, M<sup>a</sup> Nieves: Responsabilidad patrimonial del Estado-legislador.
- ALONSO SOTO, Ricardo: Las funciones de seguimiento y control llevadas a cabo por las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.

- ALUBANKUDI, Busola y TAPIA, Mikel: ¿Qué sabemos de la negociación de alta frecuencia? En Revista Bolsa 4º Trimestre de 2014.
- ÁLVAREZ GARCÍA, Vicente: La capacidad normativa de los sujetos privados, en Civitas Revista Española de Derecho Administrativo, nº 99, julio-septiembre 1.998.
- ANDREEVA ANDREEVA, Vésela: Tenencia y transfer de participaciones societarias en los mercados financieros internacionales. Problemas de Derecho Internacional Privado. Tesis doctoral, UB 2009. <http://hdl.handle.net/10803/5211>
- ÁNGEL YAGÜEZ, R. de: Algunas previsiones sobre el futuro de la responsabilidad civil. (Con especial atención a la reparación del daño). Madrid, 1.995.
- ANGULO RODRIGUEZ, L. Negocios sobre derechos no incorporados. 1992.
- ANTRAS BADÍA, J.M.: Responsabilidad y obligaciones de directivos y administradores. Ed. Gestión 2000, 1996.
- APARICI VÁZQUEZ, Elena: Tendencias regulatorias sobre la post contratación en el ámbito de la Unión Europea. Ministerio de Economía y competitividad – Tesoro público. Madrid, septiembre 2013.
- ARCOS VIEIRA, M<sup>a</sup> Luisa: Responsabilidad civil: Nexo causal e imputación objetiva en la jurisprudencia. Cuadernos de Aranzadi Civil. Pamplona, 2005.
- ARGUEDAS SANZ, Raquel; GONZÁLEZ ARIAS, Julio y OLIVER LLÉBENES, Mónica: La Ley Financiera: un proyecto en continua transformación. UNED, marzo 2002.
- ARIAS VARONA, Fco. Javier: El tratamiento de los valores de los clientes en el concurso de entidades participantes en el depositario central de valores. RDM, Nº 307, Enero-Marzo 2018.
- ARIÑO ORTIZ, Gaspar: Principios de Derecho público económico.
- ARRANZAZ, G: La sentencia de 16 de julio de 1997, sobre la Ley del Mercado de Valores, en Derecho de los Negocios, nº 85, 1997.

- ARRANZ PUMAR, Gregorio: Mercado de Valores, Información legislativa en Derecho de los Negocios, nº 140, mayo 2002.
- ARROYO MARTÍNEZ, Ignacio: Reflexiones en torno a los denominados títulos valores impropio y documentos de legitimación. RDM, 1993. n1 210, PÁGS. 1189.
- ARROYO MARTINEZ, Ignacio; EMBID IRUJO, José Miguel (coordinadores): Cometarios a la Ley de Sociedades Anónimas. Noviembre 2.001.
- ASCARELLI, Tulio: Antigone e Porzia. En Problemi giuridici. Milano, 1959.
- ÁVILA, Humbert: Teoría de la seguridad jurídica. Marcial Pons, 2012.
- AZAGRA, Albert y FERNÁNDEZ, Antonio; SALVADOR, Pablo: Autonomía privada, fraude de ley e interpretación de los negocios jurídicos. En InDret, Working Paper nº: 229 Barcelona, julio de 2004.
- BALLART, Xabier: Innovación en la gestión pública y en la empresa privada.
- BANCO CENTRAL EUROPEO, Libro Azul, Frankfurt, junio 2001.
- BANCO CENTRAL EUROPEO, BCE, Informe Anual 2000, Frankfurt 2001.
- BANCO CENTRAL HISPANO, asesoría jurídica.: Manual jurídico de las operaciones bancarias. Madrid, 1.997.
- BANCO DE ESPAÑA: Memoria sobre la actividad de la Central de Anotaciones y de los Mercados de Deuda Pública 2002; Madrid, 2003.
- BANCO DE ESPAÑA y CNMV: Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones. Madrid, diciembre 2007.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONAL – IOSCO, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: Principles for financial market infrastructures, abril 2012.
- BASOZABAL ARRUE, Xabier: Responsabilidad extracontractual objetiva: parte general. Ed. BOE. Madrid, 2015.

- BATALLER GRAU, Juan y MARIMÓN DURA, Rafael: Las sociedades anónimas de seguros y la facultad de avalar de sus administradores. RDBB, n1 68, año 1997.
- BATALLER GRAU, Juan: La desregulación de los seguros privados. Revista española de Seguros; nº 97, 1999.
- BELADIEZ ROJO, M. Validez y eficacia de los actos administrativos. Madrid, 1994.
- BELANDO GARÍN, Beatriz: La protección pública del inversor en el Mercado de Valores, Ed. Civitas Madrid 2004.
- BENITO NAVEIRA, Jesús: La renta fija privada desde la perspectiva de la post-contratación. Revista Iberoamericana de Mercados de Valores Nº 7/2002.
- BENITO NAVEIRA, Jesús: Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos. Fundación de Estudios Financieros, 2008.
- BENITO NAVEIRA, Jesús y SOLLOA MENDOZA, Ignacio: La reforma de la post-contratación de valores en España; en Estabilidad Financiera, núm. 28, Banco de España, 2015.
- BENJAMIN, Joanna: Stewardship and Collateral. LSE Working Papers, nº 7, 2017
- BLANCO GÓMEZ, J.J.: La concurrencia de responsabilidad civil contractual y extracontractual en el mismo hecho dañoso. Problemática en Derecho sustantivo español. Madrid, 1.996.
- BLANCO PÉREZ-RUBIO, Lourdes: Obligaciones de medios y obligaciones de resultado: ¿Tiene relevancia jurídica su distinción? Cuadernos de Derecho Transnacional. Octubre 2014.
- BLASCO GASCÓ, Francisco de Paula: Contestaciones al programa de Derecho civil Tomo II para acceso a las carreras judicial y fiscal. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia 2011.
- BOLAS ALFONSO, J. director: La seguridad jurídica y tráfico mercantil. (Seminario organizado por el Consejo General del Notariado en la UIMP). Madrid, 1.993.

- BONILLA ENCINA, Juan Francisco y CHICO Y ORTIZ, José María: Apuntes de derecho inmobiliario registral. Ed. Marcial Pons, Madrid 1968.
- BOQUERA OLIVER, José María: Estudios sobre el acto administrativo. Madrid, 1992.
- BROSETA PONT, Manuel: Determinación e indeterminación del objeto social en la Ley y en los estatutos de las sociedades anónimas españolas”, RDM, enero-marzo, 1970.
- BUSTOS LAGO, José Manue ; REGLERO CAMPOS, L. Fernando (coordinadores): Tratado de responsabilidad civil. Ed. Thomson Reuters-Aranzadi. Pamplona, 2014.
- CABALLERO GERMAIN, Guillermo: Notas para una comparación de la poscontratación en el mercado de valores chileno y español. En La reforma del sistema de poscontratación en España. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.
- CABANAS TREJO, Ricardo: Adquisición de acciones o participaciones de otras sociedades y objeto social, en RDM, nº 205, julio-septiembre 1992.
- CACHON BLANCO, J.E.: Las ofertas públicas de venta de valores negociables. Madrid, 1997.
- CACHON BLANCO, J.E.: Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas de públicas de ventas de valores. Madrid 1996.
- CACHÓN BLANCO, José Enrique: Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero” RDM nº 221, julio-septiembre 1996.
- CACHÓN BLANCO, José Enrique: Las emisiones de valores negociables. “Contratos sobre Acciones”. Ed. Civitas y Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio. Madrid, 1.994.
- CALBACHO LOSADA, Fernando: El ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores de la sociedad anónima. Doctrina y jurisprudencia. Ed. Tirant lo blanch, 1999.

- CANO RICO, J.R.: Enciclopedia de la bolsa y del inversor financiero. Ed. Tecnos, Madrid, 2002.
- CANO RICO, J.R y SERRA MALLOL, A.J.: Manual práctico de contratación mercantil. Tomo II: Contratos bancarios, financieros y sobre títulos valores. Madrid, 1993.
- CAÑIZARES LASO, Ana: Condición potestativa, cumplimiento del contrato al arbitrio de una de las partes y derechos potestativos, en InDret nº 4 de 2017.
- CÁRDENAS SMITH, C. de: Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición. Madrid, 1993.
- CASTILLA, Manuel: Regulación y competencia en los mercados de valores. Civitas, 2001.
- CEBALLOS HORNERO, David: Una propuesta de indicador de riesgo legal. Valoración a través de la Teoría de Seguros del Riesgo Legal; 2ª Reunión de Investigación en Seguros y Gestión de riesgos. Castro Urdiales – abril 2007.
- CERDEIRA BRAVO DE MANSILLA, Guillermo: Principio, Realidad y Norma: el valor de las exposiciones de motivos (y de los preámbulos); Ed. Reus, Madrid 2015.
- CHAMORRO POSADA, Manuel: Riesgo legal de la financiación y límites a la autonomía de la voluntad del financiado en los contratos bancarios, RDBB, nº 85, 2002.
- CHICO Y ORTIZ, José María y BONILLA ENCINA, Juan Francisco: Apuntes de derecho inmobiliario registral. Ed. Marcial Pons, Madrid 1968.
- CNMV: Introducción del Euro en los Mercados de Valores Españoles. Madrid, 2000.
- CNMV - BANCO DE ESPAÑA: Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones. Madrid, diciembre 2007.

CNMV: Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro. Documento para consulta pública; CNMV 2011.

CNMV: Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación. 24 de septiembre de 2014.

COMISIÓN EUROPEA: Documento de trabajo de los servicios de la comisión; resumen de la evaluación de impacto. COM (2012) 73 final.

CPSS-IOSCO: Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero. Abril de 2012.

CHICO Y ORTIZ, José María: Calificación jurídica. Conceptos básicos y formularios registrales. 84-7248-042-9. Ed. Marcial Pons. Madrid, 1999.

CONSEJO GENERAL DE LOS COLEGIOS OFICIALES: Contratación mercantil. Cuadernos de Derecho y Comercio.1.999.

CONSEJO GENERAL DE LOS COLEGIOS OFICIALES DE CORREDORES DE COMERCIO: Contratación mercantil. Madrid, 1999.

CONSEJO GENERAL DEL NOTARIADO: Contratos bancarios. Madrid, 1.996.

CÓRDOBA BUENO, M.: Análisis financiero de los mercados monetarios y de valores.

CORTÉS DOMÍNGUEZ, Luis Javier: Lecciones de contratos y mercados financieros. Ed. Thomson-Civitas, Madrid 2004.

CRESPO MORA, M<sup>a</sup> Carmen: Las obligaciones de medios y de resultado de los prestadores de servicios en el DCFR. InDret, 2013.

CUADERNOS DE ESTUDIOS EMPRESARIALES. Editorial Complutense. REVISTA.

CUÑAT EDO, Vicente: Reflexiones sobre la deslegalización del régimen jurídico de la contratación privada, en “Las fuentes efectivas del Derecho español tras la Constitución de 1.978” (Gema Fajardo coordinadora), Ed. UNED, Anales del Centro de Alzira, Valencia 1992.

CUÑAT EDO, Vicente: Las fuentes reguladoras de la actividad contractual bancaria, en “Libro Homenaje a Evelio Verdura Tuells”, Civitas, 1994.

- CUÑAT EDO, Vicente: “Régimen de comercialización a distancia de los servicios financieros”, en MARIMÓN DURÁ, Rafael: La tutela del usuario en el contrato bancario electrónico. Revista Aranzadi de Derecho y Nuevas Tecnologías, monografía. Pamplona 2010.
- DAMIÁN MORENO, Juan: El impacto en el proceso de las modernas orientaciones en materia de incumplimiento contractual. RJUAM, nº 32, 2015.
- DARNACULLETA I GARDELLA, Mercè: Reflexiones sobre el ejercicio de la potestad organizatoria en el ámbito de las personificaciones instrumentales: análisis de la aplicación de la Ley 4/1985, de 29 de marzo, del Estatuto de la Empresa Pública catalana. Rev. Autonomies, nº 23, junio de 1998.
- DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé, LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario: Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autoregulación regulada; en La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Tomson-Reuters-Aranzadi. Pamplona 2017.
- DE AHUMADA RAMOS, Francisco Javier: Materiales para el estudio del derecho administrativo económico. Ed. Dykinson, 2001.
- DE ÁNGEL YAGÜEZ, Ricardo: Tratado de Responsabilidad Civil. Ed. Civitas, Madrid 1993.
- DE ÁNGEL YÁGÜEZ, Ricardo: El resultado en la obligación del médico. ¿Ideas sensatas que pueden volverse locas? en Estudios de Derecho de obligaciones. Homenaje al profesor Mariano Alonso Pérez; La Ley 2006.
- DE CARLOS BELTRÁN, Luis y FERNÁNDEZ-ARMESTO, Juan: El derecho del mercado financiero, Ed. Civitas, Madrid, 1992.
- DE CARLOS BELTRÁN, Luis: Régimen jurídico de las ofertas de suscripción y venta de valores negociables. Civitas, 1998.
- DE ELIZALDE, Francisco: Las obligaciones de medios y de resultado en la Propuesta de Código Mercantil. InDret, nº 3, 2014.

- DE LA CÁMARA ÁLVAREZ, M. y otros.: Estudios jurídicos sobre la Sociedad Anónima. Madrid, 1995.
- DE LA MORENA Y DE LA MORENA, Luís: Curso de Derecho administrativo, Vol. 4, Madrid 1992.
- DE LA QUADRA-SALCEDO FERNÁNDEZ DEL CASTILLO, Tomás: Los actos administrativos (i): concepto, clases y elementos. UC3M, octubre 2015.
- DE LA CUESTA RUTE, José María, en Incidencia del fenómeno regulatorio en la noción del Derecho; en Estudios de Derecho Mercantil, liber amicorum profesor Dr. Francisco Vicent Chuliá. Ed. Tirant lo Blanc. Valencia 2013.
- DE VERA SANTANA, Francisco Luis: Guía para el Mercado de Valores en España. Civitas, 2000.
- DESDENTADO DAROCA, Eva: La crisis de identidad del derecho administrativo: privatización, huida de la regulación pública y administraciones independientes. Ed. Tirant lo blanch, 1.999.
- DIETER MEDICUS: Tratado de las relaciones obligacionales. 2 tomos. Traducción de Martínez Sarrión. !.995.
- DIEZ PICAZO, Luis: Derecho de daños. Ed. Civitas. Madrid 1999.
- DÍEZ-PICAZO, Luis, en Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial; La responsabilidad civil extracontractual. Ed. Civitas, Tomo V, 2011.
- DOMÍNGUEZ-ALCAHUD, Jesualdo: Algunos apuntes sobre la futura convivencia en España de los sistemas de tenencia directa con los de tenencia indirecta de valores a través de diversos intermediarios financieros reconocidos en distintos foros internacionales: En Revista Iberoamericana del Mercado de Valores, nº 30, 2010.
- DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: La emisión de obligaciones por sociedades anónimas: títulos y obligacionistas; en Revista de Derecho de Sociedades (monografía) 1994.

- DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio: Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta: aspectos dogmáticos y de régimen jurídico. Revista Derecho de Sociedades, nº 4, 1995.
- DUQUE DOMÍNGUEZ, Faustino: Libre circulación de capitales en la C.E.E. Ed. Lex Nova, Madrid, 1.990.
- ECONOMIA INDUSTRIAL. Revista del Ministerio de Industria.
- EIZAGUIRRE, José María de: Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos valores, en RDM, n1 163, 1982.
- EMBID IRUJO, Antonio: Casos prácticos de Derecho Administrativo. Ed. Ariel, 1993.
- EMBID IRUJO, José Miguel: Introducción al derecho de los grupos de sociedades, Ed. Comares, Granada 2003.
- ENDEMAÑO AROSTEGUI; José M0: Las operaciones bursátiles a crédito en las bolsas españolas. (En el marco del sistema de liquidación por compensación de los contratos bursátiles y de depósito de títulos). 84-7248-150-6 Madrid 1993.
- ENCARNACIÓN VALCÁRCEL, Ana M<sup>a</sup> de la: Las expectativas urbanísticas. Ed. Aranzadi, Pamplona 2016.
- ENCARNACIÓN, Ana María de la: El tratamiento de la expectativa en el Derecho Español; Ed. Tirant lo Blanch, 2017.
- ESCUELA JUDICIAL CGPJ: Derecho administrativo económico. Año 2.000.
- ESCUÍN PALOP, Vicente: Derecho administrativo, Derecho mercantil y Derecho comunitario en las personificaciones instrumentales de las Administraciones Públicas, en AA.VV. "Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont", tomo I, Tirant lo blanch, Valencia 1995.
- ESPINA, Daniel: Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos. Madrid, 1.995.

- ESTRUCH ESTRUCH, Jesús La responsabilidad civil del Registrador. Ed. Fundación registral, 2014.
- ETXEBERRIA BEREZIARTUA, Eneko: Diario La Ley, nº 9192, 2018.
- FARIAS BATLLE, Mercedes: Realidad del tráfico y Registro Mercantil (algunas reflexiones sobre el principio de inoponibilidad). RCDI, nº 645, mayo-junio 1998.
- FENOY PICÓN, Nieves: La modernización del régimen del incumplimiento del contrato: Propuestas de la Comisión General de Codificación. Parte primera: Aspectos generales. El incumplimiento. En ADC, tomo LXIV, 2011.
- FERNÁNDEZ, Antonio; SALVADOR, Pablo; AZAGRA, Albert: Autonomía privada, fraude de ley e interpretación de los negocios jurídicos. En InDret, Working Paper nº: 229 Barcelona, julio de 2004.
- FERNÁNDEZ-ARRESTO, Juan; DE CARLOS BELTRÁN, Luis: El derecho del mercado financiero, Ed. Civitas, Madrid, 1992.
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ACEBO, Alejandro: Colocación privada de valores.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis; CALVO CARAVACA, A.L.: Derecho Mercantil Internacional. Estudios sobre Derecho Comunitario y del Comercio internacional. Ed. Tecnos, Madrid, 2002.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis; y GALLEGO SÁNCHEZ, Esperanza: Fundamentos de Derecho Mercantil. Ed. Tirant lo Blanch.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis: Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores, en RCI, nº 593, julio-agosto 1989.
- FERNÁNDEZ GONZÁLEZ, Begoña; O'CALLAGHAN MUÑOZ, Javier: Compendio de Derecho Civil. Tomo I: Parte general, 2ª Ed. Madrid 2012.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, SÁENZ DE SANTAMARÍA y GONZÁLEZ VEGA: Introducción al Derecho de la Unión Europea. Ed. Eurolex. 2ª Edición. Madrid, 1.999.
- FERNÁNDEZ RUIZ, José Luis: Fundamentos de Derecho Mercantil. 30 ed.

- FLORES SEGURA, Marta: La interfaz de poscontratación. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.
- FOMENTO DEL TRABAJO NACIONAL, coordinado por la ponencia jurídica.: Responsabilidad y obligaciones de directivos y administradores. Barcelona, 1.996.
- FONT I RIBAS, Antoni: Régimen de legitimación de las acciones en sus distintas modalidades de representación. Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont, Vol. 1, 1995.
- FUERTES LÓPEZ, Mercedes: La Comisión Nacional del Mercado de valores. Ed. Lex Nova, 1994.
- GALAN CORONA, Eduardo: La responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital. Ed. Tecnos.
- GALÁN LÓPEZ, Carmen: Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. La Sociedad de Bolsas. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, en "Derecho del Mercado Financiero", (Alonso Ureba y Martínez-Simancas, directores), Madrid 1992
- GALGANO, Francesco: Diritto civile e commerciale.Vol.2: Le obbligazioni e i contratti. Tomo 2: I singoli contratti, Gli atti unilaterali e i titoli di credito. I fatti illeciti e gli altri fatti fonte di obbligazione. La tutela del credito. 30 ed. Pádova, 1.999.
- GALGANO, Francesco: El negocio jurídico. Ed. Tirant lo blanch, 1992.
- GARCÍA, José Vicente: Recomendaciones internacionales en el tratamiento del riesgo de custodia. En RIMV N° 27 de 2009.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, E.; FERNÁNDEZ, T.R.: Curso de derecho administrativo. Tomo I. Madrid, 1997.
- GARCÍA DE ENTERRÍA: Legislación delegada, potestad reglamentaria y control judicial. 30 Ed. 1.998.

- GARCÍA GREWE, Cristina: Los principios rectores del sistema de liquidación de valores. En en La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.
- GARCÍA MANRIQUE, Ricardo: El valor de la seguridad jurídica. Iustel, 2012.
- GARCÍA PITA Y LASTRES, José Luis: Configuración jurídica de la Bolsa de Valores y de la Cotización Oficial. Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont, Vol. 2, 1995.
- GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: El Derecho bancario: consideraciones generales; en Anuario da Facultade de Dereito; Nº 3, 1999.
- GARCÍA SANTOS, Nieves: La regulación financiera europea y la MIFID; Perspectivas del Sistema Financiero; nº 98, 2010.
- GARCÍA TREVIJANO, J.A.: Los actos administrativos. Madrid, 1.991.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J. y SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, Sara: Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F; RECALDE CASTELLS, A; MARTÍNEZ FLÓREZ, A; en la Presentación de La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores. Tomson-Reuters-Aranzadi. Pamplona 2017.
- GAROUPA, Nuno; SALVADOR CODERCH, Pablo; GÓMEZ LIGÜERRE, Carlos: : El círculo de responsables. In Dret, nº 4, 2.005.
- GARRIDO DE PALMA, V.M. y otros.: Estudios sobre la sociedad anónima II. Madrid, 1.993.
- GARRIGUES, J. y A. abogados: Responsabilidad de consejeros y altos cargos de sociedades de capital. Madrid, 1996.
- GIL DE BLAS, Cecilio, GONZÁLEZ PUEYO, Javier y VILLANUEVA FRESÁN, M<sup>a</sup> Victoria, en el estudio Desarrollos recientes en la microestructura de los

mercados secundarios de acciones, CNMV, Documentos de Trabajo, No 50, Agosto 2011.

GIL DEL MORAL y otros: Contratos sobre acciones. (En homenaje a F. Pérez Padilla y Yanci). Madrid, 1993.

GIL IBÁÑEZ, J.L.: La responsabilidad patrimonial de los poderes públicos. (Jurisprudencia contencioso-administrativa). Madrid, 1.995.

GÓMEZ CALLE, Esther: Los remedios ante el incumplimiento del contrato: Análisis de la Propuesta de Modernización del Código civil en materia de obligaciones y contratos y comparación con el Borrador del Marco Común de Referencia; ADC, tomo LXV, 2012.

GÓMEZ GÁLLIGO, Fco. Javier: Principios hipotecarios de los Registros Mobiliarios. En RCDI, nº 651, marzo-abril 1999.

GÓMEZ LIGÜERRE, Carlos; SALVADOR CODERCH, Pablo; GAROUPA, Nuno: El círculo de responsables. In Dret, nº 4, 2.005.

GOMEZ PUENTE, M: La inactividad de la Administración, Ed. Aranzadi.1997.

GÓMEZ-SANCHA TRUEBA; Ignacio: Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores, en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2006), Papeles de la Fundación de Estudios Financieros, nº 17, 2006.

GONZÁLEZ ARIAS, Julio; ARGUEDAS SANZ, Raquel y OLIVER LLÉBENES, Mónica: La Ley Financiera: un proyecto en continua transformación. UNED, marzo 2002

GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta. Ed. Tirant lo blanch, 1999.

GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco: El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus funciones normativas. RDBB, nº 75, julio-septiembre 1999.

- GONZÁLEZ HERNÁNDEZ, Rut: Responsabilidad extracontractual y contractual: barrera entre ambas. En Anuario Jurídico y Económico Escorialense, XLVI, 2013,
- GONZÁLEZ MORAJUDO, Rebeca: La posible falta de diligencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y/o banco de España en relación con los instrumentos de capital híbridos (participaciones preferentes). Revista de Derecho UNED, núm. 13, 2013.
- GONZÁLEZ PÉREZ, J.: Responsabilidad patrimonial de las Administraciones públicas. Madrid, 1996.
- GONCÁLEZ PUEYO, Javier, Organización de los Mercados de Derivados y las Cámaras de Contrapartida central. Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones. CNMV, Monografía nº 35; junio 2009.
- GONZÁLEZ PUEYO, Javier: Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado. CNMV. Monografía, nº 39, mayo 2010.
- GONZÁLEZ PUEYO, Javier, VILLANUEVA FRESÁN, M<sup>a</sup> Victoria y GIL DE BLAS, Cecilio: Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones, CNMV, Documentos de Trabajo, No 50, Agosto 2011.
- GONZÁLEZ VEGA, FERNÁNDEZ PÉREZ y SÁENZ DE SANTAMARÍA: Introducción al Derecho de la Unión Europea. Ed. Eurolex. 2<sup>a</sup> Edición. Madrid, 1.999.
- GUICHOT, Emilio: Responsabilidad extracontractual de los poderes públicos.
- GUITARD MARÍ, Juan: Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. En Derecho de los negocios, nº 17 febrero de 1992.
- GUTIÉRREZ GILSANZ, Javier: La firmeza de las operaciones en el ámbito de la compensación (ECC) y en el ámbito de la liquidación (DCV). Momento y significado; en La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Tomson-Reuters-Aranzadi. Pamplona 2017.

- GUTIÉRREZ JEREZ, Luis Javier y ALCAÍN MARTÍNEZ, Esperanza: La obligación de saneamiento en caso de evicción y la transmisión de dominio en la compraventa; en Estudios de Derecho de obligaciones. Homenaje al profesor Mariano Alonso Pérez (Llamas Pombo coord.), Ed. La Ley, Vol. 2. 2006.
- HERMOSILLO, Ramón y OTROS: Apuntes sobre las sociedades de capital no cotizadas. Madrid, 1996.
- HERNÁNDEZ ALER, G.; JIMÉNEZ FERNÁNDEZ A.; MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R; ZAPATA CIRUGEDA, FJ; en: Informe y Conclusiones del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009). FEF, Madrid 2009.
- HERNÁNDEZ SÁINZ, Esther: Las entidades encargadas de los registros de anotaciones en cuenta: organización y régimen de responsabilidad. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 61, enero-marzo 1996.
- HIERRO ANIBARRO, Santiago: El nuevo mercado de valores tecnológicos. Ed. Civitas. Madrid, 2.001.
- HUECK, A.; CANARIS, W.: Derecho de los títulos-valor. Ed. Ariel, 1988.
- HURTADO BUENO, Alonso: El riesgo legal corporativo: normativas nacionales, comunitarias e internacionales, Economist&jurist, Vol. 21, Nº. 173, 2013.
- IBAÑEZ GIMÉNEZ, Javier W.: La contratación en el Mercado de Valores. Tomo XXXIV. En Tratado de Derecho Mercantil. Marcial Pons, 2001.
- IBAÑEZ GIMÉNEZ, Javier: Contratos bursátiles a plazo y reforma Mercado de Valores.
- IGLESIAS-RODRIGUEZ, Pablo, en Procesos armonizadores en el ámbito de la poscontratación en la UE. El proceso de la reforma y conexión de Iberclear a TARGET2-Securities (T2S). La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Tomson-Reuters-Aranzadi. Pamplona 2017.

- ILLESCAS, Rafael: La autorregulación, entre la quiebra de la relatividad y la obligatoriedad de la declaración unilateral de voluntad. En Derecho Privado y Constitución, nº 17, 2003.
- ILLESCAS ORTÍZ, Rafalel: Electrificación y condiciones generales. En Hacia un nuevo Código Mercantil (Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano coord.). Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, 2014.
- IOSCO - BANCO DE PAGOS INTERNACIONAL: Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: Principles for financial market infrastructures, abril 2012.
- IRTI, Natalino: Derecho y mercado; Revista de Derecho Patrimonial; nº 3, 1999.
- IZQUIERDO, Miriam: Mercados de valores en la C.E.E. 1992.
- JANER TORRENS, Joan David: Límites y control de los actos adoptados por las agencias reguladoras de la Unión Europea: Comentarios a la sentencia del TJUE de 22 de enero de 2014, as. C-270/12, Reino Unido contra Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea apoyados por España, Francia, Italia y la Comisión Europea; Rev. General de Derecho Europeo, nº 33, año 2014.
- JEREZ DELGADO, Carmen: Principios, definiciones y reglas de un Derecho Civil europeo: el Marco Común de Referencia, (DCFR); BOE 2015.
- JIMÉNEZ, Monserrat; NÚÑEZ, Susana: Informes internacionales. Target2-Securities. CNMV. Boletín CNMV. Trimestre IV, 2007.
- JIMÉNEZ BLANCO, Antonio: Derecho Público del Mercado de Valores, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid 1989.
- JIMÉNEZ DE PARGA, Rafael: Hojas (vivas) del Derecho (de los negocios) un ensayo sobre el mercado.
- JIMÉNEZ FERNÁNDEZ A.; MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R; ZAPATA CIRUGEDA, FJ; HERNÁNDEZ ALER, G.; en: Informe y Conclusiones del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009). FEF, Madrid 2009.

- JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. coordinador: Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales. Madrid, 1.992.
- KIRCHNER, Pere; y SALINAS ADELANTADO, Carlos: La reforma de la Ley de Mercado de Valores. Ed. Tirant lo blanch, 1999.
- LEGISLACIÓN: Derecho del mercado de valores. Sujetos, mercados y operaciones.
- LEÑERO BOHOÓRQUEZ, Rosario; DARNACULLETA GARDELLA, M<sup>a</sup> Mercé: Las fuentes del Derecho en el sistema de la poscontratación del mercado de valores: internacionalización y autorregulación regulada; en La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Tomson-Reuters-Aranzadi. Pamplona 2017.
- LEÓN SANZ, Francisco José: Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Tomson-Reuters-Aranzadi. Pamplona 2017.
- LILIENFELD, Robert: Teoría de sistemas: orígenes y aplicaciones en ciencias sociales. México. Ed. Trillas, 1.991. (ECO).
- LINDE PANIAGUA, Enrique: Libertad de establecimiento de los prestadores de servicios en la Directiva relativa a los servicios en el mercado interior». Revista de Derecho de la Unión Europea, núm. 14, 2008
- LLEBOT MAJÓ, J.O.: Los deberes de los administradores de la sociedad anónima. Madrid, 1.996.
- LOBATO GOMEZ, J. Miguel: Contribución al estudio de la distinción entre las obligaciones de medios y las obligaciones de resultado; Anuario de derecho civil, Vol. 45, N<sup>o</sup> 2, 1992.
- LÓPEZ MARQUÉS, Carlos: Actividad legislativa e infraestructuras de mercado: MIFID II / MIFIR, EMIR, CSDR y otras normativas. En Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2015). Papeles de la Fundación, n<sup>o</sup> 54, 2015.

- LÓPEZ MIÑO, Antonio: Errores regulatorios y Derecho de la Competencia. En Estudios de Derecho mercantil. Libro homenaje al Prof. Dr. Dr. José Antonio Gómez Segade. Ed. Marcial Pons, Madrid 2013.
- LÓPEZ Y LOPEZ, Ángel M. y VALPUESTA FERNÁNDEZ, Rosa: Tratado jurisprudencial de responsabilidad por daños. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia 2013.
- LÓPEZ RICHART, Julián: El tratamiento de los contratos a favor de terceros en el Derecho alemán. Tesis doctoral; Universidad de Alicante, 2001.
- LÓPEZ SANTANA, Nieves: El contrato bancario de administración de valores. Ed. Universidad de Sevilla, 2002.
- LYCZKOWSKA, Karolina: Las garantías para mitigar los riesgos de la liquidación. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson-Civitas, Pamplona 2017.
- MADRID PARRA, A.: Legislación bancaria y del mercado de valores.
- MARCOS, Francisco: Las “Depositary Shares”. La negociación cruzada de valores en mercados extranjeros. La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson-Civitas, Pamplona 2017.
- MARIMÓN DURA, Rafael y BATALLER GRAU, Juan: Las sociedades anónimas de seguros y la facultad de avalar de sus administradores. RDBB, n1 68, año 1997.
- MÁRQUEZ DE LA CRUZ, Elena; MARTÍNEZ-CAÑETE, Ana R., PÉREZ-SOBA AGUILAR, Inés; La transacción de bloques de acciones y el mercado de control parcial societario en España. Revista BME Bolsa, 2º Trimestre 2016.
- MARTÍN CASALS, Miquel: Una primera aproximación a los “Principios de Derecho europeo de la responsabilidad civil”. InDret, nº 2, 2.005.
- MARTÍN MATEO, Ramón: Marco público de la economía de mercado.
- MARTÍN REBOLLO, Luis: Disposiciones administrativas y actos administrativos, en “La Nueva Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del

- Procedimiento Administrativo Común” (LEGUINA VILLA, Jesús y SÁNCHEZ MORÓN, Miguel, directores), Ed. Tecnos, Madrid 1993.
- MARTÍNEZ-CAÑETE, Ana R., PÉREZ-SOBA AGUILAR, Inés; MÁRQUEZ DE LA CRUZ, Elena: La transacción de bloques de acciones y el mercado de control parcial societario en España. Revista BME Bolsa, 2º Trimestre 2016.
- MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, Alfonso: Valores mobiliarios anotados en cuenta, Ed. Aranzadi, Pamplona 1997.
- MARTÍNEZ FLÓREZ, A; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F; RECALDE CASTELLS, A, en la Presentación de La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores. Tomson-Reuters-Aranzadi. Pamplona 2017.
- MARTÍNEZ GIJÓN, José: Historia del Derecho Mercantil. Estudios.
- MARTÍNEZ MULERO, Víctor: Entidad de contrapartida central, compensación y liquidación del contrato bursátil y gestión de incumplimientos fallos e incidencias; RDBB, nº 145, enero-marzo 2017.
- MARTÍNEZ MUÑOZ, José Fernando: Los valores representados en anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos. Derecho de los negocios, 1992.
- MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R; ZAPATA CIRUGEDA, FJ; HERNÁNDEZ ALER, G.; JIMÉNEZ FERNÁNDEZ A.; en: Informe y Conclusiones del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009). FEF, Madrid 2009.
- MARTÍNEZ SIMÓN, Alberto Joaquín: De las obligaciones de medios y de resultado. Revista Jurídica UNA, pp 161-222, Año: 2016.
- MASSAGUER, José: Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima. Un estudio de los arts. 216 y 217 LSA, Ed. Civitas, Madrid 1990.
- MESEGUER YEBRA, J. La responsabilidad patrimonial de las Administraciones públicas. Ed. Bosch. 2005.
- MÍNGUEZ PRIETO, Rafael: Reflexiones sobre el anteproyecto de Ley Financiera, Diario Expansión, 18 y 20 de abril 2001.

- MOLINA NAVARRETE: Persona jurídica y disciplina de los grupos de sociedades. 1.995.
- MONOGRAFIAS DE JURISPRUDENCIA: Responsabilidad del Estado y de las Administraciones Públicas. Madrid, 1.992.
- MONTOYA MARTÍN, Encarnación: Las empresas públicas sometidas al Derecho privado. 84-7248-333-9. 1.996.
- MORA Y PAJARES, Carlos de la: Los servicios de valores mobiliarios en España y la liquidación de operaciones en Bolsa, en AA.VV. "Organización y funcionamiento de los servicios para la conservación y administración de los valores mobiliarios y liquidación de las operaciones de Bolsa" Madrid 1971.
- MORAL BELLO, Cecilio: La segunda reforma bursátil en España. Hacia un mercado único de valores. en Cuadernos de Estudios Empresariales, nº 7, 1997.
- MORAL BELLO, Cecilio: La reforma del Sistema Financiero en el 2002. Especial Referencia al Mercado de Valores. Universidad Pontificia de Comillas, Madrid, 2002.
- MORELL OCAÑA, Luis: Curso de Derecho administrativo. Ed. Aranzadi, Pamplona 1997.
- MUÑOZ FERNÁNDEZ, Alberto: Nuevas perspectivas en la calificación como contractual o extracontractual de las acciones de responsabilidad en los reglamentos europeos de Derecho internacional privado. Anuario de Derecho Civil, nº 2, 2016.
- MUÑOZ MACHADO, Santiago: La responsabilidad civil concurrente de las Administraciones Públicas. Madrid, 1.991.
- NEILA NEILA, J.M.: La responsabilidad de los administradores en las sociedades de capital. Madrid, 1.995.
- NEILA NEILA, J.M.: Estatuto jurídico de sociedades anónimas. Madrid, 1993.

- NIETO CAROL, Ubaldo Y OTROS: Contratos bancarios y parabancarios. Lex Nova, 1998.
- NIETO CAROL, Ubaldo, coordinador: Seguridad jurídica y contratación mercantil. Madrid, 1.994.
- NIETO CAROL, Ubaldo: Las Bolsas de Valores, RDBB, nº 75, julio-septiembre 1999.
- NÚÑEZ, Susana y JIMÉNEZ, Monserrat: Informes internacionales. Target2-Securities. CNMV Boletín NMV. Trimestre IV, 2007.
- NÚÑEZ-LAGOS, F.: Contratos bancarios. Madrid, 1.995.
- NÚÑEZ RAMOS, Soledad: La respuesta a la crisis financiera internacional: medidas de estabilización financiera y estrategias de salida. Revista Presupuesto y Gasto Público, nº 59, IEF 2010.
- O'CALLAGHAN MUÑOZ, Xavier: Condiciones generales de Contratación: Conceptos generales y requisitos, en "Contratos de adhesión y derechos de los consumidores". Ed. Consejo General del Poder Judicial. Madrid, 1.993.
- O'CALLAGHAN MUÑOZ, Javier y FERNÁNDEZ GONZÁLEZ, Begoña: Compendio de Derecho Civil. Tomo I: Parte general, 2ª Ed. Madrid 2012.
- OLIVENCIA RUIZ, Manuel: Ley del Mercado de Valores y Agentes mediadores del comercio. Ed. 1.995.
- OLIVER LLÉBENES, Mónica; GONZÁLEZ ARIAS, Julio y ARGUEDAS SANZ, Raquel: La Ley Financiera: un proyecto en continua transformación. UNED, marzo 2002.
- OÑA, Francisco de: El impacto del euro en los mercados de renta fija, en "El impacto del Euro en los Mercados Financieros" AA.VV. La Caixa, 1998.
- ORTEGA, Raimundo: La Bolsa Española: del intervencionismo a la reforma. En Papeles de Economía Española: Suplementos sobre el Sistema Financiero. 1991.
- ORTEGA, Luis: Órganos de las Administraciones Públicas, en "La Nueva Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento

- Administrativo Común” (LEGUINA VILLA, Jesús y SÁNCHEZ MORÓN, Miguel, directores), Ed. Tecnos, Madrid 1993.
- ORTIZ VAAMONDE, S.: Sentencia del Tribunal Constitucional 16 de julio de 1997: títulos competenciales del estado y de las CCAA en relación con el Mercado de valores, en Cuadernos de Derecho y Comercio, nº 24, 1997.
- PADRÓS REIG, Carlos: La relevancia de la culpa in vigilando en la regulación y supervisión financiera y bancaria. RDBB núm. 128. Octubre – Diciembre, 2012.
- PAECH, Philipp: Capital Markets Union, Investment Securities and the Tradition of Casting Liquidity into the Law. LSE Law, Society and Economy Working Papers nº 20, 2015.
- PANTALEÓN FERNANDO, Ed. Responsabilidad en el derecho.
- PAPAYANNIS, Diego M: La responsabilidad civil como asignación de pérdidas. InDret nº 1, enero, 2014.
- PARADA VÁZQUEZ, R.: Derecho Administrativo. Tomos I y II. Madrid, 1997.
- PARADA VÁZQUEZ, Ramón: Concepto y fuentes del derecho administrativo. Marcial Pons, Madrid 2012.
- PAREJA LOZANO, C.: Los poderes de supervisión bancaria en el sistema federal norteamericano. (Una aproximación al Dual Banking System desde la perspectiva de la Unión Europea). Madrid, 1995.
- PAREJO, L.; JIMÉNEZ-BLANCO, A.; ORTEGA, L.: Manual de Derecho Administrativo. Ed. Ariel, 1996. Vol.1.
- PAREJO GÁMIR, José Alberto: El sistema financiero en los países de la CE. Madrid AC 1993.
- PASCUA MATEO, Fabio: La técnica normativa en el sistema jurídico comunitario; en Cuadernos de Derecho público, nº 28, 2006.
- PASSET, René: Manifeste pour une économie à finalité humaine, Le Monde Diplomatique, Février 2001.

- PAZ ARES: La desincorporación de los Títulos-valor. Revista de derecho mercantil, nº 219, 1996.
- PAZ-ARES, Cándido: La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo. InDret nº 4. 2003.
- PAZ ARES RODRÍGUEZ, C. y VELASCO CABALLERO, F.: Infracciones administrativas y autocartera en la sociedad anónima. Madrid, 1997.
- PECES-BARBA MARTÍNEZ, Gregorio: La seguridad jurídica desde la filosofía del Derecho. En Seminario sobre "Seguridad Jurídica": Santander, 28 agosto - 1 septiembre 1989.
- PELLETIER, A.: Interpretación práctica de la Ley de sociedades anónimas. Madrid, 1.995.
- PELLICER, Miguel: Los Mercados Financieros organizados en España, Banco de España, Estudios Económicos, nº 50.
- PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, Antonio: Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los títulos valores. Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells / coord. por Antonio Polo Díez, Vol. 3, 1994.
- PÉREZ DE LA CRUZ, Antonio: La crisis documental de los títulos valores, en "Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a Evelio Verdura y Tuells)", Estudios de Derecho bancario y bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells / coord. por Antonio Polo Díez, Vol. 3, 1994.
- PÉREZ CEPEDA, A.I.: La responsabilidad de los administradores de sociedades: criterios de atribución. Barcelona, 1997.
- PÉREZ GONZÁLEZ, Carmen: Responsabilidad del Estado frente a particulares por incumplimiento del Derecho Comunitario.
- PÉREZ LUÑO, Antonio Enrique: La seguridad jurídica: una garantía del derecho y la justicia. Boletín de la Facultad de Derecho UNED, núm. 15, 2000.

- PÉREZ MILLÁN, David: La transmisión consensual de valores representados por medio de anotaciones en cuenta. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.
- PÉREZ-SOBA AGUILAR, Inés; MÁRQUEZ DE LA CRUZ, Elena; MARTÍNEZ-CAÑETE, Ana R.: La transacción de bloques de acciones y el mercado de control parcial societario en España. Revista BME Bolsa, 2º Trimestre 2016.
- PÉREZ TREMPES, Pablo, en AA.VV.: Dret Constitucional, Vol II, Ed. Tirant lo blanch, Valencia 1995.
- PINEDA MARTÍNEZ, Ana y SÁNCHEZ MONJO, Miguel: La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (High Frequency Trading). Características y regulación. Rev. Derecho de los Negocios nº 12, 2013.
- PUIG BRUTAU: Compendio de Derecho Civil. 1.987-1991.
- PUIG FERRIOL, M.C. y otros: Manual de Derecho civil. Tomo II: Derecho de obligaciones. Responsabilidad civil. Teoría general del contrato. Madrid, 1.996.
- RAMOS GASCÓN, Fco. Javier: La representación de los valores. En Régimen jurídico de los valores. Ed. Bolsa de Madrid, 1997.
- RAMOS MUÑOZ, David y TIRADO MARTÍ, Ignacio: El procedimiento alternativo de liquidación a través de intermediario financiero. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.
- RECALDE CASTELLS, Andrés: En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad. RDBB, abril-junio, 1993.
- RECALDE CASTELLS, Andrés: Acotación del Derecho de los mercados de “Valores” e “instrumentos financieros” en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros), en RDBB, núm. 118 / Abril-Junio 2010.

- RECALDE CASTELLS, Andrés: Los valores mobiliarios. Hacia un nuevo Código Mercantil (Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano coord.). Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, 2014.
- RECALDE CASTELLS, A; MARTÍNEZ FLÓREZ, A; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F; en la Presentación de La reforma de los sistemas de poscontratación en los mercados de valores. Thomson-Reuters-Aranzadi. Pamplona 2017.
- RECALDE: RECALDE CASTELLS, Andrés: Los valores anotados en cuenta después de los cambios en el régimen de poscontratación. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.
- REGLERO CAMPOS, L. Fernando y BUSTOS LAGO, José Manuel (coordinadores): Tratado de responsabilidad civil. Ed. Thomson Reuters-Aranzadi. Pamplona, 2014.
- REICH, Norbert: Mercado y derecho. Ed. Ariel, 1985.
- RIGHINI, Elisabetta: I valori mobiliari.
- RIPOL Ignacio: Gestión de conflictos y "corporate compliance", Harvard Deusto business review, nº 265, 2017.
- RIVERO ORTEGA, Ricardo: Administraciones públicas y Derecho privado. 84-7248-530-7. 1.988. Ed. Marcial Pons.
- RIVERO ORTEGA, Ricardo: El Estado vigilante.
- RIVERO ORTEGA, Ricardo: Introducción al Derecho Mercantil administrativo-económico. 20 Ed.
- ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio: "Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario", RDBB, nº 117, enero-marzo 2010.
- ROCA TRIAS, Encarnación: El incumplimiento de los contratos en la propuesta de modernización del derecho de obligaciones y contratos: Boletín del Ministerio de Justicia; Núm. 2132, junio de 2011.

- ROCA TRÍAS, Encarnación: El riesgo como criterio de imputación subjetiva del daño en la Jurisprudencia del Tribunal Supremo Español. InDret nº 4. 2009.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.: "Determinación estatutaria del objeto social". AA.VV. Derecho de Sociedades Anónimas (coordinados por Alonso Ureba, Duque, Esteban Velasco, García Villaverde y Sánchez Calero), tomo I, Civitas, Madrid, 1.991.
- RODRÍGUEZ ROSADO, Bruno: Los sistemas de responsabilidad contractual: entre la "strict liability" y la responsabilidad por culpa. Revista de Derecho Civil, vol. I, núm. 4, octubre-diciembre, 2014.
- RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta. Ed. Marcial Pons, 2004.
- RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: Instrumentación y gestión de los valores anotados en cuenta. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia 2006.
- RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel: Negociación secundaria de derechos de emisión de gases GEI: Marco regulador. Rev. Derecho del Mercado de Valores; nº 10, enero 2012.
- ROGEL, Carlos: Prólogo de Principio, Realidad y Norma: el valor de las exposiciones de motivos (y de los preámbulos); Ed. Reus, Madrid 2015.
- ROJO FERNÁNDEZ RÍO, Ángel: El sistema español de anotaciones en cuenta; en Anotaciones en cuenta de deuda del Estado; Ed. Consejo General de Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, Madrid 1994.
- RUIZ DE VELASCO, Adolfo: Manual de Derecho Mercantil. 1992.
- RUIZ PERIS, Juan Ignacio: Grupos de empresas, Mercado de Valores e igualdad entre los inversores, en RDM, nº 218.
- RUIZ RODRÍGUEZ, Luis Ramón: Protección penal del Mercado de Valores. Infidelidades en la gestión de patrimonios. Ed. Tirant lo blanch. 1.997.
- SÁENZ DE SANTAMARÍA, GONZÁLEZ VEGA Y FERNÁNDEZ PÉREZ: Introducción al Derecho de la Unión Europea. Ed. Eurolex. 2ª Edición. Madrid, 1.999.

- SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, Juan Carlos: Reseña y comentario a la R.D.G.R.N. de 1 de diciembre de 1982 (BOE de 22 de diciembre de 1982). Sociedad anónima: determinación del objeto en los estatutos, en RDM, n1 171, enero-marzo, 1984.
- SAINZ DE VICUÑA BARROSO, A.: La unión de mercados de valores: una nueva frontera para Europa; Revista de Derecho Comunitario Europeo, núm. 50, Madrid, enero/abril 2015.
- SAINZ MORENO, Fernando: Ejercicio privado de funciones públicas; en Revista de Administración pública; Núm. 100-102, enero-diciembre 1983.
- SALINAS ADELANTADO, Carlos: El régimen jurídico de la prenda de valores negociables. Ed. Tirant lo blanch, Valencia 1.996.
- SALINAS ADELANTADO, Carlos: Desregulación y neo-regulación en el Mercado de Valores. RDM, 1997, nº 224.
- SALINAS ADELANTADO, Carlos y KIRCHNER, Pere: La reforma de la Ley de Mercado de Valores. Ed. Tirant lo blanch, 1998.
- SALINAS ADELANTADO, Carlos y VICENT CHULIÁ, Francisco: Derecho de Sociedades y Mercado de Valores. (Cambios en la Ley de Sociedades Anónimas introducidas por las Leyes 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores y 50/1998 de 30 de diciembre de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social). Rev. La Ley, 21 de abril de 1999.
- SALVADOR ARMENDÁRIZ, M<sup>a</sup> Amparo: Público y privado en la supervisión, inspección y sanción del sistema de poscontratación. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.
- SALVADOR, Pablo; AZAGRA, Albert y FERNÁNDEZ, Antonio: Autonomía privada, fraude de ley e interpretación de los negocios jurídicos. En InDret, Working Paper nº: 229 Barcelona, julio de 2004.

- SALVADOR CODERCH, Pablo; GAROUPA, Nuno y GÓMEZ LIGÜERRE, Carlos: El círculo de responsables. In Dret, nº 4, 2.005.
- SAN SEBASTIAN FLECHOSO, F.: El gobierno de las sociedades cotizadas y su control. Madrid, 1996.
- SANCHA TRUEBA; Ignacio: Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro compensación y liquidación de valores. Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2006). Papeles de la Fundación N.º 17.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: A modo de prontuario sobre una reforma polémica: La Ley 24/1988 del Mercado de Valores. RDM, n1 192, abril-junio 1989.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: “La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras, en RDBB, nº 37, 1990.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: “La reforma de los Mercados de Títulos en España”, en Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (Homenaje a Evelio Verdura y Tuells), tomo III. 1994.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: La Sociedad Anónima y el Mercado (observaciones al paso de una reforma indebida). Revista Derecho de Sociedades. Nº 14, 2000.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando: Curso de Derecho del Seguro, vol. I, Ed. Nauta, Bilbao, 1961.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando: La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta. RDBB, nº 27, 1987.
- SÁNCHEZ CALERO, F. y otros: Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS). Madrid, 1993.
- SÁNCHEZ CALERO, F. (Director): Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992. Madrid, 1995.
- SÁNCHEZ-CALERO GILARTE, Juan: Fallos en los mercados financieros y sanciones. RDBB Núm. 139. Julio-septiembre, 2015.

- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, Sara y GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J.: Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales. En La reforma del sistema de poscontratación en los mercados de valores. Thomson Reuters Aranzadi, 2017.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L.: Curso de bolsa y mercados financieros. Barcelona, 1996.
- SÁNCHEZ GUILARTE, Juan: La desmaterialización de los valores en la experiencia francesa. RDBB, 1987.
- SÁNCHEZ MONJO, Miguel y PINEDA MARTÍNEZ, Ana: La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (High Frequency Trading). Características y regulación. Rev. Derecho de los Negocios nº 12, 2013.
- SÁNCHEZ RUS, Heliodoro: Objeto social y poder de representación en la Sociedad Anónima, en AA.VV. "Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez", Ed. Civitas, Madrid 1996, Tomo II.
- SANTILLÁN FRAILE, Ignacio: La reforma de la compensación y liquidación en España; en Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos. IEAF/FEF 2012.
- SANTILLÁN FRAILE, Ignacio, en Seguimiento del proceso de reforma del sistema de post trading español; Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos. IEAF/FEF 2013.
- SANTOS BRIZ, Jaime: La responsabilidad civil. Derecho sustantivo y procesal. Ed. Montecorvo, 5ª ed. Madrid 1989.
- SANTOS BRIZ, J.: La responsabilidad civil. Derecho sustantivo y derecho procesal. Madrid, 1.996.
- SANTOS MARTÍNEZ, Vicente: Acciones y obligaciones representadas, en Derecho de sociedades anónimas: (en homenaje al profesor José Girón Tena), Tomo II, Vol. 1, Ed. Civitas, Madrid 1994.
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de crédito. Madrid, 1994.

- SESTER, Peter: Acerca de la interpretación de la eficiencia del mercado de capitales en leyes, directivas y estándares que regulan tales mercados. RDMV, nº 4, 2009.
- SOLLOA MENDOZA, Ignacio; BENITO NAVEIRA, Jesús: La reforma de la post-contratación de valores en España; Rev. Estabilidad Financiera, nº 28, Banco de España, 2015.
- STIGLITZ, Joseph: El malestar en la globalización, Ed. Taurus, Madrid, 2002.
- TAPIA, Mikel y ALUBANKUDI, Busola: ¿Qué sabemos de la negociación de alta frecuencia? En Revista Bolsa 4º Trimestre de 2014.
- TAPIA HERMIDA, A.J.: El contrato de gestión de carteras de inversión. Madrid, 1.995.
- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: Los contratos de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores. Instituciones del mercado financiero / coord. por Julián Martínez-Simancas Sánchez, Alberto Alonso Ureba, Vol. 3, 1999.
- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier: Derecho del Mercado de Valores. J.M. Bosch Ed. Barcelona, 2.000.
- TAPIA HERMIDA, Alberto J.: La post-contratación en los mercados secundarios de valores; en Rev. Derecho del Mercado de Valores, nº 20, 2017.
- TAPIA HERMIDA, Alberto: La regulación de la poscontratación en los mercados secundarios de valores; Boletín de la CNMV, julio 2017.
- TAPIA HERMIDA, Alberto J. en: La Post-Contratación En Los Mercados Secundarios De Valores: El Sistema De Compensación Y Liquidación De Valores; Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil; Universidad Complutense. Madrid, nº 107, febrero de 2017.
- TESO GAMELLA, Mª Pilar: La impugnación de los reglamentos: los efectos de la declaración de nulidad. En Revista de Administración Pública, 210, septiembre – diciembre, 2019.

- TORRES ESCÁMEZ, S.: La emisión de obligaciones por sociedades anónimas. Estudio de la legislación mercantil y del Mercado de Valores. Madrid, 1992.
- UBIRÍA ZUBIZARRETA, Sebastián: La central de anotaciones y su operativa, en Perspectivas del sistema financiero. Nº 19, 1987.
- URQUIJO, J.L. y MORENO-LUQUE, J.M., y ALONSO, A. directores: La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición. Bilbao, 1.992.
- UREBA, Alonso (coordinador): Derecho de sociedades anónimas. Madrid, 1994.
- URETA, Juan Carlos: Registro, compensación y liquidación de valores; en Régimen Jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectivas. Francisco Uría coordinador. La Ley, 2007.
- URIA, OLIVENCIA y otros: Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima. 1995.
- URÍA FERNÁNDEZ, Fco. (coordinador) Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva. Ed. La Ley, Madrid 2007.
- URQUIJO Y CRESPO: El consejo de administración. Conducta, funciones, y responsabilidad financiera de los consejeros. El silencio de los consejos. 10 Ed. 1.998.
- VALENZUELA GARACH, F.: La información en la sociedad anónima y en el mercado de valores. Madrid, 1993.
- VALERO, Francisco: El papel de los mercados de valores en la financiación de la empresa española. Rev. Economía industrial. N1 293 y 294. (Ministerio de Industria).
- VALPUESTA FERNÁNDEZ, Rosa; LÓPEZ Y LOPEZ, Ángel M.: Tratado jurisprudencial de responsabilidad por daños. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia 2013.
- VAQUER ALOY, Antoni: El Soft Law europeo en la jurisprudencia española: doce casos. En Ars Iuris Salmanticensis: Estudios Vol. 1. Salamanca 2013.

- VARA DE PAZ, Nemesio: La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta. En Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, Madrid junio 2007.
- VATTIER FUENZALIDA, Carlos: Notas sobre el incumplimiento y la responsabilidad contractual. En Revista electrónica del Departamento de Derecho de la Universidad de La Rioja, REDUR 3, año 2005.
- VELASCO CABALLERO, F; PAZ ARES RODRÍGUEZ, C.: Infracciones administrativas y autocartera en la sociedad anónima. Madrid, 1997.
- VERDERA Y TRUCELLS, E. El nuevo mercado de valores.
- VICENT CHULIÀ, Francisco: Introducción al Derecho Mercantil. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 14 ed.
- VICENT CHULIÀ, Francisco: Introducción al Derecho Mercantil. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 15ª Ed.
- VICENTE CHULIÀ, Francisco y SALINAS ADELANTADO, Carlos: Derecho de Sociedades y Mercado de Valores. (Cambios en la Ley de Sociedades Anónimas introducidas por las Leyes 37/1998 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores y 50/1998 de 30 de diciembre de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social). Rev. La Ley, 21 de abril de 1999.
- VICENT CHULIÀ, Francisco: Generalidades sobre el sistema financiero español (características, organización bancaria, fuentes del derecho en la materia). Cuadernos de Derecho Judicial, 1993.
- VICIANO PASTOR, Javier: Libre competencia e intervención pública en la economía. Ed. Tirant lo blanch, 1.995.
- VILLANUEVA FRESÁN, Mª Victoria; GIL DE BLAS, Cecilio y GONZÁLEZ PUEYO, Javier: Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones, CNMV, Documentos de Trabajo, No 50, Agosto 2011.

VV.AA. Libros y Registros contables: descripción. Rev. Estudios de Jurisprudencia. Ed. COLEX, n1 10.

VV.AA.: Estudios de Derecho Mercantil en homenaje a Manuel Broseta Pont. Ed. Tirant lo Blanch, 1.995.

VVAA: Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont. Ed. Tirant lo blanch, 1995.

VVAA: Estudios de responsabilidad civil. Año 2.001.

VVAA: Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero. Marzo 2.002.

VVAA.: Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez. 4 tomos. 1996.

VVAA.: Contratación en el Mercado de valores. Tratado de Derecho Mercantil.

XIOL RÍOS, Juan Antonio: Criterios de imputación en la responsabilidad contractual. En Boletín del Ministerio de Justicia, núm. 2132. Junio 2011.

ZAPATA CIRUGEDA, FJ; HERNÁNDEZ ALER, G.; JIMÉNEZ FERNÁNDEZ A.; MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R; en: Informe y Conclusiones del Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos. FEF, Madrid 2009.

ZÁRATE, César: ¿Compliance Officer o Comité de Compliance? ¿Externalización de funciones? Revista jurídica Aranzadi, nº 921, 2016.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico. RDBB, nº 56, octubre-diciembre 1994.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: Derecho del Mercado Financiero, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1997.

ZUNZUNEGUI, Fernando: Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil. Ed. Colex. 84-7879-693-2. Madrid, 2001.

ZUNZUNEGUI, F. La regulación jurídica internacional del mercado de financiero. en RDMF, nº 1, mayo 2008.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: Aproximación a la responsabilidad contractual de los prestadores de servicios de inversión. En RDBB, nº141, 2016.



## VI. JURISPRUDENCIA.

### **UNIÓN EUROPEA**

STJ (Sala Quinta) de 27 de septiembre de 1988; Asunto C-189/87 (ECLI:EU:C:1988:459)

STJ (Sala Sexta), de 1 de octubre de 2002; Asunto C-167/00 (ECLI:EU:C:2002:555)

STJ (Sala Cuarta), de 16 de febrero de 2012; Asuntos C-72/10 y C-77/10 (ECLI:EU:C:2012:80)

STJUE de 26 de febrero de 2013,; Asunto C3-99/11 (ECLI:EU:C:2013:107)

### **TRIBUNAL CONSTITUCIONAL**

#### **STC 13/1988, de 4 de febrero**

STC 135/1992, de 5 de octubre (ECLI:ES:TC:1992:135)

#### **STC 133/1997 de fecha 16-07-1997**

STC 83/2005, de 7 de abril de 2005 (ECLI:ES:TC:2005:83)

STC 222/2006, de 6 de julio (ECLI:ES:TC:2006:222)

STC 232/2015, de 5 de noviembre (ECLI:ES:TC:2015:232)

### **TRIBUNAL SUPREMO**

STS de 16 de diciembre de 1986 (ECLI: ES:TS:1986:7088)

STS de 5 de diciembre de 1995 (ECLI: ES:TS:1995:6159)

STS 195/1996, de 11 de marzo de 1996 (ECLI: ES:TS:1996:1513)

STS 865/1996 de TS, de 29 de octubre de 1996 (ECLI:ES:TS:1996:5931)

STS 2534/1998, de 21 de abril de 1998, ECLI: ES:TS:1998:2534

STS de 26 de febrero de 2001 (ECLI: ES:TS:2001:1423)

STS 989/2002, de 14 de febrero de 2002, (ECLI: ES:TS:2002:989)

STS 595/2007, de 17 de mayo de 2007 (ECLI: ES:TS:2007:3220)

STS 645/2007, de 30 de mayo de 2007 (ECLI: ES:TS:2007:3410)  
STS 2 de noviembre de 2007 (ECLI: ES:TS:2007:7508)  
STS de 29 de octubre de 2008, (ECLI: ES:TS:2008:5541)  
STS 1135/2008, de 22 de diciembre de 2008 (ECLI: ES:TS: 2008:7354)  
STS de 27 de enero de 2009 (ECLI: ES:TS:2009:121)  
STS 64/2011 de 9 febrero (ECLI: ES:TS:2011:560)  
STS 99/2012 de 29 de febrero de 2012 (ECLI: ES:TS:2012:1083)  
STS de 3 de julio de 2012 (ECLI: ES:TS:2012:4496)  
STS 240/2013, de 17 abril de 2013 (ECLI: ES:TS:2013:1713)  
STS de 22 abril 2013, (ECLI:ES:TS:2013:3013)  
STS de 3 de Julio del 2013 (ECLI: ES:TS:2013:3627)  
STS 600/2013, de 14 de octubre de 2013 (ECLI:ES:TS:2013:4921)  
STS 754/2014, de 30 de diciembre de 2014 (ECLI:ES:TS:2014:5531)  
STS 64/2015, de 24 de febrero de 2015 (ECLI: ECLI:ES:TS:2015:1698)  
STS 381/2015, de 18 de junio de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:3224)  
STS 400/2015, de 9 de julio de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:3223)  
STS 467/2015, de 21 de julio de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:3228)  
STS 102/2016, de 25 de febrero de 2016, ECLI: ES:TS:2016:610  
STS 624/2016, de 24 octubre de 2016 (ECLI: ES:TS:2016:4628)  
STS 124/2017, de 24 de febrero de 2017 (ECLI: ES:TS:2017:717)  
STS 335/2017, de 25 de mayo de 2017, ECLI: ES:TS:2017:2051  
STS 447/2017, de 13 de julio de 2017 (ECLI: ES:TS:2017:2848)  
STS 503/2017, de 15 de septiembre de 2017, (ECLI: ES:TS:2017:3248)  
STS 1491//2017, de 3 de octubre (ECLI: ES:TS:2017:3506)  
STS 5/2019, de 9 de enero de 2019 (ECLI: ES:TS:2019:13)

## **AUDIENCIAS PROVINCIALES**

SAP Donostia-San Sebastián de 30 de diciembre de 2015 (ECLI: ES:APSS:2015:1034)

SAP Madrid470/2011, de 29 de septiembre de 2011 (ECLI:ES:APM:2011:14509)

SAP 193/2012, Madrid de 26 marzo (ECLI:ES:APM:2012:5072)

SAP Madrid 16788/2017 (ECLI: ES:APM:2017:16788)

SAP Madrid, de 23 de marzo de 2018 (ECLI:ES:APM:2018:4738)