



ABRIR CAPÍTULO V.

CAPÍTULO VI

CONSTITUCIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

1. Constitución de los valores anotados en cuenta. 1.1. Otorgamiento de escritura pública. 1.2. Inscripciones en el Registro Mercantil necesarias en el régimen específico de las acciones. 1.3. Inscripción en el Registro de la CNMV de la designación de la Entidad encargada del registro contable de los valores. 1.4. Depósito de copias de la escritura pública y publicidad de ésta. 1.5. Modificación de las características de los valores. 1.6. Inscripción de los valores anotados en cuenta en el registro contable. **2. Contenido de los valores anotados en cuenta.** **3. Transformación de títulos en anotaciones en cuenta.** 3.1. Transformación necesaria de títulos en anotaciones en cuenta. 3.1.1. *Transformación en anotaciones en cuenta de títulos fungibles.* 3.1.2. *Transformación en anotaciones en cuenta de títulos negociados en Bolsa no incluidos en el sistema previsto en el D 1128/1974.* 3.1.2.1. *Títulos al portador.* 3.1.2.2. *Títulos nominativos.* 3.1.3. *Transformación de títulos sujetos a derechos reales o gravámenes.* 3.2. Transformación voluntaria de títulos en anotaciones en cuenta.

CAPÍTULO VI

CONSTITUCIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

1. CONSTITUCIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

El art. 8 LMV prescribe que "los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán *como tales* en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable" ⁶²⁸. Una lectura poco meditada de este artículo podría llevar a concluir equivocadamente que el acto constitutivo de los valores representados por medio de anotaciones no es otro sino el de su inscripción en el registro.

Sin embargo, no debe dejarse pasar inadvertido que la LMV dice que los valores se constituirán *como tales* por su inscripción en el registro ⁶²⁹. Es decir la constitución de los valores es un acto que puede haber tenido lugar con anterioridad a su inscripción en el registro ⁶³⁰ y,

⁶²⁸ Cfr. también art. 11 RD 116/1992.

⁶²⁹ Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 39; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 171.

⁶³⁰ A este respecto, comenta SÁNCHEZ CALERO que "de la misma forma que se decía por la doctrina tradicional, que las acciones podían encuadrarse dentro de los llamados títulos «no dispositivos», precisamente porque el nacimiento del derecho puede no ir ligado al nacimiento del título (cfr. de igual forma en la actualidad, arts. 55.5 y 56 LSA), en el

en ese caso, los efectos constitutivos de la inscripción harán referencia tan sólo a la constitución de los valores en cuanto que valores anotados ⁶³¹.

El acto constitutivo de un valor negociable, con independencia de que vaya a representarse en forma de título-valor o de anotación en cuenta, es la suscripción y este acto puede tener lugar antes de la inscripción registral de los valores ⁶³².

Resulta especialmente concluyente y esclarecedor pensar en la posibilidad de que valores que están representados en forma de títulos -por consiguiente, ya constituidos- se

caso de los valores anotados en cuenta el nacimiento del valor puede ser anterior a su contabilización" (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 99).

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 38 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 431.

⁶³¹ "Tratándose de derechos del mercado de capitales -básicamente acciones y obligaciones-, -comenta PAZ-ARES- "el efecto constitutivo de la inscripción no es pleno, sino limitado. El derecho de participación o de crédito de que se trate nacen antes de la inscripción -al igual que, en el sistema de los títulos, nacen antes de que se imprima y entregue el documento-, pero hasta que aquella se produce están sujetos al derecho común." (cfr. "La desincorporación de los títulos-valor", *cit.*, pág. 99).

⁶³² ANGULO RODRÍGUEZ (en "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 295-296) hace un análisis diferenciado del negocio de suscripción de los valores de Deuda Pública o asimilados y de las obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones.

transformen en anotaciones en cuenta ⁶³³. No cabe duda del alcance limitado de los efectos constitutivos que, en ese caso, tiene la inscripción registral ⁶³⁴.

Por tanto, todo cuanto digamos en este epígrafe sobre la constitución de los valores anotados ha de ser interpretado a la luz de esta precisión.

1.1. OTORGAMIENTO DE ESCRITURA PÚBLICA.

El sistema de anotaciones en cuenta fundamenta la constitución de los valores sobre dos piezas clave: el otorgamiento de una escritura pública y la inscripción de los valores en un registro.

El verdadero acto constitutivo de los valores anotados -en cuanto tales valores anotados- podría decirse que es el de la inscripción de éstos en el

⁶³³ Posibilidad contemplada por los arts. 5.3 LMV y 4 RD 116/1992.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 99.

⁶³⁴ "Lo que sucede" -observa SÁNCHEZ CALERO- "es que a partir del momento en que se produzca esta contabilización, los valores quedan sometidos al régimen jurídico especial previsto para ellos en la Ley del mercado de valores" (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 99).

registro, pero el art. 8.1 LMV ⁶³⁵ dispone que el contenido de esa inscripción vendrá definido por la escritura pública que, con carácter obligatorio, deberá haberse extendido al efecto ⁶³⁶.

En la escritura pública se hará constar la designación de la Entidad encargada del registro contable, la denominación de los valores, el número de unidades, su valor nominal y sus demás características y condiciones, especialmente, y en función de la naturaleza propia de los valores, aquellas que se mencionan en la LSA, el RRM 1597/1989 y las disposiciones que resulten aplicables ⁶³⁷.

La escritura que se utilice podrá ser la propia escritura de emisión de los valores u otra escritura posterior que se extienda para el acto de la inscripción de los valores en el registro ⁶³⁸. El

⁶³⁵ Vid. también 6.3 RD 116/1992.

⁶³⁶ Arts. 6 LMV y 6 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", cit., pág. 270.

⁶³⁷ Arts. 6.1 LMV y 6.1 RD 116/1992.

Cfr. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 255; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit. pág. 111.

⁶³⁸ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit. pág. 111; ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYNS, J. A., "La actividad de gestión...", cit., pág. 133; ALONSO ESPINOSA (en "Problemas en materia de documentación...", cit., pág.

art. 6.2 RD 116/1992 dispone que tratándose de programas de emisión, en los que se pretenda emitir durante un cierto plazo valores que tengan distintas características, podrá extenderse una sólo escritura pública en la que se recojan las comunes a todos y posteriores certificaciones complementarias con las características específicas o diferenciadas. Estas certificaciones serán expedidas por el órgano de administración del emisor o por persona con poder bastante al efecto y, en cualquier caso, la firma de la certificación habrá de estar legitimada notarialmente. Cuando se trate de emisiones de Deuda del Estado, de las Comunidades Autónomas, de Entidades públicas u Organismos internacionales y en otros supuestos que determine la Ley no será necesario para la constitución de los valores el otorgamiento de escritura pública. En estos casos, tal requisito se verá sustituido por la publicación de las

39, nt. 6) quien señala que, en el caso de las acciones, la escritura a la que nos referimos habrá de ser una escritura pública otorgada específicamente para su representación por medio de anotaciones en cuenta; no parece planteable servirse de la "escritura de emisión", pues el acto de emisión de las acciones es obra conjunta de la escritura de constitución de la sociedad y de los estatutos sociales y resultaría poco operativo e incluso falto de sentido su utilización para los fines exigidos en los arts. 6 LMV y 6 RD 116/1992.

En cambio, en el caso de las obligaciones, su escritura de emisión sí que podrá ejercer la función contemplada en el art. 6.1 *in fine* LMV.

características de la emisión en el *Boletín Oficial* correspondiente ⁶³⁹.

La escritura pública -o la certificación del art. 6.2 RD 116/1992, o la publicación de las características de los valores en un *Boletín Oficial*- juega un papel fundamental en el sistema de anotaciones en cuenta, pues con la obligatoriedad de su otorgamiento el legislador ha querido introducir un mayor índice de *seguridad* y de *certeza* en el momento de constitución de los valores, amparando así los intereses de los inversores y favoreciendo, en último término, la buena marcha del mercado ⁶⁴⁰.

1.2. INSCRIPCIONES EN EL REGISTRO MERCANTIL NECESARIAS EN EL RÉGIMEN ESPECÍFICO DE LAS ACCIONES.

En el régimen específico de las acciones de sociedad anónima, cuando éstas vayan a ser representadas por medio de anotaciones en cuenta,

⁶³⁹ Arts. 6.4. LMV y 10 RD 116/1992.

Cfr. GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág. 63; TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 270.

⁶⁴⁰ Cfr. GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág. 63; ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS, J. A., "La actividad de gestión...", *cit.*, pág. 133.

se hacen precisas determinadas inscripciones en el Registro Mercantil.

En primer lugar será necesario que se inscriba la constitución de la propia sociedad, pues de lo contrario no sería posible proceder a la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta. El art. 94.1 RRM expresa esta idea con gran claridad cuando afirma que, en la hoja abierta a cada sociedad, la constitución de la sociedad "necesariamente será la inscripción primera" ⁶⁴¹.

En su número 10º, el art. 94 RRM dispone la necesidad de inscribir "la designación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable en el caso de que los valores se hallen representados por medio de anotaciones en cuenta". A este respecto, cuando la sociedad emisora de los valores haga su solicitud ante la Entidad encargada del registro en cuestión, le pedirá que le expida una *certificación* en la que quede constancia de que asume la llevanza del registro contable de esa emisión de valores. El art. 95.3 RRM dispone que esa *certificación* será el título inscribible necesario para la inscripción requerida por el art.

⁶⁴¹ Vid. PAU PEDRÓN, A., "Registro Mercantil", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, cit., pág. 5725.

94.10 RRM. Caben dos posibilidades por lo que se refiere a la designación de la Entidad encargada del registro: o bien que la emisora designe una Sociedad o una Agencia de Valores, cuando los valores no estén admitidos a negociación en mercados oficiales; o bien que se encomiende de forma necesaria la llevanza del registro al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, cuando se trate de valores admitidos en las Bolsas de Valores ⁶⁴².

El art. 94 RRM también exige, en su número 9º, la inscripción de "la admisión de las acciones a negociación en un mercado secundario oficial de valores". En este caso el título inscribible, también requerido por el art. 95.3 RRM, será la *certificación* que expida la Sociedad Rectora de la Bolsa en la que se hallen admitidas a negociación las acciones.

1.3. INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DE LA CNMV DE LA DESIGNACIÓN DE LA ENTIDAD ENCARGADA DEL REGISTRO CONTABLE DE LOS VALORES.

Esta exigencia forma parte del régimen general de los valores anotados, pero hace

⁶⁴² Art. 7.2 LMV.

referencia tan sólo a aquellos valores que no estén admitidos a negociación en mercados oficiales.

Como ya hemos referido, en estos supuestos la llevanza del registro contable de los valores se encomendará a una Sociedad o a una Agencia de Valores. Los arts. 7.2 LMV y 45.2 RD 116/1992 disponen que tal designación sea inscrita en el Registro de la CNMV previsto en el art. 92. a) LMV. Sin la inscripción de la designación no podrá procederse a la llevanza del registro contable de la emisión ⁶⁴³.

Cuando se trate de valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública, no es necesaria esta inscripción, pues en esos casos se sabe que la llevanza del registro contable siempre corresponde al SCLV o a la Central de Anotaciones, respectivamente. Sin embargo, en el caso de los valores no admitidos a negociación en mercados oficiales, la obligación de la inscripción que comentamos se fundamenta en la necesidad de *identificar* cuál de entre todas las Sociedades y Agencias de Valores inscritas en los registros de

⁶⁴³ Cfr. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 273; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit. pág. 115.

la CNMV ⁶⁴⁴ es la que asume la llevanza del registro de los valores integrantes de la emisión que nos interese.

La Entidad emisora de los valores deberá atribuir la llevanza del registro contable de cada emisión a una única Entidad encargada ⁶⁴⁵, lo cual introduce un gran criterio de orden en el mercado. El sistema sería todavía más ordenado si se exigiese incluso una única Entidad encargada por emitente, a la cual la Entidad emisora encomendase la llevanza del registro de todas las emisiones de valores que efectuase ⁶⁴⁶. Lo cierto, sin embargo, es que la Ley no exige la vinculación de cada emisora a una única Entidad encargada y que, por otro lado, también resulta positivo que la Entidad

⁶⁴⁴ Vid. art. 62 LMV.

⁶⁴⁵ Art. 7.1 LMV.

⁶⁴⁶ Así lo propone ANGULO RODRÍGUEZ (en "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 272) y sugiere incluso que ese dato -la designación de la Entidad que ha resultado encargada del registro de todas las emisiones- se inscriba "en el Registro Mercantil cuando se trate de emitentes inscritos, como prevé el 94.10 del RRM para los valores emitidos por sociedades".

DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO (en "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 316), desde la posición contraria, mantienen que la designación de una única Entidad por emisión "no impide, sin embargo, que una misma sociedad o agencia pueda llevar cuentas correspondientes a más de un valor, ni que la contabilidad de diferentes emisiones de valores idénticos pueda venir encomendada a diferentes entidades -una por cada emisión".

emisora goce de libertad para escoger la encargada del registro cada vez que efectúa una nueva emisión de valores. Si su relación con la encargada del registro ha sido buena, seguramente volverá a designarla para una nueva emisión. Pero, si no ha sido así, la emisorá podrá buscar otra entidad que preste mejor su servicio de llevanza del registro. No tendría sentido establecer una relación de dependencia o encadenamiento de las Entidades emisoras a las Entidades encargadas cuando la inspiración del sistema -en lo que a este punto se refiere- parece querer apoyarse en la libre iniciativa privada ⁶⁴⁷.

1.4. DEPÓSITO DE COPIAS DE LA ESCRITURA PÚBLICA Y PUBLICIDAD DE ÉSTA.

Como ya hemos observado, en la escritura pública a la que ahora nos referimos se define cuál es el contenido de los valores que se van a constituir ⁶⁴⁸; en ella, además, se detalla el

⁶⁴⁷ Nos inclina a pensar así el mismo hecho de que quede al arbitrio de la emisora la elección de la Entidad encargada; o la personalidad jurídico privada de la mayoría de las Entidades encargadas de los registros; o el régimen de libre tarifa existente en este ámbito -el art. 26.2 RD 116/1992 dispone que las "Entidades encargadas del registro contable establecerán (...) las tarifas de comisiones a percibir de las Entidades emisoras o de sus clientes por los mencionados servicios" de inscripción, mantenimiento de saldos y administración de valores-.

⁶⁴⁸ Arts. 8 LMV y 6.3 RD 116/1992.

número de valores que integran la emisión, sus características y condiciones, su valor nominal, su denominación, etc. ⁶⁴⁹. El régimen jurídico de los valores anotados en cuenta prevé, como último paso previo a la efectiva constitución de los valores, que la Entidad emisora haga depósito de copias de esta escritura en la Entidad que vaya a encargarse del registro contable de los valores y -cuando sea el caso- en los Organismos rectores del mercado en que se negocien los valores ⁶⁵⁰.

Con estos depósitos de copias de la escritura se pretende, fundamentalmente, dar publicidad al contenido y demás características de los derechos anotados, paliando así la posible inseguridad de los titulares de los valores y contribuyendo a una marcha ordenada del mercado ⁶⁵¹. Los depósitos de copias de la escritura que deberá realizar la Entidad emisora de los valores son los siguientes:

⁶⁴⁹ Arts. 6.1 LMV y 6.1 RD 116/1992.

⁶⁵⁰ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.* pág. 111; TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 270.

⁶⁵¹ Cfr. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS, J. A., "La actividad de gestión...", *cit.*, pág. 133.

a) Depositará una copia ante la *Entidad que vaya a llevar el registro contable de la emisión de valores* ⁶⁵²:

a') Si los valores no están admitidos a negociación en un mercado oficial, la Entidad emisora depositará la copia en la *Sociedad o Agencia de Valores* que haya designado para la llevanza del registro ⁶⁵³.

b') Si los valores están admitidos a negociación en las *Bolsas de Valores*, el depósito de la copia de la escritura se hará en el *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*, pues, en ese caso, es ésta la Entidad que, necesariamente, llevará el registro contable de los valores -pudiéndose ayudar por sus entidades adheridas y asumiendo

⁶⁵² Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 271.

⁶⁵³ Art. 6.2 LMV, en relación con el art. 7.2 LMV, y 7.1 RD 116/1992.

entonces la posición de Registro Central- ⁶⁵⁴.

c') Sin embargo, cuando los valores estén admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, si la Comunidad Autónoma en la que ésta radica tiene competencia en la materia, se podrá disponer la creación por la Sociedad Rectora de esa Bolsa de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación. En ese caso el depósito de la copia de la escritura se hará en la *Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente* ⁶⁵⁵.

b) Depositará otra copia de la escritura ante la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, quien la incorporará a uno de

⁶⁵⁴ Art. 6.2 LMV, en relación con el art. 7.3 LMV, y 7.1 RD 116/1992.

⁶⁵⁵ Art. 6.2 LMV, en relación con los arts. 7.3 y 54.2 LMV, y art. 7.1 RD 116/1992.

los Registros Públicos que tiene a su cargo ⁶⁵⁶.

c) Cuando los valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial la Entidad emisora depositará otra copia en su organismo rector ⁶⁵⁷:

a') Si los valores se negociaran en las Bolsas de Valores:

a'') Tratándose de valores que se negociaran en una única Bolsa se depositará copia de la escritura ante la Sociedad Rectora de esa Bolsa ⁶⁵⁸.

b'') Si los valores serán negociados por medio del Sistema de Interconexión Bursátil, la copia podrá depositarse o bien ante la

⁶⁵⁶ Arts. 6.2 y 92.e) LMV y 7.2 RD 116/1992.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 271.

⁶⁵⁷ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 272.

⁶⁵⁸ Art. 6.2 *in fine* LMV y 7.3 RD 116/1992.

Sociedad de Bolsas, o bien ante cualquiera de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores -y, en este caso, se acompañará la copia autorizada de copias simples que la Entidad que las reciba cotejará y hará llegar a las restantes-

659.

b') En el caso de los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones no hay depósito de copia de la escritura, porque las características de estos valores no son recogidas en escritura pública, sino que son publicadas en el Boletín Oficial correspondiente en el momento de su emisión, viéndose así igualmente cubierto el requisito de publicidad que se pretende alcanzar con el registro de la copia de la escritura pública exigido para los demás valores. Así lo prescriben los arts. 6.2 LMV y 10 RD 116/1992 respecto de

659 Arts. 6.2 *in fine* LMV y 7.3 *in fine* RD 116/1992.

las emisiones de Deuda del Estado, de las Comunidades Autónomas, de otras Entidades públicas, de Organismos internacionales y de cuantos otros supuestos pueda establecerse legalmente.

Para alcanzar la publicidad de las características de los valores a que hemos hecho referencia, el art. 8.1 RD 116/1992 impone a la Entidad emisora, a la Encargada del registro contable y, cuando sea el caso, a los Organismos rectores de los mercados en que se negocien los valores la obligación de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general las copias de la escritura que han recibido en depósito ⁶⁶⁰. Cuando los valores son negociados por medio del Sistema de Interconexión Bursátil esta obligación recae conjuntamente en la Sociedad de Bolsas y todas las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores (*vid.* el apartado b'') de la enumeración que acabamos de realizar). A esto hemos de añadir el derecho que otorga el art. 8.2 RD 116/1992 a los titulares de valores y demás personas interesadas a consultar

⁶⁶⁰ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 272.

directamente dichas copias y a obtener la expedición, a su costa, de una reproducción de las mismas por cualquier medio adecuado ⁶⁶¹.

1.5. MODIFICACIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES.

A la vista de lo expuesto en los epígrafes anteriores se comprende que el procedimiento previsto para la modificación de las características de los valores sea la *constatación en escritura pública* de las nuevas características de los valores y *depósito de copias de la escritura* en las mismas Entidades en que hubiese procedido realizarlo anteriormente. La nueva escritura podrá sustituir a la antigua o simplemente complementarla; en cualquier caso, quedará a disposición del público de la misma forma y con los mismos fines que los previstos para la anterior escritura ⁶⁶².

La modificación de las características de los valores se hará pública en uno de los diarios de mayor difusión en la provincia en que la Entidad

⁶⁶¹ Cfr. ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS, J. A., "La actividad de gestión...", *cit.*, pág. 133; TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 270.

⁶⁶² Art. 9.1 RD 116/1992.

emisora tenga su domicilio y, si procediere, también se publicará en el "Boletín Oficial del Registro Mercantil" ⁶⁶³.

1.6. INSCRIPCIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA EN EL REGISTRO CONTABLE.

La constitución de los valores anotados en cuenta tiene lugar por medio de su *inscripción* en el correspondiente registro contable ⁶⁶⁴. La inscripción es el elemento esencial del acto constitutivo de los valores anotados. A partir de ese momento el valor adquiere su condición de valor anotado en cuenta *-nace como tal valor anotado en cuenta* ⁶⁶⁵- y queda sometido a las normas previstas en el Capítulo II del Título I de la LMV y en el RD 116/1992 ⁶⁶⁶. Se encuentra en esto un claro

⁶⁶³ Art. 9.2 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 270; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 275.

⁶⁶⁴ Arts. 8.1 LMV y 11 RD 116/1992.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 296; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 181 y 183, nota 61 *in fine*; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2663.

⁶⁶⁵ *Vid. supra* VI.1.6..

⁶⁶⁶ Art. 11 RD 116/1992.

paralelismo con la estructura del acto constitutivo de la hipoteca, donde se exige que el derecho sea recogido en escritura pública y se establece la necesidad de inscribir la escritura en el Registro pertinente, pues mientras no haya inscripción el acreedor hipotecario no podrá ejercer la titularidad de su derecho, ya que se trata de una inscripción constitutiva ⁶⁶⁷.

Dado el carácter contable del registro de valores anotados, la inscripción -y, en su caso, la cancelación- de la titularidad sobre un valor se producirá en virtud de abono -o adeudo, si es cancelación- en la cuenta respectiva ⁶⁶⁸.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit. pág. 111; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1012.

⁶⁶⁷ En el art. 3.4 de la Ley de 16 de diciembre de 1954, de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de posesión, se afirma que "la falta de inscripción de la hipoteca (...) en el Registro privará al acreedor hipotecario (...) de los derechos que" le concede la Ley.

En el art. 145 del Texto Refundido de la Ley Hipotecaria, Decreto de 8 de febrero de 1946, se dispone que "para que las hipotecas voluntarias queden válidamente establecidas", además del otorgamiento de escritura pública, será necesario que ésta "se haya inscrito en el Registro de la Propiedad". En el art. 159 del mismo texto normativo se dispone que "para que las hipotecas legales queden válidamente establecidas se necesita la inscripción del título en cuya virtud se constituyan".

⁶⁶⁸ Art. 31.4 RD 116/1992.

La Entidad encargada del registro procederá a la práctica de la primera inscripción en favor de los suscriptores de los valores cuando obre en su poder copia de la escritura ⁶⁶⁹ y en virtud de una relación suscrita por la Entidad emisora. Si la colocación de la emisión fuera realizada por una o varias Entidades financieras, entonces la relación podrá ser suscrita por la Entidad colocadora o por la que haya actuado como Directora ⁶⁷⁰. La atribución de la titularidad sobre los valores que se haga en favor de sus suscriptores se fundamentará en el consentimiento u orden que, con carácter previo a la práctica de los asientos, éstos deben haber hecho constar ante la Entidad encargada del registro ⁶⁷¹.

La designación de la Entidad que asuma la llevanza del registro contable viene determinada por el hecho de que los valores vayan a ser negociados o no en un mercado secundario oficial:

- Cuando los valores no estén admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, la Entidad encargada del

⁶⁶⁹ A la que se refieren los arts. 6 LMV y 6 RD 116/1992.

⁶⁷⁰ Arts. 36.1 LMV y 49.1 RD 116/1992.

⁶⁷¹ Arts. 36.1 LMV y 49.1 RD 116/1992.

registro será libremente designada por la Entidad emisora entre las Sociedades y Agencias de Valores que tengan incluida en su declaración de actividades la llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta ⁶⁷².

- Cuando los valores estén admitidos a negociación en Bolsa, necesariamente será el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores quien, de forma conjunta con sus Entidades adheridas, asumirá la llevanza del registro contable de los valores. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores ejercerá la función de Registro Central ⁶⁷³. Podrán ser Entidades adheridas, a tenor de lo dispuesto en el art. 71 h) LMV, las Sociedades y Agencias de Valores que tengan incluida esta facultad en su declaración de actividades.

También será el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

⁶⁷² Arts. 7.2 y 71 g) LMV y 45.1 RD 116/1992.

⁶⁷³ Arts. 7.3 LMV y 30 RD 116/1992.

quien, en los mismos términos que acabamos de expresar, asuma la llevanza del registro contable de valores de los que esté solicitada o vaya a solicitarse su admisión a negociación en Bolsa ⁶⁷⁴.

Sin perjuicio de lo que hemos señalado en los dos párrafos anteriores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas sitas en Comunidades Autónomas con competencia en la materia podrán crear servicios propios para la llevanza del registro contable de valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores ⁶⁷⁵.

- Cuando los valores estén admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública, el registro contable de los valores será llevado necesariamente por la Central de Anotaciones y las Entidades gestoras, actuando la Central de Anotaciones como registro central ⁶⁷⁶. Podrán actuar como Entidades gestoras del

⁶⁷⁴ Art. 30.2 RD 116/1992.

⁶⁷⁵ Arts. 7.3 y 54.2 LMV y 30.3 RD 116/1992.

⁶⁷⁶ Art. 7.4 LMV.

Mercado de Deuda Pública aquellas Sociedades y Agencias de Valores que hayan incluido en su declaración de actividades ésta, que se encuentra contemplada en la letra e) del art. 71 LMV ⁶⁷⁷.

2. CONTENIDO DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

Dispone el art. 8.1, proposición segunda, LMV que "el contenido de los valores anotados vendrá determinado por la escritura prevista en el artículo 6" ⁶⁷⁸ -en el caso de programas de emisión

⁶⁷⁷ Sobre esta cuestión poco añade el RD 116/1992 -ya que, por lo que a las operaciones sobre valores se refiere, centra su atención en los valores negociados en Bolsa-, simplemente se limita a señalar en su art. 43 que cuanto dispone el Real Decreto con relación a la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta "será aplicable con carácter supletorio a la Deuda Pública y demás valores que se negocien en el mercado a que se refiere el Capítulo III del Título IV de la Ley del Mercado de Valores".

⁶⁷⁸ El art. 6 LMV, como ya hemos comentado, exige que para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta se otorgue escritura pública relativa a las características de los valores, que podrá ser sustituida por la escritura de emisión o -en el caso de la Deuda Pública y valores asimilados o cuando se establezca legalmente- por la publicación de las características de la emisión en el Boletín Oficial correspondiente.

Vid. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", cit., pág. 271; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", cit., pág. 100; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., págs. 171, 204 y 206, nota 101; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores

que comprendan la posibilidad de emitir durante cierto plazo valores de distintas características, la escritura pública podrá ser única, pero será precisa la expedición de una *certificación complementaria* en la que se hagan constar las características diferenciadas ⁶⁷⁹-. Como ya hemos observado, en la escritura se contiene la denominación, el número de unidades, el valor nominal y las demás características y condiciones de los valores que integran la emisión. En el art. 6.1 RD 116/1992 se detalla más esta cuestión y se dispone que, de acuerdo con la naturaleza propia de los valores, esas características y condiciones podrán ser las que se mencionan en la Ley de Sociedades Anónimas, en el Reglamento del Registro Mercantil y en otras disposiciones que resulten específicamente aplicables.

El *régimen específico de las acciones* es uno de los más detallados. Dentro de éste se puede hacer una enumeración de los elementos que describen el contenido de una acción distinguiendo, a su vez, entre los elementos o requisitos comunes

informatizados", *cit.*, pág. 39; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 263.

⁶⁷⁹ Art. 6.2 RD 116/1992.

Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 171.

a toda acción y los requisitos específicos tan sólo de aquellas que están anotadas en cuenta ⁶⁸⁰:

- Los elementos comunes a toda acción son:

- Denominación de la sociedad emisora, C.I.F. y datos de la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil.
- Carácter ordinario o privilegiado de la acción (dejando constancia, por tanto de los derechos especiales que otorga), valor nominal de la acción y constatación, en su caso, de que se trata de una acción sin voto.
- Especificación de la suma desembolsada o de que la acción se encuentra totalmente desembolsada y, en el primer caso, plazo para efectuar los desembolsos, teniendo éstos una fecha límite, según dispone el art. 134.3 RRM.
- Cuando la acción lleve aparejada alguna prestación accesoria se

⁶⁸⁰ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit. pág. 113.



consigna ésta, aclarando cuál es el contenido de la prestación.

- Datos del titular, especificando, según los casos, su N.I.F., N.I.E. o C.I.F., según dispone el RD 338/1990⁶⁸¹.

- Los requisitos *específicos* de las acciones anotadas en cuenta son:

- Datos de la inscripción de la emisión en la CNMV.
- Datos de la Entidad encargada del registro contable de los valores.

3. TRANSFORMACIÓN DE TÍTULOS EN ANOTACIONES EN CUENTA.

Al estudiar la transformación de títulos en anotaciones en cuenta, podemos distinguir dos situaciones distintas.

⁶⁸¹ En los supuestos de *copropiedad* "pese al tenor literal de los artículos 55.1 LSA y 9 y 10 LMV, parece razonable que el apoderamiento pueda ser inscrito, a instancia de cualquier comunero, en el libro registro de acciones nominativas o en la cuenta correspondiente del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta" -el subrayado es nuestro- (cfr. PANTALEÓN PRIETO, F., "Copropiedad de acciones", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, *cit.*, pág. 1737).

- La primera de estas situaciones forma parte del proceso de implantación del sistema de anotaciones en cuenta establecido por la LMV. Las disposiciones transitorias 1ª a 4ª RD 116/1992 se ocupan de la regulación del mencionado proceso. Estas disposiciones hacen referencia a valores que, por imposición legal, necesariamente tienen que pasar a representarse por medio de anotaciones en cuenta. Por eso, al tratar de estos supuestos, podemos hablar de *transformación necesaria* de títulos en anotaciones en cuenta.

- La segunda situación, comprendida en el art. 4 RD 116/1992, se corresponde con la reversibilidad que el art. 5 LMV atribuye a los títulos como forma de representación de los valores negociables y podríamos denominarla *transformación voluntaria* de títulos en anotaciones en cuenta.

3.1. TRANSFORMACIÓN NECESARIA DE TÍTULOS EN ANOTACIONES EN CUENTA.

De la implantación del sistema de anotaciones en cuenta se desprende la necesidad de proceder a la transformación de los títulos fungibles

incluidos en el sistema del D 1128/1974 ⁶⁸² y de los títulos no fungibles admitidos a negociación en Bolsa. Frente a la transformación voluntaria del art. 4 RD 116/1992, estos dos supuestos integran lo que llamamos transformación necesaria, que supone una etapa histórica determinada e irrepetible dentro de la cronología del sistema impuesto por la LMV. Por el contrario, la transformación voluntaria, como veremos, es una alternativa que queda de modo permanente al alcance de aquellas Entidades emisoras que, en cualquier momento, quieran proceder a la representación de sus títulos en forma de anotaciones.

3.1.1. TRANSFORMACIÓN EN ANOTACIONES EN CUENTA DE TÍTULOS FUNGIBLES.

La DT 10 de la LMV declara que el sistema de fungibilidad, regulado por el D 1128/1974, de 25 de abril, se considera a extinguir. Desde la entrada en vigor de los preceptos de la LMV referentes a las Bolsas de Valores ya no pudieron incorporarse más emisiones de valores al sistema de fungibilidad y el Gobierno debía regular, de forma

⁶⁸² JIMÉNEZ SÁNCHEZ (en "Los negocios sobre las acciones...", *cit.*, pág. 369) destaca que la DT 10 LMV declara a extinguir el sistema del RD 1128/1974 y que el Gobierno regulará la transformación de los títulos incluidos en el mismo en anotaciones en cuenta.

necesaria, la transformación en anotaciones en cuenta de los títulos incluidos en el mismo y derogar el mencionado Decreto antes de que finalizara el año 1992 ⁶⁸³.

La Disposición Derogatoria del RD 116/1992 cumple con la derogación del D 1128/1974 y la DT 1ª RD 116/1992 se ocupa de regular el procedimiento de transformación en anotaciones en cuenta de los valores que se encontraban incluidos en el sistema de fungibilidad ⁶⁸⁴.

El procedimiento de transformación de cada valor comienza con el arqueo y cuadro de los ficheros de referencias técnicas y de numeraciones de títulos depositados existentes en las Bolsas de Valores y en las Entidades depositarias ⁶⁸⁵. Esta exigencia del arqueo y cuadro de ficheros se debe no sólo a la necesidad de llevar un cierto orden en el proceso de transformación de los títulos fungibles, sino también a la conveniencia de depurar las situaciones de inflación técnica de anotaciones -respecto al número de títulos de

⁶⁸³ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 120; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 251..

⁶⁸⁴ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 120.

⁶⁸⁵ DT 1.1 RD 116/1992.

determinadas emisiones- que se generaron dentro del sistema de fungibilidad. La DT 1.1 RD 116/1992 exige además que conste documentalmente la conformidad de las Bolsas y las Entidades depositarias con el mencionado cuadro. Esta manifestación de conformidad, que compromete a las entidades implicadas, contribuye a garantizar la consecución de los fines del arqueo y cuadro -los referidos orden y paliación de posibles inflaciones- ⁶⁸⁶. La DT 1.3 RD 116/1992 impone a las Entidades adheridas al sistema y a los miembros de la Bolsa la obligación de prestar a las Sociedades Rectoras cuanta colaboración les soliciten en relación con la labor de arqueo y cuadro.

Una vez realizado el arqueo y cuadro, podrá abandonarse la cancelación de saldos referida por el art. 6.5 del D 1128/1974 ⁶⁸⁷.

El SCLV coordinará la marcha del proceso de transformación de títulos fungibles: 1º) determinando para cada valor la fecha en que tendrá lugar su transformación y 2º) cursando a las

⁶⁸⁶ Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 273.

⁶⁸⁷ DT 1.2 RD 116/1992.

Entidades adheridas las instrucciones conforme a las cuales se haga efectiva ésta ⁶⁸⁸.

La fecha fijada por el SCLV será el punto de partida del proceso de transformación de cada valor y se comunicará a las Entidades emisoras de los valores y se publicará en el "Boletín Oficial del Registro Mercantil", en los Boletines de Cotización y en un diario, al menos, de circulación nacional. Deberán mediar dos meses entre la última de estas publicaciones y la fecha determinada para la transformación ⁶⁸⁹.

Una vez que haya tenido lugar la transformación se abre un plazo de un año, dentro del cual la Entidad emisora de los valores deberá proceder al otorgamiento de *escritura pública* ⁶⁹⁰ - que, si fuese preciso será de modificación de Estatutos- en la que se haga constar el cambio de la modalidad de representación de los valores, así como los demás requisitos que se exigen en el art.

⁶⁸⁸ DT 1.4 RD 116/1992.

⁶⁸⁹ DT 1.4. RD 116/1992.

Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 178.

⁶⁹⁰ Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 273; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 178; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 251..

6 RD 116/1992 para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta ⁶⁹¹.

Después de otorgada la escritura pública, las Entidades adheridas podrán proceder a la destrucción de los títulos ⁶⁹², dejando constancia documental de ello, exigiéndose que el documento esté firmado por un representante de la Entidad adherida y otro de la Entidad emisora. Si, por cualquier motivo, no se quisiera proceder a la destrucción de algún título, deberá hacerse constar en él, de forma visible, su anulación ⁶⁹³.

La DT 1.7 RD 116/1992 contiene una medida con la cual se contribuye a dar cumplimiento al principio de unidad de representación, enunciado por el art. 2 RD 116/1992. En la citada disposición transitoria se establece que, si existiesen simultáneamente dentro de una misma emisión de valores títulos incluidos en el sistema de fungibilidad del D 1128/1974 y títulos que no lo estuvieran, éstos segundos deberán incluirse en el sistema antes de la transformación de los

⁶⁹¹ DT 1.5 RD 116/1992.

⁶⁹² Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 273; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 178.

⁶⁹³ DT 1.6 RD 116/1992.

restantes ⁶⁹⁴. La solicitud de inclusión deberá presentarse, al menos, con quince días de antelación a la fecha fijada para la transformación de los valores integrantes de la emisión. Los títulos que no se incluyesen en el sistema antes de la fecha señalada quedarán anulados, en cuyo caso se procederá conforme a lo previsto en los números 4 y 5 del art. 4 RD 116/1992.

- El número 4 del art. 4 RD 116/1992 prescribe la anulación de aquellos títulos que no sean transformados en anotaciones en cuenta, cuando los demás títulos de la emisión en la que se encuentran integrados sí se han transformado en anotaciones. No obstante, queda a salvo el derecho a que se practique la inscripción correspondiente en el registro de valores anotados a favor de quien acredite ser titular del valor.

- Si, transcurridos tres años desde la fecha en que los títulos se tenían que haber transformado, no se llegara a producir la inscripción, la Entidad adherida procederá a la venta de los valores por cuenta y riesgo de los interesados a través de una o varias

⁶⁹⁴ Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 178.

Sociedades o Agencias de Valores, en su caso miembros de la Bolsa, y depositará el importe en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos ⁶⁹⁵.

Esta alternativa que contienen los números 4 y 5 del art. 4 es ofrecida por el RD 116/1992 no sólo dentro del proceso de transformación de títulos fungibles, sino también en los demás supuestos de transformación necesaria que vamos a analizar en los epígrafes siguientes.

3.1.2. TRANSFORMACIÓN EN ANOTACIONES EN CUENTA DE TÍTULOS NEGOCIADOS EN BOLSA NO INCLUIDOS EN EL SISTEMA PREVISTO EN EL D 1128/1974.

La DA 1^a.5 LSA afirma que todas las acciones y obligaciones que pretendan acceder o *permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial*, necesariamente deben representarse por medio de anotaciones en cuenta ⁶⁹⁶. El art. 29 RD 116/1992 insiste en esta idea dando por hecho que la representación de los valores por medio de

⁶⁹⁵ Arts. 4.5. RD 116/1992 y 59.3 LSA.

Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 178.

⁶⁹⁶ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 120.

anotaciones en cuenta será condición necesaria para su admisión a negociación en Bolsa. Encontramos un argumento más en esta línea en la lectura a *sensu contrario* del art. 46.2.a) LMV. Añade la mencionada DT 1^a.5 LSA que el Gobierno, previo informe de la CNMV, debe fijar los plazos y procedimiento que habrán de presidir la transformación en anotaciones. Este mandato se ve cumplido en las DT 2^a y 3^a RD 116/1992 ⁶⁹⁷.

Finalizados los procesos que a continuación vamos a analizar -transformación de títulos al portador y transformación de títulos nominativos-, esto es, una vez que los valores ya estén representados por medio de anotaciones en cuenta, los títulos en que antes se reflejaban quedarán *amortizados* de pleno derecho y se dará publicidad a su *anulación* mediante anuncios en el "Boletín Oficial del Registro Mercantil", en los correspondientes de las Bolsas de Valores y en tres diarios de máxima difusión en todo el territorio nacional ⁶⁹⁸.

⁶⁹⁷ Vid. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 178.

⁶⁹⁸ DA 1^a.5 LSA.

Vid. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 252.

3.1.2.1. Títulos al portador.

La delimitación del ámbito objetivo en el que resulta aplicable esta transformación vuelve a ser ocasión de percibir el esfuerzo del RD 116/1992 por dar cumplimiento al principio de unidad de representación del art. 2 RD 116/1992. En efecto, la DT 2.1 RD 116/1992 dice hacer referencia a los títulos al portador negociados en Bolsa que, no estando incluidos en el sistema de fungibilidad,

No coincidimos con la relación que establece MADRID PARRA (en "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 172 y nota 45) entre la DA 1ª.5 LSA y los arts. 61 LSA y 92 RD 116/1992.

Observa que, conforme a lo dispuesto por estos artículos, "la modificación de las características de las acciones anotadas se hará pública en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia donde la sociedad tenga su domicilio" y añade que "si la «modificación» consiste precisamente en la transformación de acciones cotizadas representadas mediante títulos en otras representadas por medio de anotaciones en cuenta el párrafo segundo de la disposición adicional 1ª.5 de la LSA establece que la publicación se haga, además de en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil*, en los correspondientes de las Bolsas de Valores y en tres diarios de máxima difusión en todo el territorio nacional".

Este Autor presenta la DA 1ª.5 LSA como un *además* a lo dispuesto en los arts. 61 LSA y 9.2 RD 116/1992 y no cabe tal acumulación porque una y otras disposiciones están regulando situaciones distintas. La DA 1ª.5 se refiere a la transformación de títulos en anotaciones en cuenta, mientras que los artículos comentados se refieren a la modificación de las características de valores que ya están representados en anotaciones en cuenta. En la medida en que no procede la transformación en anotaciones en cuenta de valores que ya están anotados en cuenta, entendemos que tampoco procede la vinculación que criticamos de estas disposiciones normativas.

tampoco pertenezcan a emisiones comprendidas en dicho sistema ⁶⁹⁹.

Al igual que en la transformación de títulos fungibles, la coordinación del proceso está encomendada al SCLV. Éste fijará una fecha a partir de la cual se abrirá un plazo de seis meses para que se presenten ante cualquiera de las Entidades adheridas los títulos que tienen que ser transformados. Esta fecha será comunicada a las Entidades emisoras y publicada en el "Boletín Oficial del Registro Mercantil" con la debida antelación ⁷⁰⁰. El carácter obligatorio de la transformación que analizamos se hace manifiesto cuando observamos que la DT 2.1 RD 116/1992 impone a las Entidades adheridas que procedan a la transformación no tan sólo de los títulos que, con tal objeto, les fueran presentados de forma voluntaria, sino también de los que con cualquier

⁶⁹⁹ La ausencia de cualquiera de estos requisitos haría que los valores en cuestión se consideraran incluidos en el ámbito de la DT 1 RD 116/1992:

- ya fuera por tratarse de títulos fungibles;
- ya fuera por tratarse de títulos no incluidos en el sistema de fungibilidad, pero de la misma emisión que otros comprendidos en dicho sistema (DT 1.7 RD 116/1992).

Vid. también una referencia a esta modalidad de transformación en TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", cit., pág. 273.

⁷⁰⁰ DT 2.1 RD 116/1992.

otra causa les fuesen presentados -como, por ejemplo, la obligación de entrega derivada de operaciones bursátiles-.

No será preciso esperar el referido plazo de seis meses cuando se trate de títulos que ya estuviesen depositados ante las propias Entidades adheridas, sino que se procederá a la transformación en la fecha fijada por el SCLV para el comienzo del computo de los seis meses ⁷⁰¹.

Los números 2 y 4 de la DT 4 RD 116/1992 detallan cómo sigue el procedimiento de transformación. No habrá diferencias en el procedimiento para las distintas situaciones ⁷⁰² en que anteriormente pudieran encontrarse los títulos:

- Cada Entidad adherida dirigirá al SCLV una *comunicación* relativa a los títulos cuya transformación se vaya a obrar ⁷⁰³.

- A partir de dicha *comunicación* se procederá a la *inscripción de los valores* siguiendo el *modelo de doble escalón* adoptado

⁷⁰¹ DT 2.3. RD 116/1992.

⁷⁰² Descritas en los números 1 y 3 de la DT 4 RD 116/1992.

⁷⁰³ DT 2.2 RD 116/1992.

por nuestro sistema de anotaciones en cuenta
704:

- El SCLV expedirá las oportunas referencias de registro ⁷⁰⁵ y procederá a la inscripción o abono de los valores en las cuentas que cada Entidad adherida tenga abiertas en el propio SCLV ⁷⁰⁶.

- A su vez, cada Entidad adherida inscribirá los valores en las cuentas que tengan abiertas en ella cada uno de sus clientes. Para la práctica de estas inscripciones el SCLV habrá comunicado previamente a las Entidades adheridas las referencias de registro ⁷⁰⁷.

- Cada Entidad emisora de valores transformados en anotaciones en cuenta deberá otorgar una escritura pública -en su caso, de modificación de Estatutos- dejando constancia del cambio en la modalidad de representación

⁷⁰⁴ La adopción del sistema de doble escalón es explicitada en el párrafo 4º de la E.M. del RD 116/1992 y podemos verla reflejada en el art. 7 LMV y en el Capítulo II del Título I del RD 116/1992.

⁷⁰⁵ Vid, art. 32.2 RD 116/1992.

⁷⁰⁶ DT 2.2 RD 116/1992.

⁷⁰⁷ DT 2.2 RD 116/1992.

de los valores, así como de los demás requisitos que se exigen en el art. 6 RD 116/1992 para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta. El plazo para el otorgamiento de esta escritura será de un año a contar desde la extinción del plazo de seis meses al que se refiere el número 1 de la DT 2 RD 116/1992 -tratándose de los valores descritos en el número 3 de esta DT el plazo de un año se contará desde la fecha fijada por el SCLV para el inicio del cómputo del plazo de seis meses al que nos acabamos de referir-
708.

Con los títulos respecto de los que se incumpla la obligación de presentación dentro del plazo de seis meses fijado por el SCLV se procederá de acuerdo con lo establecido en los números 4 y 5 del art. 4 RD 116/1992 709.

Nada dice esta DT sobre la destrucción de los títulos, pero es de suponer que se procederá en los mismos términos que los establecidos en la DT 1.6. RD 116/1992.

708 DT 2.4 RD 116/1992.

709 DT 2.5 RD 116/1992.

Vid. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 320.

3.1.2.2. Títulos nominativos.

La DT 3 RD 116/1992 se refiere a la transformación en anotaciones en cuenta de títulos nominativos admitidos a negociación en Bolsa y no incluidos en el sistema de fungibilidad previsto en el D 1128/1974 ⁷¹⁰.

La información contenida en los *libros-registro* de las Entidades emisoras ⁷¹¹ supone una ayuda excepcional para el proceso de transformación de los títulos nominativos. La DT 3.1 RD 116/1992 afirma que la transformación de estos títulos se hará en función de esa información.

El SCLV establecerá una fecha para la transformación de los valores, que será objeto de comunicación a las Entidades emisoras y de publicación en el "Boletín Oficial del Registro Mercantil" y en los Boletines de Cotización con, al menos, tres meses de antelación ⁷¹².

⁷¹⁰ Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "EL desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 273.

⁷¹¹ El art. 55 LSA, refiriéndose al libro registro de acciones nominativas, observa que en él "se inscribirán las sucesivas transferencias de las acciones con expresión del nombre, apellidos, razón o denominación social, en su caso, nacionalidad y domicilio de los sucesivos titulares, así como la constitución de derechos reales y otros gravámenes sobre aquéllas".

⁷¹² DT 3.1 RD 116/1992.

Aunque la DT 3 RD 116/1992 no lo señale explícitamente, se deduce que las Entidades emisoras deberán *transmitir al SCLV*, después de comunicada la fecha y antes de que ésta llegue, la información contenida en los libros-registro.

El siguiente paso es la constitución del registro conforme al sistema de doble escalón. Para ello el SCLV expedirá las correspondientes referencias de registro y las comunicará, junto con los saldos pertenecientes a cada titular, a las Entidades adheridas en las que estén depositados los títulos o los extractos de inscripción ⁷¹³. Llegada la fecha que había fijado el SCLV para la transformación de los valores, éste y las Entidades adheridas procederán a la apertura de las cuentas correspondientes para cada valor y a la realización de los correspondientes abonos en ellas ⁷¹⁴.

En el plazo de un año, contado desde la fecha de la transformación, la Entidad emisora deberá otorgar escritura pública en la que conste la modificación en la forma de representación de los

⁷¹³ El art. 55.5 LSA describe esta figura, estableciendo que "mientras que no se hayan impreso y entregado los títulos de las acciones nominativas, el accionista tiene derecho a obtener certificación de las inscritas a su nombre".

⁷¹⁴ DT 3.2 RD 116/1992.

valores, así como los demás requisitos exigidos en el art. 6 RD 116/1992 para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta ⁷¹⁵.

La DT 3 RD 116/1992 termina afirmando la aplicabilidad de los números 4 y 5 del art. 4 RD 116/1992.

3.1.3. TRANSFORMACIÓN DE TÍTULOS SUJETOS A DERECHOS REALES O GRAVÁMENES.

En cualquiera de los procedimientos de transformación que acabamos de analizar habrá de ser tenida en cuenta la existencia de títulos sometidos a derechos reales limitados o gravámenes. Cuando así fuera, esta circunstancia deberá hacerse constar en las cuentas correspondientes al valor afectado ⁷¹⁶.

Salvo que ya constara su existencia a la Entidad adherida, la constitución del derecho real o gravamen deberá acreditarse conforme a las reglas de los arts. 50 y 51 RD 116/1992 ⁷¹⁷.

⁷¹⁵ DT 3.3 RD 116/1992.

⁷¹⁶ Arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992.

Cfr. TAPIA HERMIDA, A. J., "El desarrollo reglamentario...", "El desarrollo reglamentario...", *cit.*, pág. 274.

⁷¹⁷ DT 4 y art. 39 RD 116/1992.

3.2. TRANSFORMACIÓN VOLUNTARIA DE TÍTULOS EN ANOTACIONES EN CUENTA.

El procedimiento de transformación voluntaria de títulos en anotaciones en cuenta es consecuencia de la reversibilidad que el art. 5 LMV atribuye a esta forma de representación de los valores ⁷¹⁸.

El procedimiento comenzará con un acuerdo previo de la Entidad emisora, con los requisitos legalmente exigidos, decidiendo que los títulos representativos de los valores se transformen en anotaciones en cuenta ⁷¹⁹. En el régimen específico de las acciones de sociedad anónima, dado que el cambio en la modalidad de representación de los valores supone una modificación de los Estatutos sociales ⁷²⁰, el acuerdo previo habrá de ser adoptado por la Junta general cumpliendo los requisitos contemplados en los arts. 103 y 144 LSA ⁷²¹. El acuerdo de transformación de los títulos en

⁷¹⁸ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 25; GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág. 63.

Con relación a los valores de Deuda Pública anotada, *vid.* MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", *cit.* pág. 20.

⁷¹⁹ Art. 4.1 RD 116/1992.

⁷²⁰ *Vid.* art. 9.g) LSA.

⁷²¹ Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 177.

anotaciones en cuenta estará recogido en escritura pública cumpliendo así con lo dispuesto por el art. 6.1 LMV ⁷²².

La fecha para la transformación de los valores no será fijada por el SCLV, como en los procedimientos de transformación necesaria, sino que será la propia Entidad emisora la que, en el acuerdo de transformación, establezca un plazo para la presentación de los títulos ante la Entidad o Entidades encargadas del registro contable. Este plazo no podrá ser inferior a un mes ni superior a un año y se publicará en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* y en uno de los diarios de mayor difusión en la provincia en que la Entidad emisora tenga su domicilio ⁷²³.

⁷²² Con relación al régimen específico de las acciones, DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO (en "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 321) dudan si "la escritura donde conste la modificación de los estatutos es suficiente para proceder a la inscripción de las acciones en el registro contable, dado que el artículo 6.º LMV habla específicamente de la escritura de emisión. Y lo cierto es que en el caso de conversión no existe, propiamente, escritura de emisión". Aunque, finalmente, terminan afirmando que será suficiente "la escritura de modificación de los estatutos", no entendemos el origen de la duda de estos Autores sobre la suficiencia de esta escritura, ni su cuestionamiento sobre la necesidad de una escritura de emisión. El art. 6 LMV no impone la necesidad de una escritura de emisión, sino que, facultativamente, concede que la escritura pública "podrá sustituirse, en su caso, por la escritura de emisión".

⁷²³ Art. 4.3 RD 116/1992.

La transformación tendrá lugar según vayan siendo presentados los títulos ante la Entidad o Entidades encargadas de la llevanza del registro contable, que practicarán las correspondientes inscripciones a favor de quienes aparezcan como titulares conforme a la ley de circulación de cada título -según éstos sean nominativos, a la orden o al portador- ⁷²⁴. Esta flexibilidad en el proceso de transformación se puede interpretar como un indicio de la actitud proclive del legislador a facilitar el tránsito al sistema de anotaciones ⁷²⁵.

Los títulos que no se transformen dentro del plazo fijado al efecto quedarán anulados, si bien quien acredite la titularidad del valor tendrá derecho a que se practique a su favor la inscripción correspondiente ⁷²⁶.

⁷²⁴ Arts. 4.2 RD 116/1992 y 5.3 LMV.

⁷²⁵ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 25; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 177.

⁷²⁶ Art. 4.4 RD 116/1992.

Esta situación manifiesta que el derecho incorporado al título puede subsistir más allá de la destrucción o anulación de éste y evidencia que, en último término, el título-valor es un simple medio de legitimación del derecho.

- Cuando se trata de títulos que no son constitutivos del derecho que incorporan -como es el caso de la acción de sociedad-, es lógico entender que el derecho subsista aunque el documento no.

- Pero, incluso tratándose de títulos constitutivos -por ejemplo, la letra de cambio-, es

Si, transcurridos tres años desde la conclusión del plazo para la transformación, hubiese valores que continuasen sin ser inscritos en el registro, la Entidad encargada de la llevanza del registro procederá a la venta de los valores por cuenta y riesgo de los interesados, ayudándose para ello de una o varias Sociedades o Agencias de Valores -que habrán de ser miembros de la Bolsa correspondiente si los valores estuviesen admitidos a negociación-. El importe de la venta será depositado por la Entidad encargada del registro en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos ⁷²⁷.

A la vista del procedimiento y las consecuencias de la transformación de títulos en anotaciones en cuenta cabe plantearse si, en el caso de las acciones, tal transformación puede realizarse *sin el consentimiento de todos los*

posible acudir al procedimiento de amortización (arts. 547 y ss. C. co.) y que el derecho, subsistiendo con independencia del título amortizado, se incorpore a un nuevo documento (vid. GARRIGUES, J., *Curso...*, Tomo I, 7^a ed., cit., pág. 728).

⁷²⁷ Arts. 4.5 RD 116/1992 y 59.3 LSA.

Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 178.

socios afectados por la transformación ⁷²⁸. Los socios afectados son todos los titulares de acciones integradas en la emisión de valores sometida a transformación ⁷²⁹. La duda surge de la lectura del art. 5.3 LMV, en el que se dice que el paso al sistema de anotaciones en cuenta tendrá lugar "a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento a la transformación", lo cual podría parecer una concesión al juicio de cada titular para que decida si somete o no sus valores a la conversión. Pero la disposición del art. 5.3 LMV no debe interpretarse sino como una excepción al principio de unidad de representación que, con carácter transitorio, afecta a los valores sometidos a transformación en anotaciones mientras dura el proceso de transformación ⁷³⁰.

Hechas estas consideraciones, puede entenderse que no será preciso el

⁷²⁸ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 321.

⁷²⁹ Ya que los arts. 5.1 LMV y 2 RD 116/1992 prevén que la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta se aplique a todos los integrantes en una misma emisión -principio de unidad de representación-.

⁷³⁰ A ello se refiere el art. 2 RD 116/1992, en el cual, al tiempo que se predica la unidad de representación, se reconocen "las excepciones que deriven de lo previsto en este Real Decreto para el caso de cambio en la modalidad de representación".

consentimiento de todos los socios para proceder a la conversión de los títulos en anotaciones en cuenta ⁷³¹, de modo que el acuerdo de alteración de la forma de representación de las acciones se adoptará sin más requisitos que los necesarios para cualquier modificación estatutaria ⁷³².

Ya hemos visto cuales son las previsiones para cuando un socio no presenta o *no quiere presentar los títulos a la transformación*: los títulos quedarán sin valor y dispone de un plazo de prórroga de tres años para realizar la inscripción de los valores ⁷³³. Si las acciones son nominativas podría procederse a la inscripción a nombre de sus titulares, pero si son al portador, pasado

⁷³¹ Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 322; *contra* ALONSO ESPINOSA, F. J., "Configuración estatutaria de las acciones [en torno a los artículos 9.ºg) y k) de la Ley de Sociedades Anónimas y 122-123 del Reglamento del Registro Mercantil]", en *RGD*, 1990, n.º 550-551, págs. 5534-5535; VELASCO SAN PEDRO, L. A., "La documentación de la posición de socio", *cit.*, pág. 330.

⁷³² Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 322; *vid.* la referencia que hacen a algunos supuestos excepcionales y el comentario del art. 145 LSA (*op. cit.* págs. 322 y 323).

⁷³³ Art. 4, núms. 4 y 5, RD 116/1992.

el plazo de tres años, se procederá a la venta de los valores conforme a lo dispuesto en el art. 59.3 LSA antes comentado ⁷³⁴.

La Entidad encargada podrá proceder a la destrucción de los títulos que se le presentaron para la transformación. Si se decidiera no destruir algún título, deberá hacerse constar de forma visible sobre el propio título su anulación ⁷³⁵. La destrucción de los títulos deberá hacerse constar en un documento que firmarán representantes de la Entidad encargada y de la Entidad emisora ⁷³⁶.

Para la transformación de valores cuyos títulos no hayan sido impresos y entregados el órgano de administración de la Entidad emisora deberá expedir una certificación haciendo constar

⁷³⁴ Art. 4.5 RD 116/1992.

Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, págs. 323 y 324.

⁷³⁵ Es el principio de apariencia jurídica el que reclama que el título-valor revele de forma expresa su desvalorización.

Hasta el momento, este principio hacía valer esta exigencia en los casos en que el derecho se hubiese extinguido (vid. GARRIGUES, J., *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., *cit.*, pág. 728). Sin embargo, el sistema de anotaciones en cuenta introduce un nuevo supuesto de aplicación de este principio, que es la anulación de títulos cuando ha cambiado la forma de representación del derecho.

⁷³⁶ Art. 4.6 RD 116/1992.

esta circunstancia. La Entidad encargada del registro practicará las correspondientes inscripciones a favor de las personas que acrediten ser titulares de los valores, quienes previamente presentarán, en su caso, los resguardos provisionales o extractos de inscripción que se emitieran ⁷³⁷.

⁷³⁷ Arts. 4.7 RD 116/1992, 54 y 55.5 LSA.

CAPÍTULO VII

LEGITIMACIÓN REGISTRAL PARA EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS.

1. Efecto legitimador de la inscripción registral. 1.1. Legitimación activa. 1.2. Legitimación pasiva. 2. Certificados de legitimación - arts. 12 LMV y 18 y ss. RD 116/1992-. 2.1. Naturaleza y caracteres generales de los certificados. 2.2. Expedición de los certificados. 2.3. Inmovilización registral de los valores; la restitución de los certificados y su caducidad. 2.4. Extravío, destrucción y sustracción de los certificados. 2.5. Ejecutividad procesal de los certificados de legitimación.

CAPÍTULO VII

LEGITIMACIÓN REGISTRAL PARA EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS.

1. EFECTO LEGITIMADOR DE LA INSCRIPCIÓN REGISTRAL.

Merece la pena prestar una atención especial a esta cuestión, pues la legitimación *ex registri* - o legitimación *ex tabula* ⁷³⁸⁻, es uno de los aspectos más singulares del régimen de los valores anotados en cuenta y uno de los más innovadores, por cuanto que supone una ruptura con la legitimación por la posesión -o *ex chartula*- que, a su vez, constituye uno de los puntos clave del régimen de los títulos-valores.

La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo ⁷³⁹. La inscripción del derecho en el registro a favor de su titular es el modo propio de la legitimación en el sistema de anotaciones en cuenta ⁷⁴⁰. Los registros de valores anotados

⁷³⁸ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 49.

⁷³⁹ Arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992.

⁷⁴⁰ Desde una perspectiva práctica, MARTÍNEZ MUÑOZ llama la atención sobre la importancia de que los registros de valores cuenten con unos buenos sistemas informáticos, pues un mal funcionamiento técnico de los registros podría ser causa no sólo de errores cuantitativos, sino también de

generan una presunción *iuris tantum* de titularidad similar a la que, por disposición del art. 38 LH, ejerce el Registro de la Propiedad ⁷⁴¹.

Sin embargo, la presunción del art. 38 LH parece afectar a un ámbito más amplio que el previsto por el art. 11 LMV. En el caso del Registro de la Propiedad se presume exacta la existencia del derecho, la titularidad, la extensión del derecho y su posesión por el titular. En el caso de los valores anotados, la presunción del art. 11 LMV, explícitamente, se refiere tan sólo a la titularidad. Pero podríamos decir que, de modo implícito, comprende los mismos aspectos. Es innecesario mencionar la existencia del valor anotado, ya que éste se constituye por

errores cualitativos, como son los que afectan a la legitimación registral (Cfr. "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", cit., pág. 20).

⁷⁴¹ Cfr. SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", cit., pág. 3567; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 49.

En el art. 38.1 LH se lee "a todos los efectos se presumirá que los derechos reales inscritos en el Registro existen y pertenecen a su titular en la forma determinada por el asiento respectivo. De igual modo se presumirá que quien tenga inscrito el dominio de los inmuebles o derechos reales tiene la posesión de los mismos".

En cuanto a la fuerza de la presunción referida, destaca este Autor que, "según el art. 1.3 LH, los asientos del Registro «están bajo la salvaguardia de los Tribunales y producen todos sus efectos mientras no se declare su inexactitud en los términos establecidos en esta Ley»" (op. cit. pág. 50).

su inscripción en el registro ⁷⁴²; la extensión o contenido del derecho también se desprenden del registro y su descripción se encuentra en la escritura, de la cual la emisora depositó una copia ante la Entidad encargada ⁷⁴³; por último, la posesión a la que se refiere el art. 38 LH -que no puede predicarse de los valores anotados, pues no son susceptibles de ella- se ve sustituida por la inscripción registral -del mismo modo que, en la transmisión de valores, dispone el art. 9 LMV que la inscripción equivale a la tradición de los títulos- ⁷⁴⁴.

En sentido negativo, y conforme a la lógica del principio de publicidad, ha de entenderse que cancelado el asiento se presume extinguido el derecho al cual se refería ⁷⁴⁵.

La *fuerza* de la legitimación es el registro, la inscripción en el registro, y no la posesión de un título. El *cauce* habitual para la prueba de esa

⁷⁴² Art. 8 LMV.

⁷⁴³ Arts. 8.1 *in fine* y 6.2 LMV.

⁷⁴⁴ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 50.

⁷⁴⁵ FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1223) mantiene esta opinión y remite, por aplicación analógica, al art. 97 LH.

legitimación son los certificados contemplados en los arts. 12 LMV y 18 y ss. RD 116/1992 ⁷⁴⁶.

Habitualmente, para el ejercicio de los derechos derivados de los valores, la Entidad encargada del registro expedirá certificados de legitimación, que el titular de los derechos podrá exhibir como prueba de su titularidad. Más abajo nos detendremos en el comentario de estos certificados. Ahora querríamos señalar que no siempre será preciso acudir a los certificados para acreditar la legitimación registral. Por ejemplo, en el caso de las acciones anotadas, el ejercicio de los derechos de contenido económico se puede realizar a través de las Entidades encargadas de los registros, por lo que la emisión de certificados será innecesaria ⁷⁴⁷. En estos casos se hace evidente la plena virtualidad de la

⁷⁴⁶ Vid. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 390; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, págs. 2665-2666.

⁷⁴⁷ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 332.

Es el art. 25 RD 116/1992 el que, con carácter general para todo tipo de valores, dispone que "los derechos al cobro de intereses, dividendos y cualesquiera otros de contenido económico se ejercitarán a través de las Entidades adheridas o encargadas en cuyos registros estén inscritos los valores o con su asistencia". En su número 2º añade ese artículo que "el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores comunicará al emisor puntualmente (...) el número de valores inscrito en los registros de cada Entidad adherida".

inscripción registral como forma de legitimación, pues queda claro que el registro no tan sólo es la fuente de la legitimación, sino que también puede ser el instrumento para el ejercicio de los derechos.

La inscripción sustituye a otras formas de legitimación y así, en el caso de las acciones anotadas, el adquirente de una acción está legitimado frente a la sociedad desde el mismo momento de la inscripción ⁷⁴⁸, sin que sea necesaria ninguna otra condición, como la inscripción en libros que lleve la sociedad ⁷⁴⁹. La sociedad podrá, a efectos de organización interna, llevar estos libros registro de sus accionistas y de las transmisiones de sus acciones, pero ello no podrá tener incidencia alguna sobre la legitimación ⁷⁵⁰.

⁷⁴⁸ “La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción”, disponen los arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992.

⁷⁴⁹ Por el contrario, en el régimen de los títulos-valores, la inscripción en el libro registro de acciones nominativas es condición *sine qua non* para que los titulares de esas acciones gocen de legitimación ante la sociedad para ejercitar los derechos que esas acciones incorporan. El art. 55.2 LSA afirma que “la sociedad sólo reputará accionista a quien se halle inscrito en dicho libro”.

⁷⁵⁰ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., “Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...”, *cit.*, pág. 331.

Con relación al régimen de las acciones, afirma SANTOS MARTÍNEZ que, establecido el sistema de anotaciones en cuenta, resulta improcedente que la sociedad emisora lleve el registro de acciones nominativas, previsto por el art. 55 LSA. Aunque la DA 1ª.6 LSA hable de la obligación de la

Tampoco se precisa la notificación previa a la sociedad para ejercitar los derechos a que da lugar la acción.

El art. 104 LSA ⁷⁵¹ contempla un supuesto excepcional, pues dispone que los estatutos podrán condicionar el derecho de asistencia a la Junta general a la *legitimación anticipada del accionista*. Concretamente, los titulares de acciones anotadas en cuenta habrán de tenerlas inscritas a su nombre en el registro, al menos, con cinco días de antelación al de celebración de la Junta ⁷⁵².

1.1. LEGITIMACIÓN ACTIVA.

En su vertiente activa, la legitimación registral significa que la persona que aparezca en el registro como titular de los valores podrá

Entidad encargada del registro de comunicar a la sociedad emisora la información necesaria para la identificación de los accionistas, no hemos de deducir que exista una correspondiente obligación de la emisora de llevar un libro registro de esa información; si lo hiciese -por considerarlo oportuno por razones de organización interna- no tendría fuerza alguna a efectos de legitimación (cfr. "Valores informatizados", cit., págs. 53 y 54).

⁷⁵¹ Vid. también art. 126.3 RRM.

⁷⁵² Vid. URÍA/ MENÉNDEZ/ MUÑOZ-PLANAS, "La junta general de accionistas", en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (coords.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo V, Madrid, 1992, págs. 150 y ss..

exigir de la entidad emisora que realice a su favor las prestaciones correspondientes y, en general, podrá ejercitar los derechos a que da lugar la titularidad sobre los valores ⁷⁵³. El que aparezca como titular registral del valor anotado no tendrá que probar su derecho, pues se encuentra amparado por la presunción registral que establece el art. 11.1 LMV ⁷⁵⁴.

En el caso de las acciones y obligaciones, la legitimación ante la Entidad emisora supone el reconocimiento de la condición de socio accionista -englobando todos los derechos que tal condición supone- o de obligacionista ⁷⁵⁵.

La titularidad registral es efectiva no sólo ante la Entidad emisora, sino también frente a los

⁷⁵³ Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 173; SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3567; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 275; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 51; FERNÁNDEZ, J. L., *Elementos de Derecho Mercantil*, Bilbao, 1994, pág. 129.

⁷⁵⁴ Vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", *cit.*, pág. 104; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 576.

⁷⁵⁵ En cuanto al conjunto de derechos que integran la condición de socio BROSETA, citando a RUBIO, dice que, dada su importancia, la doctrina, bajo el nombre *derechos corporativos*, los ha concebido como una "tercera categoría al lado de la tradicional distinción entre derechos reales y derechos de crédito" (cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pág. 253).

terceros en general. Esa eficacia *erga omnes* reviste con trazos de titularidad real la titularidad sobre los valores anotados ⁷⁵⁶.

El titular registral está también legitimado para exigir su derecho en el ámbito judicial por la vía del procedimiento ejecutivo, pues el número 7º del art. 1429 LEC -introducido por la Ley 10/1992, de 30 de abril, de Medidas Urgentes de Reforma Procesal- concede fuerza ejecutiva a los certificados de legitimación expedidos por las Entidades encargadas de los registros -si bien habrá de ir acompañado de la copia de la correspondiente escritura ^{757- 758}.

Al referirnos a la legitimación activa, no hemos de pensar sólo en el que ostenta la titularidad plena sobre el valor, sino que también están legitimados activamente aquellos a cuyo nombre conste inscrito en el registro algún derecho limitado o gravamen sobre los valores. Así, el

⁷⁵⁶ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 51 y 52.

⁷⁵⁷ Vid. art. 12 LMV, respecto a los certificados, y art. 6 LMV, con relación a la escritura.

⁷⁵⁸ Cfr. SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3564; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 52 y 70.

titular de un gravamen o el usufructuario podrán ejercitar sus derechos sobre valores anotados en virtud de la legitimación que emana del contenido del registro.

1.2. LEGITIMACIÓN PASIVA.

Se considerará legitimado pasivamente aquel que realice una prestación o facilite el ejercicio de un derecho a quien figure en los asientos del registro como titular legítimo ⁷⁵⁹. Explicitan los arts. 11.2 LMV y 15.2 RD 116/1992 que la Entidad emisora se liberará si realiza la prestación en favor del legitimado, aunque éste no sea el titular del valor ⁷⁶⁰. La emisora no tendrá que realizar un doble pago ni se le podrá exigir responsabilidad alguna ⁷⁶¹. Pero, para que la liberación tenga lugar, la entidad deberá haber actuado de buena fe y sin culpa grave ⁷⁶². Aunque la Entidad emisora

⁷⁵⁹ Pues aunque realmente no fuera el titular legítimo cuenta a su favor con la presunción de titularidad del art. 11 LMV a la que nos hemos referido y que, por tanto, releva de responsabilidad y legitima pasivamente al que confió en tal titularidad.

⁷⁶⁰ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Instituciones...", Tomo II, 18ª ed., cit., pág. 28; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", cit., págs. 104-105; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 52 y 53.

⁷⁶¹ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 390.

⁷⁶² Cfr. SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", cit., pág. 3567; ANGULO

albergue dudas sobre la autenticidad de la titularidad del que aparece formalmente legitimado, no se pide que desarrolle una especial labor de investigación, pues eso excede de sus obligaciones y, además, iría contra la agilidad y celeridad que se persigue con el sistema de anotaciones ⁷⁶³. Sí se pide, lógicamente, que la emisora obre sin mala fe y que no actúe de modo negligente, realizando la prestación en favor de quien, sin gran esfuerzo, podría evidenciarse que no es titular ⁷⁶⁴. Por lo demás, basta con que la Entidad emisora confíe en

RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 275; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 173.

⁷⁶³ En el régimen de las acciones de sociedad anónima -y, por extensión, podríamos decir que también en el de las obligaciones- está previsto por la DA 1^a.6 que las Entidades encargadas de los registros comuniquen a las sociedades emisoras los datos necesarios para la identificación de los titulares de los valores (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 53).

⁷⁶⁴ Comenta RECALDE CASTELLS (en "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 390, nota 76) que es trasladable a las anotaciones la doctrina establecida sobre esta cuestión en el Derecho cambiario -art. 46.3 LCC-, tanto por lo que se refiere a la exigencia de la buena fe para que se produzca el efecto liberatorio del pago -y, a este respecto, remite el Autor a las opiniones de HUECK, A./CANARIS, C. W., *Recht der Wertpapiere*, München, 1986, pág. 132; PELLIZZI, *Principi...*, cit., pág. 176; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., "La naturaleza jurídica de la letra de cambio", en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. (dir.), *Derecho cambiario (Estudios sobre la Ley cambiaria y del cheque)*, Madrid, 1992, pág. 142 (op. cit., pág. 386, nota 62)-, como por lo que se refiere a la diligencia mínima que es exigible de quien realiza la prestación -ya que no se liberaría si conociendo la falta de titularidad de quien se haya legitimado y teniendo medios de prueba líquidos para demostrarlo hubiese realizado la prestación- (op. cit., pág. 390, nota 76).

el contenido del registro. Más allá de estas exigencias, a quien habrá que pedir responsabilidad no será a la Entidad emisora, sino a la Entidad encargada del registro, que permitió la práctica irregular de la inscripción en favor del no titular, salvo culpa exclusiva de los perjudicados.

2. CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN -ARTS. 12 LMV Y 18 Y SS. RD 116/1992-.

En el art. 12 LMV se dispone que la legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores anotados podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados expedidos por las Entidades encargadas de los registros, de conformidad con sus propios asientos.

Llama la atención la presencia de este elemento de naturaleza documental en un punto tan clave del régimen de los valores anotados como es el ejercicio de los derechos que de ellos se deriven ⁷⁶⁵.

⁷⁶⁵ Pero -observa SANTOS MARTÍNEZ, en "Valores informatizados", cit., pág. 67- "la necesidad que en el tráfico jurídico -en las relaciones intersubjetivas de naturaleza económica, en general- se siente de servirse de un apoyo documental escrito, distinto o separado del simple registro magnético, se rebela contra un sistema que pretendiera se pura y simplemente informatizado" -pura y simplemente "registral", podríamos decir, con expresión, en

El recurso a estos instrumentos hace pensar en un freno o punto de anclaje, que impide que el sistema de anotaciones en cuenta pueda desarrollar plenamente sus virtualidades por lo que a agilidad y celeridad en el tráfico de valores se refiere.

Además, en un primer análisis, estos certificados pueden parecer una amenaza al espíritu o a la lógica inspiradora del sistema de anotaciones, por cuanto que podrían entrañar una vía de *titulización* o un riesgo de materialización de los valores ⁷⁶⁶. Esta preocupación está en la mente del legislador y se hace evidente en la lectura de algunas de las disposiciones relativas a los certificados ⁷⁶⁷, que, en gran medida, son

nuestra opinión, más definitiva desde el punto de vista jurídico-.

Sobre el uso de estos certificados en el sistema italiano de la *Monte Titoli*, vid. CHIOMENTI, F., "Biglietti di ammissione in assemblea per azioni depositate al Monte Titoli", en *RDComm*, 1984, I, págs. 235 y ss.; JAEGER, P. G./DENOZZA, F., *Appunti di Diritto Commerciale*, Tomo I, cit., pág. 271; AULETTA, G./SALANITRO, N., *Diritto Commerciale*, cit., pág. 583; PAVONE LA ROSA, A., "La gestione accentrata...", cit., págs. 295-296; PARTESOTTI, G., "Profili cartolari del sistema Monte Titoli", cit., pág. 602-603.

⁷⁶⁶ Sin embargo, ALONSO ESPINOSA (en "Problemas en materia de documentación...", cit., pág. 61) parece no ver en ello riesgo alguno y afirma que estos certificados son "la forma jurídica de «materializar» las acciones representadas informáticamente" y los califica como "títulos-valor impropios" (cfr. *op. cit.*, pág. 61, nota 51).

⁷⁶⁷ Como la sanción de nulidad que afecta a cualquier acto de disposición que tenga por objeto los certificados - arts. 12.2, proposición segunda, LMV y 20.2 RD 116/1992- o la

cauteladas para alejar cualquier riesgo de cartularización de los valores anotados ⁷⁶⁸.

Lo más importante es que la configuración del sistema ha dejado claro que la legitimación es *ex registri*, que la fuente de la legitimación no son los certificados sino el registro y que los certificados no son sino una acreditación de lo inscrito en el registro, de modo que, caso de *divergencia*, se primará lo expresado en el registro frente a lo indicado en el certificado ⁷⁶⁹.

Por otra parte, el legislador no exige en todo caso el recurso a esta forma de legitimación, suavizando así el peso de esta carga documental que suponen los certificados. Así se deduce de las expresiones utilizadas en el art. 12.1 LMV -"podrá acreditarse mediante la exhibición de

caducidad que les es inherente -arts. 12 *in fine* LMV y 21.2 RD 116/1992-.

Sobre la intransferibilidad de las *certificazioni di appartenenza al sistema Monte Titoli*, vid. LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari...*, cit., págs. 93 y ss.

⁷⁶⁸ El balance final, observa SÁNCHEZ CALERO, es que "los inconvenientes de la emisión de estos certificados (...) quizá superen sus ventajas" (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 103).

⁷⁶⁹ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "La desmaterialización de los valores privados...", cit., pág. 3115.

certificados"- ⁷⁷⁰ y en el art. 18.1 RD 116/1992 - "cuando ello se considere conveniente la legitimación (...) podrá acreditarse"- ⁷⁷¹ que dejan abierta la posibilidad de acudir a la legitimación registral directa.

2.1. NATURALEZA Y CARACTERES GENERALES DE LOS CERTIFICADOS.

La primera duda que hay que despejar es que estos certificados no tienen naturaleza de título-valor ⁷⁷², no incorporan el derecho al cual se

⁷⁷⁰ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 103-104.

⁷⁷¹ Observa MEJÍAS GÓMEZ (en "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 117) que la exhibición de los certificados es potestativa, lo cual resulta "congruente con la propia razón de ser de la anotación en cuenta y de su carácter esencialmente nominativo".

⁷⁷² Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 67; FERNÁNDEZ DEL POZO se manifiesta de modo concluyente sobre la naturaleza del certificado, diciendo: "no pretenda verse en éste un título-valor" (cfr. "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1221).

PÉREZ ESCOLAR (en "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1013) dice de ellos que son "una especie de «sucedáneo» del título-valor".

Observa este mismo Autor "lo difícil que resulta prescindir totalmente del título como documento ante la colisión de los intereses a proteger: por un lado, la masificación de las operaciones y la exigencia de celeridad en su tramitación y liquidación han hecho que el título como tal «desaparezca» y sea sustituido por una simple inscripción contable; por otro, era necesario seguir facilitando al titular un medio fácil de demostrar su legitimación" (cfr. *op. cit.* pág. 1013).

refieren ⁷⁷³. Por tanto, no será posible su endoso ni realizar acto alguno de disposición que tenga por objeto los certificados, pretendiendo con ello llevar a término una transmisión de derechos sobre valores anotados. Los arts. 12 LMV y 20.2 RD 116/1992 declaran nulo cualquier acto de disposición sobre los certificados ⁷⁷⁴.

Por su parte ANGULO RODRÍGUEZ, al hablar de estos certificados (en "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 275), aprovecha para decir que son "manifestación de que seguimos necesitando en todo caso de un papel".

⁷⁷³ Cfr. SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3567; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 117.

⁷⁷⁴ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 103; SERRA MALLOL, A. J., "La descorporización de los valores mobiliarios: las acciones no cotizadas en Bolsa y cesiones de acciones", en *RGD*, 1993, n° 591, pág. 11949; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2666; ALONSO ESPINOSA, F. J., "Problemas en materia de documentación...", *cit.*, pág. 61; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 117; GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág. 63; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 275; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1013; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, págs. 173 y 207; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1222; SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", *cit.*, pág. 67 y 72), quien destaca la preocupación del legislador ante "el riesgo de que los certificados -simples medios, como entendemos, para facilitar la prueba de la legitimación-puedan ser utilizados como títulos circulantes, como si fueran soporte de los derechos, con lo que se volvería a los títulos-valores que han querido eludirse mediante el registro informatizado"; SENES MOTILLA (en "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3567), en cuya opinión, "puesto que el certificado no incorpora el contenido de los valores anotados, no puede ser objeto autónomo de circulación en el tráfico jurídico".

Tampoco deben considerarse estos certificados como *documento atributivo de legitimación*, en el sentido de que la legitimación del titular para el ejercicio de su derecho tenga su origen en el propio certificado. Así cabría pensar tras un lectura precipitada de los arts. 12.2 LMV y 20.1 RD 116/1992, en los que se dispone que los certificados "no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación". Pero la expresión de estos artículos no quiere significar que sea el certificado en sí el que genere la legitimación, pues sabemos que la fuente de la legitimación del titular de valores anotados es el propio registro, es la inscripción registral ⁷⁷⁵.

La naturaleza del certificado de legitimación es también distinta de la de los llamados *títulos de legitimación*. Estos han sido ya delimitados por la doctrina: hacen referencia a prestaciones que son ofrecidas a masas -un billete de autobús, la

⁷⁷⁵ Vid. arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992.

Vid. *supra* VII.1..

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 68-69. Sobre la fuerza legitimadora de los certificados, *vid.* MEO, "Decartolarizzazione dei valor mobiliari e liquidazione e compensazione delle operazioni di borsa nella nuova disciplina spagnola", *RdS*, 1992, pág. 1071.

Acerca de los *qualifizierte Legitimationspapiere*, *vid.* ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, *cit.*, págs. 178-179.

entrada de un espectáculo deportivo o artístico- y son susceptibles de transmisión -reventa, donación- y, como hemos dicho los certificados creados por la LMV no pueden ser transmitidos ⁷⁷⁶.

La naturaleza de los certificados de legitimación no es otra sino la de un medio cualificado de prueba. Son *documentos probatorios* ⁷⁷⁷. Acreditan la titularidad de un derecho derivado

⁷⁷⁶ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 69.

Vid. ARROYO MARTÍNEZ, I., "Reflexiones en torno a los denominados títulos valores impropios y documentos de legitimación", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVAROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, cit., págs. 149 y ss., esp. 157 y ss..

⁷⁷⁷ Acerca de los *documentos probatorios* -que se caracterizan por ser un elemento que, sin ser imprescindible para el ejercicio del derecho, facilita al titular esta función-, vid. HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pág. 2. Por su parte, observa GARRIGUES que la función del *documento probatorio* es "acreditar la existencia de un derecho, facilitando su prueba; pero ésta puede realizarse por otros medios distintos" (cfr. *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., cit., pág. 720).

ANGULO RODRÍGUEZ, con criterio acertado, manifiesta acerca de estos certificados que -en cuanto a su naturaleza jurídica- "son *documentos puramente probatorios*" (cfr. "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 275).

DÍAZ MORENO, comentando el carácter de documento probatorio de los certificados, afirma que "valen en cuanto se corresponden verazmente con las anotaciones" (cfr. "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 420).

Cfr. también SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto...", cit., págs. 2850-2851; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., págs. 67 y 69; también parece ser de esta opinión GUITARD MARÍN, quien observa que los certificados facilitan al titular del derecho anotado "la justificación extrarregistral de su derecho según registro" (cfr. "Real Decreto sobre

del valor anotado al cual se refieren ⁷⁷⁸. Bien es cierto que el titular del derecho anotado se ve legitimado para el ejercicio de su derecho en virtud de la prueba que estos certificados ejercen. Pero eso no significa que la legitimación encuentre su origen en el certificado, sino, tan sólo, que el certificado es vehículo de la legitimación ⁷⁷⁹. Por tanto, si la legitimación no reside en los certificados, sino que tiene su fuente en el registro, no parece acertado que el RD 116/1992 los haya llamado "certificados de legitimación" ⁷⁸⁰. Hubiese resultado más acertado llamarlos "certificados acreditativos" o "certificados probatorios" -por cuanto que acreditan o prueban cuál es la legitimación que consta en el registro-.

Por consiguiente, su función difiere de la ejercida por las certificaciones expedidas por otros Registros -como puede ser el Registro de la

representación de valores...", cit. pág. 63); ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 641.

⁷⁷⁸ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 275 y "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", cit., pág. 7; MADRID PARRA observa, además, (en "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 173) que la Entidad encargada del registro contable está obligada a expedir el certificado (vid. también op. cit., pág. 206, nota 103).

⁷⁷⁹ Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., pág. 1223.

⁷⁸⁰ Art. 18 RD 116/1992.

Propiedad-⁷⁸¹; pues los certificados de legitimación de los valores anotados se expiden a solicitud de su titular como medio de acreditación de su derecho, mientras que las certificaciones a las que nos hemos referido, se emiten a petición de cualquier interesado⁷⁸² y, lógicamente, no son instrumento de acreditación, ni de legitimación para el ejercicio de derechos, sino un cauce de la publicidad formal de esos Registros⁷⁸³. *Mutatis mutandis*, se puede decir que la función de estos certificados es semejante a la que cumplen los certificados de inscripción de acciones nominativas⁷⁸⁴, por cuanto que la persona a cuyo nombre se expiden queda acreditada como titular del derecho. En cierto modo, también cumplen la función de fuente de información de las personas que se relacionan con el titular registral⁷⁸⁵.

⁷⁸¹ Vid. arts. 223 y ss. LH.

⁷⁸² A este respecto dispone el art. 227 LH que "los Registradores no expedirán certificaciones sino a instancia, por escrito, del que, a su juicio, tenga interés conocido en averiguar el estado del inmueble o derecho real de que se trate, o en virtud de mandamiento judicial".

⁷⁸³ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 383; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 60.

⁷⁸⁴ MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 117.

⁷⁸⁵ Por ejemplo, el que va a adquirir por compraventa los valores, a la vista del certificado se informa de la

El art. 18.1 RD 116/1992 aclara que la función probatoria de los certificados se extiende no sólo al ejercicio y la transmisión de los derechos básicos registrados, sino también al ejercicio y la transmisión de los derechos reales o gravámenes constituidos sobre esos derechos básicos ⁷⁸⁶. De la letra de los arts. 12 LMV y 18.1 RD 116/1992 parece deducirse que los certificados se expedirán siempre y necesariamente para que el solicitante se encuentre legitimado para el ejercicio de un derecho ⁷⁸⁷; sin embargo, también habría de admitirse la expedición de certificados en aquellas ocasiones en que el titular lo que

titularidad de su transmitente (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 61).

Comenta MADRID PARRA (en "Representación y transmisión de acciones...", cit., págs. 207-208) que el certificado "ofrece a los terceros un información actualizada y, por tanto, segura de lo que consta en el registro". Y, así, concluye este Autor que "el posible adquirente tiene una seguridad proporcionado por el certificado que hace innecesaria la obtención de información del registro por sí mismo". Coincidimos con este Autor en que el certificado cubre la *necesidad* de información que pueda tener el tercero que se relaciona con el titular de derechos sobre valores anotados, pero no coincidiríamos si con ello intenta expresar la *suficiencia* del certificado de legitimación como medio asegurar la publicidad del registro frente a terceros, ya que la actual concepción de los certificados pone al tercero en un incómoda situación de dependencia ante el titular del derecho anotado (a este respecto *vid. infra* VI.2.2.)

⁷⁸⁶ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 70.

⁷⁸⁷ Como puede ser la transmisión de la titularidad plena o limitada del valor; o el ejercicio del derecho de voto o la asistencia a Junta, en el caso de las acciones anotadas.

pretende no es el ejercicio de su derecho, sino tan sólo acreditar su titularidad frente a terceros ⁷⁸⁸.

En el ámbito de la Deuda Pública anotada, las Entidades Gestoras sustituirán los certificados por la periódica remisión a cada titular de un "extracto de movimientos para información al cliente" ⁷⁸⁹. Pero esta solución puede ser también adoptada fuera del ámbito de la Deuda Pública. Para ello el titular puede encargar a una entidad de crédito el depósito de sus valores mobiliarios ⁷⁹⁰. En estos casos -a pesar de que la entidad de crédito pueda contar con un poder del titular de los valores anotados para solicitar la expedición

⁷⁸⁸ Por ejemplo, cuando el titular necesita constatar ante la Administración o la Hacienda Pública la existencia de su derecho (cfr. SERRA MALLOL, A. J., "La descorporización de los valores mobiliarios...", *cit.*, pág. 11948).

Si bien, mejor solución sería, como hemos observado más arriba, mejorar la publicidad formal de los registros de valores anotados para que los terceros puedan acceder a su contenido; de modo que al titular de los valores o de derechos sobre éstos le baste con invocar su titularidad, quedando a expensas del tercero la labor de verificación, si lo precisa.

⁷⁸⁹ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 276.

⁷⁹⁰ Afirma SÁNCHEZ CALERO que esto será lo más frecuente, "salvo en el supuesto, que puede estimarse como excepcional, de que el propio titular pida la expedición del certificado a la entidad encargada del registro contable para conservarlo el directamente" (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 104).

Sobre la posibilidad de depósito de este tipo de valores, remite este Autor a ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 111.

de certificados- será más cómodo para la entidad de crédito depositaria conectarse directamente con la encargada del registro y llevar su propia contabilidad de la titularidad por parte de su cliente respecto a los valores anotados. Así la entidad de crédito podrá ir enviando a su cliente informaciones periódicas de los movimientos que se producen en su cuenta de valores ⁷⁹¹. Conforme al modo habitual de proceder en el ámbito bancario, si el cliente observara alguna irregularidad en las informaciones que se le remitan, reclamará a la entidad de crédito -quien, a su vez, reclamaría a la encargada del registro, si el error fuese imputable a ésta- ⁷⁹².

2.2. EXPEDICIÓN DE LOS CERTIFICADOS.

"Los certificados sólo serán expedidos a solicitud del titular de los valores o derechos" ⁷⁹³. Con esta observación el art. 19 RD 116/1992 nos

⁷⁹¹ Cfr. SÁNCHEZ CALERO (en "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 104), quien observa que éste es el modo de proceder que "se está generalizando en la práctica bancaria en la actualidad".

⁷⁹² Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 104.

⁷⁹³ Cfr. art. 19.1, proposición primera, RD 116/1992 -en el art. 12 LMV no se recoge de forma explícita esta afirmación-.

Cfr. SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3568; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 629;

da a entender no sólo que es el *titular de los derechos* quien está facultado para iniciar el trámite de expedición del certificado, sino también que el certificado no es un medio de publicidad al que pueda acceder cualquier interesado en conocer el contenido del registro. A su vez, en la medida en que la titularidad de todos los derechos derivados de un valor puede no recaer sobre un sólo persona, los certificados podrán ser solicitados por personas distintas ⁷⁹⁴.

Los terceros no pueden solicitar certificados. Sin embargo, existen algunas excepciones: como puede ser el caso de los herederos del titular de un derecho inscrito en el registro contable; el que contara con poder

MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 117.

⁷⁹⁴ MEJÍAS GÓMEZ, a título de ejemplo, se refiere al caso del usufructo de valores, en el cual podrá expedirse un certificado para el usufructuario y otro para el nudo propietario (cfr. "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 117).

FERNÁNDEZ DEL POZO (en "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1222) refiriéndose a la posibilidad de que se expida un certificado para el usufructuario de valores anotados, comenta que si éste transmite su derecho, antes deberá restituir el certificado de anotación de usufructo, para que pueda inscribirse el derecho a favor del nuevo usufructuario -y remite, en relación con esta cuestión, al art. 480 C. ci.-.

suficiente para tal solicitud; en el supuesto de un mandato judicial ⁷⁹⁵.

La obtención del certificado es un derecho de quien sea titular de derechos sobre los valores ⁷⁹⁶. Frente al derecho a la obtención del certificado se encuentra la obligación de su expedición. La expedición corresponde a la Entidad encargada o

⁷⁹⁵ Cfr. SERRA MALLOL, A. J., "La descorporización de los valores mobiliarios...", cit., pág. 11948.

⁷⁹⁶ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 68.

Comentando el art. 8.2 LMV, MEJÍAS GÓMEZ (en "Las acciones representadas...", cit., pág. 117) afirma que la expedición del certificado "es libre de gastos para el suscriptor (...). Sin embargo, no parece tan claro este derecho a la expedición gratuita tratándose de adquisiciones derivativas.". En nuestra opinión, el art. 8.2 LMV no da lugar a concluir la gratuidad de los certificados solicitados por el suscriptor de los valores, pues este artículo en ningún momento habla de los certificados, sino de la inscripción constitutiva de los valores. Así entendemos que debe interpretarse el tenor literal del art. 8.2 LMV -"Los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones."-. Reforzando la interpretación que proponemos, entendemos que no es difícil establecer un paralelismo entre este artículo y el art. 52.2 LSA, en el que se preceptúa que cuando las acciones se representen por medio de títulos, "el accionista tendrá derecho a recibir los que le correspondan, libres de gastos".

Con relación a ese derecho a la obtención del certificado, conviene tener presente las observaciones de SÁNCHEZ CALERO, quien, considerando las desventajas que lleva aparejadas la emisión de los certificados y el carácter aparentemente prescindible que éstos tienen, afirma que "en la práctica -salvo en los casos en los que lo solicite el titular- el certificado no se emitirá y se sustituirá por una simple nota o recibo informativo" (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 103).

adherida que lleve el registro contable de los valores y deberá efectuarla de conformidad con los asientos del registro ⁷⁹⁷, como un reflejo fiel de éstos. Si los valores son propiedad de las Entidades adheridas la expedición de los certificados corresponderá al SCLV ⁷⁹⁸.

Si hubiese divergencias entre el certificado y la anotación en cuenta, lógicamente éstas se resolverán en favor de lo que aparezca inscrito en el registro contable ⁷⁹⁹, sin perjuicio de la responsabilidad que pueda exigirse a la Entidad encargada ⁸⁰⁰.

⁷⁹⁷ Arts. 12.1 LMV y 19.1 RD 116/1992.

Cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., "Problemas en materia de documentación...", *cit.*, pág. 61; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2666; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1013; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 117; SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3568.

⁷⁹⁸ Art. 19.1 *in fine* RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 117.

⁷⁹⁹ Art. 7 *in fine* LMV.

MEJÍAS GÓMEZ (en "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 118) recuerda que, si de la divergencia entre el certificado y la inscripción registral se dedujera algún perjuicio, la Entidad encargada del registro habrá de responder por la responsabilidad en que hubiese incurrido.

⁸⁰⁰ Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1222.

En consonancia con la celeridad siempre pretendida en el Derecho mercantil y que, si cabe, es buscada con más interés en el ámbito de los Mercados de Valores, se establece un límite cronológico para la expedición de los certificados y así prescribe el art. 19.2 RD 116/1992 que "los certificados deberán ser expedidos antes de que concluya el día hábil siguiente a aquel en que haya tenido lugar la presentación de la solicitud" ⁸⁰¹.

La expedición del certificado está también sometida a un límite objetivo-funcional ⁸⁰², referido en los arts. 12.3 LMV y 19.3 RD 116/1992, conforme a los cuales "no podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado" ⁸⁰³. El certificado ha de ser único ⁸⁰⁴. Es decir, no podrán coexistir

⁸⁰¹ Cfr. SERRA MALLOL, A. J., "La descorporización de los valores mobiliarios...", *cit.*, pág. 11948-11949; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 68; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 117; SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3568.

⁸⁰² Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 68.

⁸⁰³ Cfr. ALONSO ESPINOSA, F. J., "Problemas en materia de documentación...", *cit.*, pág. 61; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2666, nota 11; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 275.

⁸⁰⁴ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 103; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1222.

de modo *simultáneo* varios certificados respecto del mismo valor y para el ejercicio del mismo derecho. Sin embargo, de modo *sucesivo*, es decir, evitando la coexistencia, no habrá inconveniente para la expedición de certificados respecto de los mismos valores y derechos. El certificado adquiere así un valor individualizado, evitando una multiplicación artificial que sirviese de base al titular-solicitante de los certificados para ejercitar varias veces su derecho en fraude de terceros. Podemos pensar, como ejemplo más claro, en la doble o múltiple venta de valores ⁸⁰⁵.

De los dos últimos artículos citados también podemos deducir, al interpretarlos a *sensu contrario*, que la Entidad encargada podrá expedir varios certificados referentes a un mismo valor, cuando los certificados hayan sido solicitados para el ejercicio de derechos distintos sobre los valores ⁸⁰⁶.

⁸⁰⁵ Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", *cit.*, pág. 344; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1222 y *El nuevo registro mercantil: sujeto y función mercantil registral*, Madrid, 1990, pág. 265; SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3568; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 68.

⁸⁰⁶ DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 420) comenta que este supuesto -la expedición de varios certificados relativos a un mismo valor,

El art. 18.1 RD 116/1992 dispone cuáles serán los datos que hayan de constar en el certificado ⁸⁰⁷: *identidad del titular o titulares de los valores* ⁸⁰⁸ y, en su caso, de los derechos limitados o gravámenes ⁸⁰⁹; *identificación del emisor y de la emisión; clase de los valores; valor nominal de los mismos; número de valores que comprenda el certificado, pues, como veremos, los certificados pueden referirse a todos o a parte de los valores integrados en cada saldo; referencia o referencias de registro o numéricas correspondientes a los valores respecto de los que se expide el certificado* ⁸¹⁰; *fecha de expedición del certificado*

pero para el ejercicio de derechos diferentes- "será lo normal".

Cfr. también SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 68.

⁸⁰⁷ Cfr. SERRA MALLOL, A. J., "La descorporización de los valores mobiliarios...", cit., pág. 11948; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 117-118.

⁸⁰⁸ Ya que es posible la cotitularidad de los valores -vid. art. 14 RD 116/1992- (cfr. SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", cit., pág. 3567).

⁸⁰⁹ Ilustrando este punto, por lo que a la existencia de gravámenes se refiere, MEJÍAS GÓMEZ comenta que podrá dejarse constancia en el certificado de "las prohibiciones de disponer" (cfr. "Las acciones representadas...", cit., pág. 117).

⁸¹⁰ En relación con ésta cuestión conviene observar que la expedición del certificado conlleva la *individualización transitoria de los valores a los que se refiere, rompiéndose así, durante el plazo para el cual se ha expedido el certificado, la regla general de la fungibilidad de los valores anotados. La forma de la individualización será el desglose de los valores en la cuenta del titular -*

⁸¹¹; finalidad para la que haya sido expedido el certificado ⁸¹²; plazo de vigencia del certificado, que será el que se estime oportuno -dentro de los límites reglamentariamente establecidos ⁸¹³- para que el titular pueda cumplir el fin para el cual solicitó el certificado. El certificado deberá estar firmado por persona con poder bastante de la Entidad encargada del registro contable -art. 19 RD 116/1992-.

Continúa el art. 18 RD 116/1992, en su párrafo segundo, observando que los certificados podrán expedirse haciendo referencia a todos o a parte de los valores integrados en cada saldo, en función de que el titular de los valores o derechos

art. 17.3 RD 116/1992-. Esta situación bien puede equipararse al cierre registral -art. 17 LH-, no pudiendo darse curso a las transmisiones y gravámenes concertados por el titular mientras que el certificado no se restituya o no sea privado de valor -21.5 RD 116/1992- (vid. SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", cit., pág. 3568).

⁸¹¹ Elemento éste de especial importancia, comenta SENES MOTILLA (en "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", cit., pág. 3568), pues, por cuanto se refiere al plazo de caducidad que afecta a todo certificado, tal fecha será tenida como el *dies a quo*.

⁸¹² Como sabemos, es de aplicación en este punto la prescripción de los arts. 12.3 LMV y 19.3 RD 116/1992 -conforme a la cual "no podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos (o "para la misma finalidad", podemos leer nosotros), más de un certificado"-.

⁸¹³ El plazo máximo de vigencia de un certificado de legitimación es de seis meses -cfr. art. 21.5 RD 116/1992-.

en su solicitud de expedición del certificado haya pedido una u otra cosa. Cuando se refieran sólo a parte -añade el art. 18.2 RD 116/1992-, "en el momento de su expedición se procederá a efectuar el correspondiente desglose en la cuenta del titular que se mantendrá hasta la restitución del certificado o hasta que éste haya caducado" ⁸¹⁴.

2.3. INMOVILIZACIÓN REGISTRAL DE LOS VALORES; LA RESTITUCIÓN DE LOS CERTIFICADOS Y SU CADUCIDAD.

Una vez que se hayan expedido los certificados -señala el art. 21.1 RD 116/1992-, los valores quedarán inmovilizados registralmente ⁸¹⁵. Para hacer efectiva la inmovilización, la Entidad encargada del registro procederá al desglose de los valores ⁸¹⁶. El art. 17.3 RD 116/1992, al ocuparse de la fungibilidad de los valores anotados, hace referencia a "las necesidades de especificación o desglose de valores inscritos derivadas de

⁸¹⁴ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 70; SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3568.

⁸¹⁵ Cfr. SERRA MALLOL, A. J., "La descorporización de los valores mobiliarios...", *cit.*, pág. 11949; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 118.

Vid. también art. 12.4 LMV.

⁸¹⁶ Así lo observa, respecto de los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, el art. 31.3 RD 116/1992 y, con relación a los no admitidos en mercados secundarios oficiales, el art. 47.1 RD 116/1992.

situaciones especiales, como (...) la expedición de certificados". El desglose, dice este artículo, no perjudicará la fungibilidad de los valores ⁸¹⁷. Es decir, dentro del conjunto homogéneo integrado por la emisión de valores inscritos en el registro, se desglosará un número de valores -el que corresponda al número de certificados expedidos- pero no será necesario identificar individualmente qué valores de esa emisión han sido los desglosados ⁸¹⁸.

La inmovilización supone que la Entidad encargada no podrá dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones mientras que los certificados no hayan sido restituidos a la Entidad que los expidió -salvo cuando se trate de transmisiones que deriven de ejecuciones forzosas judiciales o

⁸¹⁷ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 41.

⁸¹⁸ Es la misma lógica que sigue el art. 17.1, proposición segunda, RD 116/1992 al relacionar la titularidad con la fungibilidad de los valores.

En estos aspectos se hace evidente la dimensión contable de los valores representados por anotaciones en cuenta (vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 93 e "Instituciones...", 15ª ed., cit., pág. 380), pues esta forma de representación nos permite tratar los valores como simples unidades dentro de una cuenta y atribuir saldos de valores a las distintas necesidades que surjan del tráfico jurídico: transferencia contable de un saldo de valores, como forma de llevar a término la transmisión de éstos; titularidad de un saldo de valores, como forma de explicitación del derecho de propiedad.

administrativas- ⁸¹⁹. Del mismo modo, los miembros de los mercados de valores -Bolsas u otros mercados organizados- tampoco podrán ejecutar las órdenes que reciban si les consta que se refieren a valores respecto de los que estén expedidos certificados -excepto cuando ellos mismos recojan los certificados con ocasión de tales órdenes para hacerlos llegar a la Entidad encargada en cuyos registros figuran inscritos los valores ⁸²⁰, y también cuando se deba proceder a una ejecución forzosa judicial o administrativa- ⁸²¹. Es ésta una

⁸¹⁹ Arts. 12.4 LMV y 21.1 RD 116/1992.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 103; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2666, nota 11; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 71; GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores...", *cit.* pág. 63; ALONSO ESPINOSA, F. J., "Problemas en materia de documentación...", *cit.*, pág. 61; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1222.

PÉREZ ESCOLAR critica la solución adoptada por la Ley en este punto y opina que la exigencia de la devolución del certificado supone, de alguna forma, convertirlo en un "título de rescate" (cfr. "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1013).

⁸²⁰ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ (en "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 118), a quien hemos seguido para obviar lo que no puede ser sino una errata del art. 21.3 RD 116/1992, en el que se lee: "se exceptúan los casos en que ellos mismos las recojan con ocasión de tales órdenes para hacerlos llegar a la Entidad adherida o encargada". De otro modo, el tenor literal de este artículo resulta incomprensible o discordante.

⁸²¹ Art. 21.3 RD 116/1992.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 275.

medida de seguridad, con la que se pretende evitar que el disponente se sirviera del certificado de legitimación, mientras que éste no perdiera validez, para realizar actos fraudulentos ⁸²² -por ejemplo, una doble o múltiple venta ⁸²³-. Por eso se le impone la obligación de restituir el certificado a la Entidad emisora. De este modo, el acto de restitución del certificado, en ocasiones, se integra entre los elementos o actos necesarios para que la transmisión -plena o limitada- de los valores se lleve a término, pues sin la restitución la Entidad encargada no puede proceder la inscripción y mientras que ésta no tenga lugar no se habrá perfeccionado la transmisión.

La caducidad de los certificados está íntimamente relacionada con la inmovilización

⁸²² Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", *cit.*, pág. 1013.

Pero este Autor, crítico ante la configuración dada por la LMV a los certificados, opina que "si las nuevas características del mercado de valores han aconsejado adoptar el sistema de anotaciones, ello debe hacerse con todas sus consecuencias, sin convertir a un puro «justificante» en un cuasi título-valor; y, si hay que conjurar posibles fraudes, ello debe hacerse mediante la protección de la buena fe y el rigor de las sanciones correspondientes y no alterando las características generales del sistema en consideración a supuestos excepcionales"

⁸²³ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 71 y DÍAZ MORENO, quien (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 395-396) plantea el mismo problema relacionándolo también con la transmisión de derechos reales limitados.

registraral de los valores. En efecto, la Entidad encargada del registro dará por terminada la inmovilización de los valores no sólo cuando se le restituyan los certificados que hubiesen sido expedidos, sino también cuando, sin necesidad de restitución, los certificados pierdan su valor por el mero transcurso del plazo de validez para el cual fueron emitidos ⁸²⁴. Así, el art. 21.4 RD 116/1992, prescribe que "la obligación de restitución decae cuando el certificado haya quedado privado de valor" ⁸²⁵.

No es difícil ver en la caducidad de los certificados una más de las cautelas con que el legislador ha afrontado la configuración de este elemento documental que se inserta en el régimen de los valores anotados en cuenta. A toda costa el legislador ha procurado evitar cualquier posibilidad de interpretar o de servirse de los certificados como un forma de materialización de los valores anotados. No le basta al legislador con

⁸²⁴ Vid. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 208.

⁸²⁵ Vid. también art. 12 *in fine* LMV.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 275; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 208; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 118; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 72.

declarar que los certificados tienen sólo un valor acreditativo o legitimador ⁸²⁶, sin que quepa pensar en modo alguno en la incorporación de los valores a los certificados; ni con prescribir la nulidad de cualquier acto de disposición que tenga por objeto los certificados ⁸²⁷; ni con exigir la restitución de los certificados para poder dar curso a las transmisiones o gravámenes sobre los valores ⁸²⁸. Y, así, en el art. 21.5 RD 116/1992 -con el que se cierra la sección que el Real Decreto dedica a los certificados de legitimación- se establece la caducidad de los certificados ⁸²⁹.

Cada certificado expresará cuál es su propio plazo de vigencia ⁸³⁰. La Entidad encargada del

⁸²⁶ Art. 20.1 RD 116/1992.

⁸²⁷ Art. 20.2 RD 116/1992.

⁸²⁸ Art. 21, párrafos 1 y 3, RD 116/1992.

⁸²⁹ Esta caducidad, además, es un elemento de seguridad para el tráfico y evita que la duración ilimitada de los certificado pudiera llegar a hacer inoperante el sistema de anotaciones en cuenta (cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 208).

Vid. también RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 391.

⁸³⁰ Art. 18.1 RD 116/1992, en el que también se establece que en los certificados se dejará constancia de "la finalidad para la que hayan sido expedidos". SANTOS MARTÍNEZ aprovecha para decir, a este respecto, que debe entenderse que los valores no sólo perderán su valor por el paso del tiempo, sino también una vez que resulte cumplida su finalidad "o si ésta resulta de imposible satisfacción" (cfr. "Valores informatizados", cit., pág. 72).

registro, al efectuar el desglose de los valores respecto de los que se haya expedido certificado, dejará constancia del referido plazo de vigencia. Ese plazo no podrá exceder de seis meses. Los certificados en los que no se haya establecido plazo caducarán a los tres meses de su fecha de expedición ⁸³¹.

2.4. EXTRAVÍO, DESTRUCCIÓN Y SUSTRACCIÓN DE LOS CERTIFICADOS.

Caso de extravío, destrucción o sustracción del certificado la solución que se presenta más fácil es comunicar el hecho a la Entidad encargada que lo emitió, para que lo declare privado de valor ⁸³². La situación de inmovilización de los valores quedará así resuelta, pues, desde que el certificado quedó sin valor, decae la obligación de restituirlo a la Entidad encargada ⁸³³. Cabe

⁸³¹ Art. 21.5 RD 116/1992.

Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 208; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 72; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 117; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 276.

⁸³² Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 103; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 118.

⁸³³ Art. 21.4 RD 116/1992.

entender que con ello las cosas habrán vuelto a su estado original y, si el titular de los derechos o valores mantiene su pretensión, podrá solicitar la expedición de un nuevo certificado para el ejercicio de su derecho.

2.5. EJECUTIVIDAD PROCESAL DE LOS CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN.

Esta cuestión se relaciona íntimamente con la legitimación del titular registral, que hemos tenido ocasión de analizar más arriba ⁸³⁴. Tal legitimación, lógicamente, no sólo ha de desplegar sus efectos en el ámbito extrajudicial, sino también en el judicial ⁸³⁵. Concretamente, el titular registral está facultado para exigir su derecho por la vía del procedimiento ejecutivo. Esta posibilidad ha sido abierta en virtud de la reforma de la Ley de Enjuiciamiento civil que ha llevado a término la Ley 10/1992, de 30 de abril, de Medidas Urgentes de Reforma Procesal, con la que se ha introducido un nuevo número en la enumeración

⁸³⁴ Vid. *supra* VII.1..

⁸³⁵ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 52 y 70.

de títulos ejecutivos que realiza el art. 1429 LEC 836.

Como en tantas otras de las cuestiones que hasta el momento hemos visto, relativas al régimen de los valores anotados, la solución que ha debido arbitrarse para el tratamiento procesal-ejecutivo de las anotaciones en cuenta se ha tenido que enfrentar con la complejidad que reviste esta figura ⁸³⁷. Así, para que el titular del derecho

⁸³⁶ Cfr. CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., "En torno a la creación por la Ley 10/1992 de un nuevo título ejecutivo (artículo 1429 LEC) referido a los valores anotados en cuenta", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, cit., pág. 579; RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., págs. 391-392, nota 81.

El enunciado del referido número del art. 1429 LEC es el siguiente:

"7º. Los certificados expedidos por las entidades encargadas de los registros contables respecto de los valores representados mediante anotaciones en cuenta a los que se refiere al Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, siempre que se acompañe copia de la escritura pública de representación de los valores o, en su caso, de la emisión".

Observa SENES MOTILLA que "la razón última de la reforma procesal es la acomodación del proceso de ejecución, y más concretamente, de los títulos ejecutivos extrajudiciales, al sistema de representación de los valores introducido por la L.M.V. y desarrollado por el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero" (cfr. "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", cit., pág. 3562).

Cfr. también ORTIZ NAVACERRADA, "El nuevo título ejecutivo del número 7º del artículo 1429 de la Ley de Enjuiciamiento Civil", en AC, 1992, nº 39, pág. 647.

⁸³⁷ SENES MOTILLA (en "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", cit., pág. 3562) habla, además, de la complejidad de mercados de valores y,

anotado pueda acceder a la vía ejecutiva ⁸³⁸ deberá contar con el apoyo documental conjunto del certificado de legitimación y de la escritura pública -de representación de los valores o la de emisión ⁸³⁹⁻ ⁸⁴⁰.

El Juez ejecutor debe realizar un control de los requisitos extrínsecos del título ⁸⁴¹ y, a este respecto, en el caso que nos ocupa podrían surgir algunas dudas:

- La *determinación de la cantidad* por la que debe despacharse ejecución ⁸⁴², en ocasiones puede resultar difícil, pues es posible que se emitan valores cuyo principal o intereses sean revisables en función de la evolución de algún índice de precios ⁸⁴³; o que

entre otros aspectos, se refiere a la emisión de los valores, su negociación, su transmisibilidad y su régimen de registro

⁸³⁸ Lo cual no es sino velar por la seguridad jurídica que debe acompañar a los valores anotados, del mismo modo que sucede con los títulos-valores.

⁸³⁹ Vid. arts. 6 LMV y 6 al 9 RD 116/1992.

⁸⁴⁰ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 18ª ed., cit., pág. 29; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 52.

⁸⁴¹ Art. 1440.3 LEC.

⁸⁴² Que habrán de ser, al menos, 50.000 pesetas, en deuda líquida o liquidable, vencida y exigible -art. 1435 LEC-.

⁸⁴³ Tal es el caso contemplado en el art. 25.2.a) LMV, que se refiere a "emisiones de valores cuyo principal o cuyos intereses sean revisables en función de la evolución de

se establezcan tipos de interés compuesto que requieran unos conocimientos financieros especializados no exigibles al Juez ⁸⁴⁴.

- La *disparidad entre la copia de la escritura pública de representación de los valores -o de emisión, en su caso- y el certificado de legitimación*. La disparidad que se debiese a un mero error material es la que menos interés ofrece, sino más bien la que surgiera en relación con el valor nominal o al interés de los valores ⁸⁴⁵. De un primer análisis cabría deducir que esa disparidad supone la denegación del despacho de la ejecución -pues la exigencia de la escritura pública tiene como finalidad acreditar el origen legítimo de los certificados-. Pero parece claro que los Tribunales han de buscar

algún índice de precios o del precio de algún bien o servicio".

⁸⁴⁴ Cfr. SENES MOTILLA, quien -ante la falta de previsión legal alguna para que la liquidación tenga lugar en forma contradictoria- propone, como solución para estos casos, que determine la cantidad el ejecutante de forma unilateral y sumaria, "esto es, a los sólo efectos del despacho de la ejecución, y sin perjuicio de la excepción y prueba de la *pluspetición* que el ejecutado podrá esgrimir en momento procesal oportuno" -art. 1466 LEC- (cfr. "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", cit., pág. 3569).

⁸⁴⁵ Que tuviese su origen en una variación debida a las causas que acabamos de comentar en el párrafo anterior.

una solución para obviar que divergencias de este tipo traigan estas consecuencias y pueda resolverse su subsanación ⁸⁴⁶.

- La *caducidad del certificado*, como sabemos, equivale a la pérdida de su eficacia jurídica -tanto en sus aspectos sustantivos, como en los procesales-; de modo que ante la falta de fuerza ejecutiva del título, el Juez ejecutor deberá denegar el despacho de ejecución ⁸⁴⁷.

Por lo que se refiere al *incidente de oposición a la ejecución*, en el caso de los valores anotados son de plena aplicabilidad las excepciones y los motivos de nulidad establecidos en los arts. 1464, 1466 y 1467 LEC ⁸⁴⁸.

⁸⁴⁶ Cfr. SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3569.

⁸⁴⁷ RECALDE CASTELLS se manifiesta sobre esta cuestión (en "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 392, nota 81) y llama la atención sobre la difícil adecuación de los certificados con este procedimiento judicial, dado el breve periodo de caducidad de aquéllos.

Cfr. también SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3569.

⁸⁴⁸ Pueden destacarse -en opinión de SENES MOTILLA (cfr. "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3570)-como *especialmente operativos* en relación con los valores anotados los siguientes:

"- La falsedad del título ejecutivo, susceptible de englobar tanto la certificación falsa como la falsificada. Más discutible es si esta excepción

En relación con la oposición material del ejecutado, es de especial interés lo que se establece en el art. 9.4 LMV, en el cual se recoge una importante limitación a las excepciones oponibles al tercer adquirente de buena fe y a título oneroso. Recordemos ⁸⁴⁹ que el emisor sólo podrá oponer las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura de representación de los valores y las que hubiese podido esgrimir si los valores hubiesen estado representados mediante títulos ⁸⁵⁰.

permite albergar la manipulación de los asientos contables que sirvan de base al libramiento de posteriores certificados, aunque nos inclinamos a pensar que dicha impugnación debería articularse paralelamente a la reivindicación de los valores anotados a través del declarativo ordinario correspondiente.

- La nulidad del título ejecutivo por haber mediado en su expedición error, dolo, violencia o intimidación.

- La falta de fuerza ejecutiva del título, ya sea por ausencia de las formalidades exigidas por la legislación sustantiva o procesal, ya por haber sobrevenido la caducidad del certificado.”.

La misma Autora se refiere también a las excepciones y motivos de nulidad que puede oponer la Entidad emisora de los valores (cfr. *op. cit.* pág. 3570).

⁸⁴⁹ Pues sobre esta cuestión ya hemos tenido ocasión de detenernos más arriba -*vid. supra* VIII.3.3.-.

⁸⁵⁰ A este respecto, manifiesta su opinión SENES MOTILLA, considerando que estas excepciones serán de aplicación en los casos en que se haya practicado erróneamente la inscripción registral de los valores, así como cuando se haya producido una manipulación a posteriori de los asientos registrales -y denuncia en ambos casos la posible responsabilidad de las Entidades encargadas de los registros contables (art. 7.6 LMV)- (cfr. “Notas sobre el

tratamiento procesal-ejecutivo de los valores...", *cit.*, pág. 3570).

CAPÍTULO VIII

TRANSMISIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

1. Estructura del acto transmisivo: iusta causa y traditio. 1.1. El negocio causal o iusta causa en la transmisión de valores anotados en cuenta. 1.2. La inscripción de la transmisión en el registro contable. *1.2.1. La inscripción como Ficta traditio; su Fundamento y significado.* *1.2.2. Necesidad de la inscripción en la transmisión de valores anotados en cuenta -incidencia del título de la transmisión en el carácter constitutivo de la inscripción-.* *1.2.2.1. Transmisión inter vivos a título oneroso.* *1.2.2.2. Transmisión mortis causa.* *1.2.2.3. Transmisión inter vivos a título gratuito.* *1.2.3. Aplicación de los principios de prioridad y de tracto sucesivo a la inscripción registral de la transmisión.* **2. Oponibilidad de la transmisión tras su inscripción en el registro de valores anotados.**

3. Irrevindicabilidad de los valores anotados en cuenta. 3.1. Requisitos. 3.2. Protección del legítimo titular. 3.3. Excepciones oponibles frente al adquirente de buena fe. **4. Regímenes específicos de transmisión, en función de que los valores se encuentren o no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.** 4.1. Transmisión de valores anotados en cuenta no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. 4.2. Transmisión de valores anotados en cuenta admitidos a negociación en mercados secundarios. *4.2.1. Transmisión de valores cotizados en Bolsa.* *4.2.2. Transmisión de la Deuda Pública anotada en cuenta. Negociación de estos valores en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y en las Bolsas de Valores.* **5. La exigencia de intervención de tercero en la transmisión de valores anotados en cuenta.** 5.1. Antecedentes normativos. 5.2. Régimen establecido por la LMV (DA 3ª.1 LMV). 5.3.

Inobservancia de la exigencia de intervención de fedatario público o Sociedad o Agencia de Valores. **6. Dos supuestos particulares.** 6.1. Transmisión de valores anotados en cuenta que tengan naturaleza de bienes gananciales. 6.2. Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones anotadas en cuenta.

CAPÍTULO VIII

TRANSMISIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

1. ESTRUCTURA DEL ACTO TRANSMISIVO: *IUSTA CAUSA Y TRADITIO*.

La transmisión de valores anotados ha sido configurada por el art. 9 LMV ⁸⁵¹ manteniendo en su esencia el esquema de la teoría del título y el

⁸⁵¹ Vid. también art. 12 RD 116/1992.

modo del art. 609 C. ci. ⁸⁵². Por tanto, el proceso transmisivo deberá estar integrado por un negocio causal y por la tradición ⁸⁵³ de los valores.

⁸⁵² Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 105 e *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 26; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", cit., pág. 100; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 203; BONET, J. I., "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", en *HM*, 1993, n° 14, pág. 3; DÍAZ MORENO, A./PRIES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 327.

ANGULO RODRÍGUEZ (en "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 298), refiriéndose al contenido del art. 9 LMV, dice que "implica seguir respetando el mecanismo clásico de adquisición de la propiedad del artículo 609 del CC".

Vid. también, sobre esta cuestión, GONZÁLEZ, J., "La teoría del título y el modo", en *Estudios de Derecho hipotecario y Derecho civil*, I, Madrid, 1948, págs. 297 y ss.; MIQUEL GONZÁLEZ, J. Mª., "Comentario al artículo 609", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo I, cit., págs. 1543 y ss..

Sobre la permanencia en el Derecho español de la distinción entre título y modo y la pérdida de esta diferenciación en los pensamientos jurídicos francés y alemán, vid. D'ORS, J. A., *Derecho privado romano*, cit., pág. 224.

Vid. IGLESIAS, J., *Derecho romano...*, cit., págs. 297 y ss.; ARIAS RAMOS, J./ ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano*, cit., págs. 259 y ss.; MIQUEL, J., *Curso de Derecho romano*, cit., pág. 235 y ss..

⁸⁵³ Acerca de este particular, vid. DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., "La tradición y los acuerdos traslativos en el Derecho español", en *ADC*, 1966, n° 19, págs. 555 y ss.; ENNECCERUS, L./ KIPP, T./ WOLFF, M., *Tratado de Derecho civil*, Tomo III, Vol. 1º, cit., pág. 427.

Inversamente, sobre la idea de que el principio de tradición se encuentra ya superado, vid. SUSS, T., *Das Traditionsprinzip -Ein Atavismus des Sachenrecht-*, en *Festschrift für Martin Wolff*, Tübingen, 1952, págs. 141 y ss., apud MOZOS Y DE LOS MOZOS, J. L., "Crisis del principio de abstracción y presupuestos romanistas de la adquisición del

Este segundo elemento, la tradición, parece de difícil armonización con la naturaleza inmaterial de los valores anotados ⁸⁵⁴. La tradición constituye, sin duda, el punto más conflictivo del régimen de la transmisión en el sistema de anotaciones en cuenta.

1.1. EL NEGOCIO CAUSAL O IUSTA CAUSA EN LA TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

El acuerdo *inter partes* por el cual se transmiten valores anotados tiene su propia eficacia ⁸⁵⁵. Más abajo veremos en qué medida, dependiendo de los casos, es necesario que vaya unido a la inscripción registral para que pueda decirse que ha habido mutación jurídico-real, que ha habido transmisión ⁸⁵⁶. Pero ese acuerdo puede suponer un precontrato o el negocio causal sobre cuya base se fundamente la transmisión y, en virtud de su naturaleza contractual, puede originar en el

dominio en el Derecho español", en *ADC*, 1982, n° 25, pág. 1077, nota 285.

⁸⁵⁴ "De acuerdo con la propia naturaleza de las anotaciones en cuenta, no se puede hablar de tradición (...), ya que no existe cosa física que entregar", afirma MADRID PARRA, hablando del régimen de las acciones anotadas (cfr. "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 203).

⁸⁵⁵ Vid. las consideraciones de ESPINA (en *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, págs. 515 y ss.).

⁸⁵⁶ Vid. *infra* VIII.1.2.2..

destinatario de los valores un derecho de crédito frente al transmitente. Cuando el negocio causal sea el definitivo negocio transmisivo, ese vínculo obligatorio permitirá al adquirente exigir al transmitente la inscripción registral de la transmisión ⁸⁵⁷.

Con relación al *negocio causal* o *título* de la transmisión son pocas las especificidades existentes ⁸⁵⁸. Los valores anotados podrán transmitirse *inter vivos* -a título oneroso y a título gratuito- o *mortis causa*. Cuando las transmisiones se refieran a valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, el título de la transmisión deberá ser necesariamente la compraventa, pues es éste uno de los requisitos específicos para que la transmisión tenga la condición de *operación* de éstos mercados ⁸⁵⁹. Las

⁸⁵⁷ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 106; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1223 y *El nuevo registro mercantil...*, *cit.*, pág. 266; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 44-45; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 328.

⁸⁵⁸ MADRID PARRA se muestra excesivamente tajante cuando afirma que "respecto al «título» nada dice la LMV, ya que el hecho de tratarse de valores representados mediante anotaciones en cuenta no exige peculiaridad alguna" (cfr. "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 203-204).

⁸⁵⁹ Arts. 36 LMV y 1 RD 1416/1991.

transmisiones a título oneroso distinto del de compraventa y a título lucrativo de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial no tendrán la consideración de operaciones del mismo ⁸⁶⁰. En cuanto a las transmisiones a título gratuito, conviene tener presente también que no cuentan con la protección registral en términos tan amplios como los fijados para las transmisiones a título oneroso, que son irreivindicables cuando, no mediando mala fe ni culpa grave del adquirente, se adquiere de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitir los valores ⁸⁶¹.

⁸⁶⁰ Arts. 37 LMV y 8 RD 1416/1991.

Estas transmisiones deberán notificarse a los organismos rectores del correspondiente mercado, directamente o a través de algunos de sus miembros, en la forma que reglamentariamente se establezca. De lo contrario, el adquirente no podrá negociar los correspondientes valores ni ejercer los derechos que los mismos comprendan -arts. 37 LMV y 38.2 RD 116/1992-. Vid. ARRANZ PUMAR, G., "Comunicación sobre transmisiones de valores", en *DN*, 1995, n° 53, págs. 58 y ss.; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., "Comunicación de las transmisiones a título oneroso distinto del de compraventa o a título lucrativo de valores admitidos a negociación en Bolsa y de las transmisiones de valores cuya negociación en Bolsa esté suspendida", en *RDBB*, 1995, n° 57, págs. 189 y ss..

⁸⁶¹ Vid. art. 9.3 LMV.

En el caso de la donación -observa SANTOS MARTÍNEZ, en "Valores informatizados", cit., pág. 41-, "debe tenerse en cuenta que no actuaría para el adquirente el sistema protector de la fe pública registral tal como se da para el adquirente a título oneroso".

Vid. *infra* VIII.1.2.2.3..

Por su parte, las transmisiones mortis causa y a título gratuito plantean una problemática especial. El régimen de estas transmisiones según el derecho común no exige la tradición de la cosa entregada ⁸⁶² y, sin embargo, acabamos de señalar que la tradición de los valores anotados, por más que sea una *ficta traditio*, es necesaria para que tenga lugar la transmisión del dominio. Por tanto, en estos casos la inscripción -que equivale a la tradición- se presenta como un requisito añadido, pero ¿es un requisito esencial para que se entienda perfeccionada la mutación jurídico real?; ¿qué sucede con la legitimación registral y la oponibilidad de la transmisión si no se procede a la inscripción registral en la sucesión y la donación de valores anotados? ⁸⁶³.

Existe también alguna determinación específica en cuanto a la *forma del negocio transmisivo* de valores anotados, fundamentalmente cuando se trate de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, para lo que habrá que estar a la normativa propia de éstos ⁸⁶⁴.

⁸⁶² Vid. art. 609 C. ci..

⁸⁶³ Vid. *infra* VIII.1.2.2..

⁸⁶⁴ Con relación a las compraventas bursátiles, observa SÁNCHEZ CALERO que la autonomía de la voluntad se encuentra muy limitada para disciplinar estos contratos, "ya que la participación obligada de las Sociedades y Agencias de

El art. 44 LMV se refiere a esta cuestión y reconoce la facultad del Gobierno, en función de los casos, para exigir que los contratos se formalicen por escrito; para dictar normas por las que se exija el cumplimiento de unos determinados requisitos formales en los contratos y regular los documentos acreditativos de la ejecución de las operaciones ⁸⁶⁵.

Para las transmisiones de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales el art. 50 RD 116/1992 prevé que, al menos, deberá acreditarse documentalmente la concurrencia de los consentimientos. En su párrafo primero este artículo dispone que la Entidad encargada del registro practicará la inscripción "en cuanto se presente documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de Valores acreditativo del acto o contrato

Valores y Bolsa, sometidas a una disciplina reglamentaria rigurosa, hacen que tales compraventas sean sustancialmente contratos uniformes y típicos, aún cuando el art. 38 de la L.M.V. nos dice que las operaciones bursátiles deben cumplirse «en las condiciones y en el modo y forma que hubiesen convenido los contratantes» (cfr. el derogado art. 75 del C. de c.)" (cfr. *Instituciones...*, 18ª ed., Tomo II, cit., pág. 257).

⁸⁶⁵ Sobre esta materia, y con relación a los mercados oficiales de futuros y opciones, vid. los arts. 3.2 h), 3.4 y 5 RD 1814/1991.

traslativo”⁸⁶⁶. Esta disposición del art. 50.1 RD 116/1992 no busca imponer que los contratos de transmisión de valores anotados siempre tengan que constar en documento público o expedido por las referidas Sociedades y Agencias⁸⁶⁷, sino prescribir la obligación que las Entidades encargadas tienen de inscribir la transmisión siempre que se acredite por este medio⁸⁶⁸. Así se deduce de la lectura del art. 50.2 RD 116/1992: “Lo previsto en el número anterior se entiende sin perjuicio de que la Entidad deba proceder también a inscribir en cuanto tenga constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción.”. Pero esa constancia, como decíamos, siempre ha de ser *documental*, como dispone el art. 50.3 RD 116/1992: “Las Entidades deberán procurarse siempre la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y se quedarán con copia de los

⁸⁶⁶ Cfr. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 473.

⁸⁶⁷ En todo caso, más que imponer, cabe pensar que el art. 50.1 RD 116/1992 da cierta preferencia a esta “forma de acreditación del negocio traslativo que la disposición adicional tercera de la propia LMV establece para los títulos al portador” (cfr. MADRID PARRA, A., “Representación y transmisión de acciones...”, cit., pág. 210).

⁸⁶⁸ Es más, no podrán “entrar a examinar la certeza, validez o suficiencia del negocio traslativo” (cfr. MADRID PARRA, A., “Representación y transmisión de acciones...”, cit., pág. 210).

documentos acreditativos de los actos, contratos y notificaciones mencionadas en los números anteriores.”⁸⁶⁹.

Estas mismas previsiones del art. 50 RD 116/1992 serán también de aplicación en las *trasmisiones de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales* cuando éstas se realizasen por *título distinto del de compraventa* - ya fuese título oneroso o lucrativo-⁸⁷⁰. Nada dice el art. 37 RD 116/1992 acerca de la necesidad de recoger por escrito el consentimiento de las partes en las *trasmisiones bursátiles*. Pero, a este respecto, sí que encontramos indicaciones precisas en los arts. 8, 14 y 15 del RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios⁸⁷¹.

En cualquier caso, *si no existiese título verdadero, válido y bastante para producir la*

⁸⁶⁹ Cfr. MADRID PARRA, A., “Representación y transmisión de acciones...”, *cit.*, págs. 210-211.

⁸⁷⁰ *Vid.* art. 38.1 RD 116/1992.

⁸⁷¹ En el art. 8.2 RD 629/1993 se contempla la posibilidad de que las órdenes de adquisición o transmisión de valores sean emitidas por escrito, telefónicamente o por transmisión electrónica; pero el art. 8.3 dispone que cuando la orden se transmita “por vía telefónica no escrita (...) será necesaria (...) la existencia de confirmación escrita de la orden por parte del ordenante, siendo admisible la utilización de cualquier medio escrito tales como telex, fax u otros similares”.

transmisión de que se trate, la Entidad encargada del registro *no practicará la inscripción* ⁸⁷². Con ello el RD 116/1992 no hace sino reafirmar la vigencia de la teoría del título y el modo, conforme a la cual, no habiendo causa suficiente, no se procederá a la tradición ⁸⁷³. En relación con esta cuestión, dispone el art. 12.5 RD 116/1992 que, aunque ya se hubiese efectuado la anotación contable, la inscripción no convalida ni sana los posibles vicios por los que el negocio jurídico causal pueda estar afectado de nulidad ⁸⁷⁴.

1.2. LA INSCRIPCIÓN DE LA TRANSMISIÓN EN EL REGISTRO CONTABLE.

⁸⁷² Art. 50.2, *in fine*, RD 116/1992.

⁸⁷³ Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 210.

⁸⁷⁴ Dice el art. 12.5 RD 116/1992: "La práctica de la inscripción no convalida las posibles causas de nulidad de la transmisión con arreglo a las leyes.". Este artículo encuentra su inspiración en el art. 33 LH, que dispone: "La inscripción no convalida los actos o contratos que sean nulos con arreglo a las leyes.".

SANTOS MARTÍNEZ aprovecha esta circunstancia para comentar que la inspiración del art. 12.5 RD 116/1992 se encuentra en el art. 33 LH, más que en "los arts. 20.2, prop. 2ª, Cód. com. y 7.2 RRM, que, no obstante, reproducen esa misma fórmula de la Ley Hipotecaria" y fundamenta esta observación en que el registro contable de valores anotados es, como el Registro de la Propiedad, un registro de bienes - o de derechos sobre determinados bienes-, mientras que el Registro Mercantil lo es de personas (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 45-46).

1.2.1. LA INSCRIPCIÓN COMO *FICTA TRADITIO*; SU FUNDAMENTO Y SIGNIFICADO.

La transmisión de valores representados por anotaciones en cuenta tiene lugar por medio de *transferencia contable* ⁸⁷⁵. Así lo dispone el art. 9.1 LMV ⁸⁷⁶, moviéndose dentro de los márgenes ordinarios de discrecionalidad de que dispone el legislador al configurar el régimen de una figura jurídica nueva ⁸⁷⁷. El mismo art. 9.1 LMV, en su proposición segunda, ⁸⁷⁸ añade que "la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos"

⁸⁷⁵ Es ésta la misma figura que, en el Derecho francés, reconoce el art. 2 del Decreto de 2 de mayo de 1983 -*virement de compte à compte*- (cfr. RIPERT, G./ ROBLLOT, R., *Traité...*, Tomo II, *cit.*, pág. 43).

Vid. también DÍAZ MORENO, A./PRIES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 326; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 298; VAUPLANE, H. DE, "Le régime juridique de transfert de propriété des titres cotés", *Banque et droit*, n° 35, 1994, pág. 11; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, pág. 463.

⁸⁷⁶ Vid. también art. 12.1 RD 116/1992.

⁸⁷⁷ "La ley" -comenta ROJO FERNÁNDEZ-RÍO- "puede optar entre declarar aplicable al valor anotado el mismo régimen que el del valor incorporado a un documento o establecer directamente un régimen igual o similar" (cfr. "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 110). Y, más arriba, observa: "La aplicación a las anotaciones en cuenta (...) de un régimen jurídico igual o similar al de los títulos (...) debe estar expresa en la norma legislativa. Al intérprete cabe extraer consecuencias de la norma, completando el régimen jurídico establecido, pero en modo alguno puede sustituirla." (*op. cit.*, pág. 109).

⁸⁷⁸ Vid. art. 12.1, proposición segunda, RD 116/1992.

879. Con esta última afirmación la LMV va más allá de la habitual discrecionalidad a la que nos hemos referido y se permite prescribir la aplicación de normas de naturaleza real dentro del régimen de una relación presuntamente jurídico-obligacional ⁸⁸⁰, traspasando así los límites que la sistemática tradicional establece para distinguir los derechos reales de los derechos de crédito ⁸⁸¹.

⁸⁷⁹ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 26; PÉREZ ESCOLAR (en "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1012) afirma que "la tradición, como «modo» transmisivo, se sustituye por la inscripción de la transferencia contable" (vid. también op. cit. pág. 1015); BONET comenta que para la eficaz transmisión de valores anotados "se exige, además de la concurrencia de negocio causal, la previa inscripción a favor del titular transmitente, toda vez que la tradición física se sustituye por la transferencia contable y la inscripción en el registro correspondiente (arts. 9 y 11 LMV)" (cfr. "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", cit., pág. 4); vid. FERNÁNDEZ RUIZ, J. L., *Fundamentos...*, cit., pág. 237.

⁸⁸⁰ La transmisión de valores anotados, en opinión de MADRID PARRA, "se configura como una cesión de crédito, en cuanto que el valor existe en una cuenta y un nuevo titular viene a colocarse en el lugar del anterior. Sin embargo, (...) no hay una vuelta simple y pura al Derecho de obligaciones. En la transmisión de valores anotados se dan significativas peculiaridades, que se asientan sobre la base de la ficción jurídica comentada de que el legislador, a pesar de crear un sistema nuevo y alternativo al de los títulos valores, utiliza el símil del régimen de la «traditio» en los títulos valores, para disponer que la inscripción de los valores anotados produce los mismos efectos que la entrega de los títulos" (cfr. "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 205).

⁸⁸¹ Aunque intentaremos fundamentar esta *intromisión* de normas del ámbito de los derechos reales en el de los derechos de obligaciones, conviene tener presente que la necesidad de tal fundamentación responde, cada vez en mayor medida, a prejuicios de una sistemática que día a día va siendo superada.

Así, DE LOS MOZOS, comentando la evolución del pensamiento jurídico ante la separación entre derechos reales

Así los valores anotados -que pretenden cumplir la misma función económica ⁸⁸² que los títulos-valores- acuden al mismo recurso del que se sirven los títulos para alcanzar un mayor grado de seguridad y agilidad en el tráfico de derechos ⁸⁸³. Pero, si bien la construcción dogmática de los títulos-valores cuenta con un elemento -que es la incorporación- para justificar la aplicación de las normas de los derechos reales, en el caso de los valores anotados el equilibrio es todavía más

y derechos de obligación, que, en su clasificación sistemática del Derecho civil, hiciera SAVIGNY, afirma que "en cierto sentido, una separación tajante entre derechos reales y derechos de obligación se halla (...) superada, no sólo en la praxis, sino también a nivel dogmático, habiéndose destacado, desde muy diversos puntos de vista, la interrelación entre ambas categorías" (cfr. "Crisis del principio de abstracción...", *cit.*, pág. 1028, nota 2). El régimen de los títulos-valores y el régimen de los valores anotados en cuenta, que ahora estamos analizando, no son sino una prueba patente de las aseveraciones del Autor que citamos.

Así, ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, comentando el régimen de la Deuda Pública anotada, afirma que "la aplicación de los principios de los títulos-valores a los derechos-valores deja al descubierto la relatividad del régimen jurídico de la transmisión de los derechos y -lo que es más importante- la relatividad de la distinción entre derechos de crédito y derechos reales" (cfr. "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 109).

⁸⁸² Facilitar la circulación de la riqueza mobiliaria.

SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", *cit.*, pág. 42), al tiempo que afirma que entre los títulos-valores y los valores anotados hay una "inesquívica distinción", comenta cómo existen entre ellos "afinidades funcionales".

⁸⁸³ Vid. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., *cit.*, pág. 722.

difícil, pues no se ha recurrido a ningún procedimiento que permita la materialización del derecho y la consiguiente huida de las normas de la cesión de créditos ⁸⁸⁴. Porque, en efecto, los valores anotados son *bienes incorporales* ⁸⁸⁵ y, en su transmisión, debieran resultar aplicables las normas sobre la cesión de créditos y demás derechos incorporales ⁸⁸⁶.

¿Cómo se justifica entonces que la transferencia contable de valores anotados produzca los mismos efectos que la tradición de los títulos? ¿Qué fundamento tiene la determinación de la aplicación de normas de naturaleza jurídico real a

⁸⁸⁴ Refiriéndose a estas normas -de los arts. 1526 a 1536 C. ci y 347 y 348 C. co.-, se refiere ANGULO RODRÍGUEZ, especialmente, a la exigencia de notificación al deudor y a la responsabilidad del cedente -por la merma que suponen para la seguridad y la agilidad del tráfico- (cfr. "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 297).

⁸⁸⁵ "Al no existir los títulos" -observa SÁNCHEZ CALERO- "nos encontramos con que el valor es un bien incorporal" (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 105, e *Instituciones...*, Tomo II, 17^a ed., cit., pág. 26).

Cfr. también RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 392.

⁸⁸⁶ Resulta esclarecedora, a este respecto, la observación de GARRIGUES: "cuando nuestro C. c. en el capítulo 7º, del título 4º, del libro IV, habla de «transmisión de créditos y demás derechos incorporales», quiso decir, indudablemente, transmisión de créditos y demás cosas *incorporales*" -el subrayado es nuestro- (cfr. *Curso...*, Tomo I, 7^a ed., cit., pág. 721).

los valores anotados? En última instancia, el fundamento es el mismo que el que ha sido válido para prescribir esa aplicación en el caso de los título-valores.

Efectivamente, la metáfora ⁸⁸⁷ de la incorporación del derecho al título no es una realidad innegable que nos lleve de modo irremisible a concluir la necesidad del sometimiento de los títulos-valores al Derecho de cosas. *Strictu sensu*, lo que justifica que los valores puedan ser tratados como cosas muebles no es la incorporación. En el régimen de los títulos la incorporación tan sólo permite que los valores sean tratados como cosas muebles, evitando los inconvenientes de la invisibilidad del derecho subjetivo y haciendo visible su transmisión ⁸⁸⁸. La razón última por la que la transmisión del derecho representado en el título se perfecciona por la tradición del documento, no es otra sino el que la ley así lo ha reconocido. *No existe otro fundamento más allá de la propia fuerza de la ley*

⁸⁸⁷ Vid. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., cit., pág. 721.

⁸⁸⁸ Cfr. GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., cit., pág. 721.

para explicar el tratamiento jurídico-real de los títulos-valores ⁸⁸⁹.

Por tanto, no nos es necesario acudir a ningún tipo de construcción forzada, para conseguir que el derecho anotado se vea incorporado a soporte alguno ⁸⁹⁰. Al cuestionarnos por qué la transferencia contable produce los mismos efectos que la tradición, no hemos de buscar la respuesta en la estructura de las anotaciones en cuenta como forma de representación de los valores, sino simple y llanamente en el imperio de la ley. Es cierto que ese imperativo legal se habría suavizado si en la configuración formal de los valores anotados hubiese existido incorporación del derecho a un elemento material. Pero, por un lado, es precisamente la materialidad lo primero que se quiere evitar con el sistema de anotaciones y, por

⁸⁸⁹ Este es el argumento que ofrece GARRIGUES al criticar las distintas teorías sobre el fundamento de la obligación en los títulos-valores -cuestión distinta de la que ahora nos ocupa, pero que traemos a colación por el interés de la lógica seguida por este Autor para dar solución al problema que se plantea- (vid. *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., cit., págs. 733-738). "Desde el punto de vista metodológico, todas las teorías hasta aquí expuestas son puros esfuerzos constructivos sin transcendencia alguna práctica. (...) La obligación derivada de un título-valor es válida y exigible por el solo hecho de estar reconocida por la ley" (*op. cit.* pág. 735).

⁸⁹⁰ Como así se ha hecho, rizando el rizo, al hablar de *incorporación no documental* o al postular -por la vía de la documentación electrónica- la localización de los valores en un *soporte magnético*, para poder así afirmar su corporeidad.

•

otro lado, no se hubiese conseguido más que disimular la realidad: que en el régimen de los valores anotados, como en el de los títulos-valores, la ley inserta normas propias del Derecho de cosas dentro del ámbito de una relación en la que, originariamente, esas normas no hubiesen resultado aplicables.

La tradición o entrega de los valores anotados es una tradición fingida -una *ficta traditio*-⁸⁹¹. La peculiaridad en la transmisión de valores anotados reside en que la tradición tiene lugar a través de la inscripción de los valores en el registro contable -la inscripción equivale a la tradición, produce sus mismos efectos-⁸⁹². La

⁸⁹¹ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 106, e *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 26.

MADRID PARRA (en "La transmisión de valores", cit., pág. 94) comenta que "se trata de un ficción jurídica (de forma semejante a la ficción de la incorporación del derecho al título)".

Acerca de las ficciones del concepto natural de tradición, vid. PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos...*, III-1, cit., pág. 340.

DE LOS MOZOS (en "Crisis del principio de abstracción...", cit., pág. 1077) afirma que "en el Derecho moderno, la tradición deja de ser un *concepto material* o natural" y, desde su recepción en el campo del *ius civile*, se convierte en "un *concepto jurídico*, que comprende tanto el concepto material, como las ficciones del mismo que ha ido elaborando la ciencia jurídica".

⁸⁹² Es ésta una cuestión fundamental en el régimen de la transmisión de los valores anotados, sobre la que se ha pronunciado ampliamente la doctrina. Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F.,

inscripción es el modo de adquirir la propiedad ⁸⁹³, toda vez que no es posible la entrega física de un bien incorporeal como son los valores anotados. Esto supone una superación de los mecanismos de

"Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 106, e *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 26; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., págs. 1223 y 1225, y *El nuevo registro mercantil...*, cit., págs. 266 y 268; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 42; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores...", cit., págs. 86 y ss. y "La transmisión de valores", cit., págs. 93-94, donde señala que "la inscripción (apunte contable) equivale a la entrega de los títulos"; VELASCO SAN PEDRO, L. A., "La documentación de la posición de socio", cit., pág. 337; GARCÍA LUENGO, R./ SORO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (Comentarios y jurisprudencia)*, Granada, 1991, págs. 317-318; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", cit., pág. 2665; MARTÍ, J.-N., "Apuntes para un examen realista y actualizado del Derecho mercantil y de su estructura en ciertos sectores, particularmente de los títulos-valores", en *VV. AA., Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, Vol. IV, Madrid, 1988, págs. 675-676; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 298.

DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO observan que "la equiparación simple y llana entre inscripción y tradición sólo es jurídicamente exacta si se piensa en la tradición de los títulos al portador" (vid. art. 545 C. co.) -el subrayado es nuestro-; mientras que, si se piensa en valores a la orden o nominativos, la inscripción equivaldría no tan sólo a la tradición, sino a ésta acompañada de los requisitos exigibles, según la ley de circulación del título, para su transmisión (cfr. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 327).

De la misma opinión es RECALDE CASTELLS, quien considera que "la equiparación entre inscripción y tradición sólo hace referencia al requisito para la perfección de la transmisión de un título al portador o de uno a la orden con endoso en blanco. Fuera de este caso, la inscripción de la transferencia equivaldría al «endoso» de los títulos nominativos -uno de cuyos elementos integrantes es la entrega-" (cfr. "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 392, nota 83).

⁸⁹³ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 326.

transmisión de los títulos-valores, cuyas desventajas, derivadas de la materialidad nos son ya conocidas ⁸⁹⁴.

Esta forma de proceder tiene sus antecedentes en el sistema de fungibilidad del D 1128/1974, de 25 de abril, en cuyo art. 6.3 se establece que "se entenderán entregados los títulos valores cuando se verifiquen las oportunas anotaciones contables de abono y cargo por el Servicio de liquidación y Compensación de la Bolsa correspondiente" ⁸⁹⁵. Igualmente, en el RD 505/1987, de 3 de abril, que regula el sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado y que sigue estando vigente, se dispone en el art. 8.1 que las transmisiones "se tendrán por realizadas en el momento en que la central de anotaciones o, en su caso, la Entidad gestora efectúen las anotaciones correspondientes" ⁸⁹⁶.

La inscripción en el registro contable de anotaciones es distinta de la inscripción que tiene lugar en el régimen del Registro de la Propiedad

⁸⁹⁴ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 41.

⁸⁹⁵ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 105.

⁸⁹⁶ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 105.

⁸⁹⁷. En éste último la tradición y la adquisición de la propiedad son anteriores a la inscripción registral ⁸⁹⁸. Consiguientemente, en el ámbito del Derecho registral, habitualmente, la inscripción de ningún modo *suple* a la tradición, sino que es algo distinto ⁸⁹⁹. Esto no nos debe llevar a entender que a la inscripción le es indiferente la tradición,

⁸⁹⁷ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 105.

⁸⁹⁸ Comenta DE LOS MOZOS (en "Crisis del principio de abstracción...", *cit.*, pág. 1079) que "en cuanto a la relación entre tradición e inscripción, parece evidente y fuera de toda duda que, la Ley Hipotecaria, ha respetado, también en este punto, el sistema adquisitivo de la propiedad y de los derechos reales vigente en el momento de su promulgación".

El mismo Autor, obviamente, hace referencia a la hipoteca como supuesto excepcional, dentro del sistema de Derecho registral, en el que la inscripción si que *suple* tradición en la adquisición del derecho real y, por explicitar la casi unanimidad de la doctrina sobre esta cuestión, hace referencia a NÚÑEZ LAGOS, VALLET, ÁLVAREZ SUÁREZ, CASTÁN, ESPÍN, PUIG BRUTAU (*cfr. op. cit.*, pág. 1079 y nota 294).

⁸⁹⁹ *Vid.* las consideraciones de LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA (en *Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, págs. 115-118), quienes analizan las distintas opiniones existentes sobre la cuestión, haciendo referencia a los Autores que distinguen la inscripción de la tradición -entre los que se sitúan CASTÁN, DE DIEGO, ROCA SASTRE, SANZ FERNÁNDEZ- y a los que, por el contrario, las identifican -principalmente, DE LA RICA y HERMIDA LINARES-.

Por su parte LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA parecen manifestarse contrarios a la identificación de la tradición con la inscripción registral (*vid. Derecho inmobiliario registral*, *cit.*, pág. 118).

Vid. también DE LOS MOZOS, quien afirma que pertenecen a "órdenes distintos" "Crisis del principio de abstracción...", *cit.*, pág. 1079; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 42-43; CRISTOBAL MONTES, A., *Introducción al Derecho inmobiliario registral*, Zaragoza, 1986, págs. 224 y ss..

pues la inscripción presupone la tradición ⁹⁰⁰. Por su parte, la tradición tampoco ignora la inscripción, pues, en ocasiones la tradición se ve facilitada por la inscripción -piensesé en los supuestos en que el el titular de un bien ya inscrito en el Registro, a la hora de transmitirlo, puede hacer valer ante el tercero la *presunción de posesión* del art. 38.1 LH- ⁹⁰¹.

1.2.2. NECESIDAD DE LA INSCRIPCIÓN EN LA TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA -INCIDENCIA DEL TÍTULO DE LA TRANSMISIÓN EN EL CARÁCTER CONSTITUTIVO DE LA INSCRIPCIÓN-

1.2.2.1. Transmisión *inter vivos* a título oneroso.

La propiedad de los valores anotados no se podrá adquirir *inter vivos* por título oneroso ⁹⁰² si no se procede a la inscripción de la transmisión ⁹⁰³. Contrariamente a lo que ocurre en el sistema

⁹⁰⁰ Cfr. DE LOS MOZOS, J. L., "Crisis del principio de abstracción...", *cit.*, pág. 1079.

⁹⁰¹ Cfr. DE LOS MOZOS, J. L., "Crisis del principio de abstracción...", *cit.*, pág. 1079.

⁹⁰² Sobre la adquisición *mortis causa* y la adquisición a título gratuito *vid. infra* VIII.1.2.2.2. y 1.2.2.3..

⁹⁰³ "Parafraseando el último inciso del segundo párrafo del artículo 609 CC, podríamos decir que la titularidad y los demás derechos sobre los valores anotados se adquieren y se transmiten por consecuencia de ciertos contratos mediante la inscripción" (cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS

inmobiliario registral, en estos casos la inscripción de la transmisión en los registros contables de valores anotados tiene carácter constitutivo ⁹⁰⁴. Es decir, aunque el contrato transmisivo de los valores ya haya tenido lugar, el adquirente no será propietario mientras que no se inscriban los valores a su favor en el registro contable. El contrato sin inscripción -sin tradición, podemos entender- tan sólo produce efectos obligacionales. Uno de esos efectos es que el transmitente está obligado a promover o facilitar la inscripción a favor de adquirente ⁹⁰⁵.

Así, por ejemplo, cuando el cauce o título por el que se verifica la transmisión de los derechos anotados es la compraventa ⁹⁰⁶, conviene

PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 327).

⁹⁰⁴ Así se manifiestan, con relación al régimen de las acciones anotadas en cuenta, DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO (en "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 327).

⁹⁰⁵ SÁNCHEZ CALERO (en *Instituciones...*, Tomo II, 17^a ed., *cit.*, pág. 26), con relación a la compraventa, comenta que "las compraventas de valores anotados -al igual que las de títulos-valores- son contratos obligatorios y no reales, por lo que el contrato no transfiere, de por sí, la propiedad de los valores si no va seguido de su tradición (art. 609)".

Cfr. también, del mismo Autor, "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 106.

⁹⁰⁶ Que, por lo general, será lo más frecuente. Más concretamente, en el ámbito de los mercados secundarios oficiales, será obligatorio acudir a dicho cauce si se quiere

no olvidar que es éste un contrato con efectos obligatorios y no reales. Es decir la mera emisión del consentimiento no transmite la propiedad, sino que, para ello, es necesaria la tradición de los valores ⁹⁰⁷.

Sin embargo, hay quien piensa que la inscripción de la transmisión en el registro contable de valores no es constitutiva ⁹⁰⁸, que es posible la transmisión de valores anotados supliendo la inscripción por las formas de tradición documental reconocidas en nuestro Derecho. Concretamente, desde esta perspectiva, la traditio bien puede tener lugar mediante el otorgamiento de escritura pública conforme a las previsiones de los arts. 1462.2 y 1464 C. ci.. La inscripción queda rebajada a un requisito de mera oponibilidad ⁹⁰⁹, entendiéndose que no es necesaria

que la transmisión tenga la condición de operación del respectivo mercado -vid. art. 36 LMV-.

⁹⁰⁷ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 105, e *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 26.

⁹⁰⁸ Es de esta opinión SÁNCHEZ GONZÁLEZ, quien atribuye fuerza constitutiva tan sólo a la inscripción por la cual el valor representado mediante anotación en cuenta nace como tal (cfr. "La acción como título...", cit., pág. 343).

Cfr. también GARRIDO DE PALMA, V./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La sociedad anónima en sus principios configuradores", cit., págs. 61-64; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", cit., págs. 101 y 106.

⁹⁰⁹ Se reduce su función a la contemplada en el art. 9.2 LMV.

la transferencia contable para que la transmisión sea válida, sino tan sólo para que los efectos del desplazamiento dominical sean plenos ⁹¹⁰.

Pero esta forma de interpretar el art. 9.1 LMV no encuentra respaldo en el tenor literal del propio artículo ⁹¹¹, que dispone claramente que la transmisión se realiza por transferencia, sin mencionar otra posibilidad ⁹¹².

En el que se dispone: "La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción".

⁹¹⁰ Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", cit., pág. 343; GARRIDO DE PALMA, V./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La sociedad anónima en sus principios configuradores", cit., págs. 61-64.

Frente esta opinión, la mayoría de la doctrina mantiene el carácter constitutivo de la inscripción. Vid. entre otros, SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 106; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 209 y nota 113 -donde se pronuncia claramente sobre la cuestión, por más que algún Autor, a la vista de sus observaciones vertidas en la página 171, nota 42, haya podido interpretar su opinión contraria al carácter constitutivo de la inscripción en la transmisión de valores anotados-; RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., págs. 392-393; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", cit., págs. 5-6; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 328.

⁹¹¹ Es ésta la primera crítica que ejerce RECALDE CASTELLS frente a quienes mantienen esta postura (cfr. "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 393) y que, desde un principio, es ya conocida por el propio SÁNCHEZ GONZÁLEZ, quien afirma, al exponer su lectura del art. 9.1 LMV, que "esta disposición debe ser interpretada en sus justos -aunque no literales- términos" (cfr. "La acción como título...", cit., pág. 343).

⁹¹² Si bien hemos de admitir que este artículo tampoco llega a negar expresamente otras formas de tradición

Además, admitir esta forma de transmisión extrarregistral supondría ir contra la lógica del sistema de anotaciones en cuenta ⁹¹³. En primer lugar, porque sin la inscripción registral no pueden surtir sus efectos las previsiones de los arts. 9.2 y 11 LMV ⁹¹⁴; es decir, la adquisición no sería oponible frente a terceros y el adquirente no estaría legitimado registralmente para el ejercicio de sus derechos, ni podría legitimar a otros ⁹¹⁵. Otro motivo es que la tradición documental de los valores anotados tiraría por tierra todas las pretensiones del sistema de anotaciones para dotar de seguridad el tráfico de valores; pues, mientras no se inscribiese la transmisión, la legitimación para el ejercicio de los derechos estaría, en cierto sentido, desdoblada: el deudor que realizara su prestación al titular registral no tendría seguridad sobre la eficacia liberatoria de su

(cfr. DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 328).

⁹¹³ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 393; DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 328.

⁹¹⁴ Vid. también arts. 12.2 y 15 RD 116/1992.

⁹¹⁵ En cuanto a la oponibilidad, observan DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO, que la transmisión ni siquiera sería oponible a los acreedores personales del adquirente, "lo que sería un sinsentido y demostraría que las acciones no han salido del patrimonio del tradens" (cfr. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 328).

cumplimiento -habríamos retrocedido a la situación que se produce en la cesión de créditos, siendo necesario notificar la transmisión al deudor, con la consiguiente pérdida de seguridad y celeridad-⁹¹⁶. Estos inconvenientes, que, en su día, fueron superados por el sistema de títulos-valores, han sido resueltos por el sistema de anotaciones, precisamente, atribuyendo a la inscripción registral *los mismos efectos que la tradición de los títulos* ⁹¹⁷. Del mismo modo que en el sistema cartular la transmisión de la posesión del documento no puede ser sustituida por escritura pública -sino que necesariamente tiene que haber una tradición real-, en el sistema tabular no puede obviarse la inscripción registral de la transmisión ⁹¹⁸.

De la opinión debatida, resulta también cuestionable la interpretación dada a los arts. 1462 y 1464 C. ci.. La posibilidad de sustituir la inscripción por el otorgamiento de escritura

⁹¹⁶ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 393.

⁹¹⁷ "De acuerdo con el art. 9.1 LMV, la inscripción no equivale a cualquier tradición, sino a la de los títulos" (cfr. DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 328).

⁹¹⁸ Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 44; DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 328.

pública se fundamenta en la remisión que hace el art. 1464 al 1462.2 C. ci. para aquellos casos en que la entrega tenga por objeto bienes incorporeales ⁹¹⁹. Esa remisión se explica porque los bienes incorporeales no son susceptibles de entrega material y es necesario facilitarles una forma alternativa de tradición. Pero en el caso de los valores anotados esa alternativa ya existe ⁹²⁰. Es más, la inscripción registral no es tan sólo una alternativa de la tradición material, sino un modo equivalente de ésta, por lo que acudir al otorgamiento de escritura pública parece innecesario ⁹²¹.

1.2.2.2. Transmisión *mortis causa*.

Volviendo al art. 609 C. ci., podemos plantearnos qué sucede con la inscripción de la transmisión en aquellos supuestos, como la *donación*

⁹¹⁹ “Respecto de los bienes incorporeales, regirá lo dispuesto en el párrafo segundo del art. 1462.” -art. 1464, proposición primera, C. ci.-.

⁹²⁰ Afirma RECALDE CASTELLS “una correcta interpretación de las referidas normas, y en particular del art. 1462 Cc, nos demuestra que allí se prevé un «modo» traslativo especial para el caso de que el ordenamiento no contemple un régimen directamente aplicable al bien en cuestión, como, en cambio, prevé para las anotaciones” (cfr. “En torno a la pretendida nominatividad...”, cit., pág. 393, nota 86).

⁹²¹ Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., “Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...”, cit., pág. 329.

o la sucesión, en que la tradición no es exigida para adquirir la propiedad.

Por lo que se refiere a los supuestos de sucesión *mortis causa*, la opinión más generalizada entiende que es a partir de la aceptación cuando el heredero deviene titular de las relaciones que se le transfieren, aunque los efectos de aquella se retrotraen al momento de la muerte del causante ⁹²² -arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/199 ⁹²³-. En el caso de legado de cosa específica y determinada propiedad del testador, el legatario adquiere la propiedad desde el momento de la muerte del causante ⁹²⁴. Esto lleva a concluir que el heredero o el legatario de valores anotados no precisan de inscripción registral a su favor para adquirir la propiedad de

⁹²² Cfr. Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho civil*, Vol. IV, 5ª ed., Madrid, 1989, pág. 524; LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo V, Barcelona, 1988, págs. 46-47; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 45; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 330.

⁷⁰ Cuyo completo tenor literal es el siguiente: "Los efectos de la aceptación y de la repudiación se retrotraen siempre al momento de la muerte de la persona a quien se hereda."

⁹²⁴ Art. 882.1 C. ci..

Cfr. Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho civil*, Vol. IV, *cit.*, pág. 419; LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo V, *cit.*, págs. 316; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 330.

éstos, pues los adquieren conforme dictan las normas del Derecho civil ⁹²⁵. Sin embargo, para que se produzca plenamente la legitimación, en cuanto sea posible habrá de procederse a la inscripción de la transmisión en el registro, pues, de lo contrario, mientras no se haya realizado la transferencia contable, el nuevo titular no se encontrará legitimado frente a la Entidad emisora para la disposición o el ejercicio de los derechos anotados ⁹²⁶, ni podrá oponer frente a terceros su titularidad +

⁹²⁷. Si hubiese pluralidad de herederos o legatarios de unos mismos valores, éstos se inscribirán a nombre de todos ellos ⁹²⁸.

⁹²⁵ Vid., en favor de ésta opinión, DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 330; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 45.

Contra, vid. ANGULO RODRÍGUEZ, quien entiende que, a pesar de que el art. 609 C. ci. no exige la tradición en este caso para adquirir la propiedad, "los términos absolutamente generalizadores del art. 9.º LMV obligan a la transferencia contable para que exista transmisión" (cfr. "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., págs. 273-274 y "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", cit., págs. 5-6); MADRID PARRA, quien afirma que "la inscripción es el único requisito formal, suficiente, pero imprescindible para que se opere la transmisión" (cfr. "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 209, nota 113).

⁹²⁶ Arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992.

⁹²⁷ Arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992.

1.2.2.3. Transmisión *inter vivos* a título gratuito.

La transmisión de valores *inter vivos* a título gratuito tampoco precisa de tradición ⁹²⁹. Se entiende que la donación es, a la vez, título y modo de adquirir ⁹³⁰. Por consiguiente, la adquisición de la propiedad sobre los valores tendrá lugar desde el mismo momento en que el donatario acepte la donación. La inscripción de la transmisión será sólo necesaria para la

Esta situación, de transitoria desprotección registral del nuevo titular de los derechos anotados, es asumida como inevitable por DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO (vid. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 330). Vid. también, en este sentido, SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 45.

Por el contrario, ANGULO RODRÍGUEZ, desde la posición que hemos comentado -exigencia de la inscripción de la transmisión, incluso en los casos de donación y sucesión-, entiende que la transferencia contable "producirá sus efectos retroactivamente al momento de la muerte del causante a tenor de los arts. 440 y 989 del C.C., aunque dejando a salvo los derechos adquiridos en el interín por terceros de buena fe" (cfr. "La representación de valores por anotaciones en cuenta...", cit., pág. 6).

Vid. también MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", cit., págs. 19-20.

⁹²⁸ Art. 14 RD 116/1992.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 45.

⁹²⁹ Vid. art. 609.2 C. ci..

⁹³⁰ Cfr. DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, Tomo II, (Relaciones jurídico reales. Registro de la Propiedad, La posesión), Madrid, 1983, págs. 658-659; LACRUZ BERDEJO, J. L./ LUNA SERRANO, A./ DELGADO ECHEVERRÍA, J., *Elementos de Derecho civil*, Tomo II, Vol. 3°, Barcelona, 1986, pág. 127.

legitimación registral y para la oponibilidad *erga omnes* ⁹³¹.

1.2.3. APLICACIÓN DE LOS PRINCIPIOS DE PRIORIDAD Y DE TRACTO SUCESIVO A LA INSCRIPCIÓN REGISTRAL DE LA TRANSMISIÓN.

A tenor de los arts. 11 LMV y 16 RD 116/1992 serán aplicables a la transmisión de valores anotados los principios registrales de prioridad y de tracto sucesivo ⁹³².

En virtud del *principio de prioridad*, el que primero inscriba a su favor en el registro contable la adquisición de los valores -reuniendo las debidas condiciones- obtendrá la protección registral frente a los que después intentaran inscribir respecto de los mismos valores una adquisición sustentada en un hecho acaecido con anterioridad ⁹³³. Por ello la Entidad encargada del

⁹³¹ "Otra cosa será que, al amparo del artículo 1.255 CC, se pacte una donación con meros efectos obligacionales (es decir, una donación en la que no se transfiera nada en el momento de pactar, sino que el donante se obliga dar en el futuro), en cuyo caso la adquisición sí requerirá un modo de adquirir." (cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 331).

⁹³² Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 106.

⁹³³ Art. 16.2 RD 116/1992, cuyo enunciado, relativo a la prioridad de cualquier tipo de derechos sobre valores anotados y no tan sólo al derecho de propiedad, es el siguiente: "Conforme al principio de prioridad, una vez

registro contable inscribirá las transmisiones según el orden de presentación ⁹³⁴. Si se pretendiera la inscripción de una transmisión posterior a otra y resultase incompatible con la ya practicada habrán de ser los Tribunales quienes declaren, en su caso, su preferencia y anulen la anterior inscripción ⁹³⁵.

El principio de tracto sucesivo exige que cada titularidad registral, excepto la del primer suscriptor de los valores ⁹³⁶, debe apoyarse sobre otra anterior, que sea bastante para servirle de

producida cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior. Asimismo, el acto que acceda primeramente al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo la Entidad encargada de la llevanza del registro contable practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación.”.

Es difícil que esto pueda suceder cuando las transmisiones tengan lugar por los cauces de un mercado secundario oficial. Es más planteable que ocurriese en transmisiones que se verifiquen fuera de estos cauces. Y, tanto en un caso como en otro, pueden generarse conflictos de preferencia cuando los valores hayan sido adquiridos por sucesión -testada o intestada- o por donación, ya que podrá mediar un tiempo entre la transmisión y la inscripción de ésta.

⁹³⁴ Art. 16.2, *in fine*, RD 116/1992.

Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., pág. 56.

⁹³⁵ Vid. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., pág. 56.

⁹³⁶ En el ámbito del Derecho inmobiliario registral se diría “excepto el asiento de *inmatriculación*”.

base ⁹³⁷. Aplicado a la transmisión del derecho de propiedad, este principio supone que para la inscripción de la transmisión será precisa la previa anotación de los valores en el registro contable a favor del transmitente ⁹³⁸. Es decir, las transmisiones se hacen en cadena ⁹³⁹. Este principio supone una garantía en favor de las titularidades registrales, ya que un posible defraudador podría tener más o menos fácil falsear una titularidad

⁹³⁷ Comentan LACRUZ BERDEJO y SANCHO REBULLIDA que es éste un principio contenido en el Derecho registral español desde sus comienzos -mientras que "en el Registro francés del siglo XIX este requisito falta totalmente"- (cfr. *Derecho inmobiliario registral*, cit., pág. 56; vid., más extensamente sobre el principio de tracto sucesivo, § 32. "El requisito del tracto sucesivo", op. cit., págs. 290 y ss.).

Vid. también art. 20 LH.

⁹³⁸ Arts. 11.3 LMV y 16.3, proposición primera, RD 116/1992. El reconocimiento de este principio por el art. 11.3 LMV es implícito, aunque los términos en que lo enuncia son claros: "Para la transmisión y el ejercicio de los derechos que corresponden al titular será precisa la previa inscripción a su favor.". En el desarrollo reglamentario, efectuado por el art. 16 RD 116/1992, se explicita: "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.".

⁹³⁹ "Cada eslabón se halla unido al anterior y al siguiente (...). Un dueño sucede sólo a quien antes era dueño, y es sucedido por quien adquiere directamente de él. Y así sucesivamente." (cfr. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., pág. 56, donde también, citando a ROCA SASTRE, se dice con frase gráfica: "el transferente de hoy sea el adquirente de ayer, y el titular inscrito de hoy sea el transferente de mañana").

representada documentalmente, pero resulta mucho más difícil alterar la inscripción registral ⁹⁴⁰.

2. Oponibilidad de la transmisión tras su inscripción en el registro de valores anotados.

Los arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992 prescriben que la transmisión de valores anotados será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción ⁹⁴¹. En este sentido, la inscripción en el registro produce los mismos efectos que la tradición en el sistema de títulos-valores ⁹⁴².

Se puede hablar de un triple ámbito de la oponibilidad de lo inscrito en el registro. Primero, la transmisión inscrita en el registro es oponible a la Entidad emisora de los valores. El

⁹⁴⁰ Cfr. LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., pág. 56-57.

⁹⁴¹ "Es a partir de ese momento," -afirma SÁNCHEZ CALERO- "cuando la inscripción de la transmisión produce su eficacia, no ya inter partes, sino frente a terceros" (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 107).

Cfr. también, SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 27; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 274; ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 491.

⁹⁴² Cfr. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", cit., pág. 101; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", cit., pág. 368.

nuevo titular de los valores no está obligado a notificar a la Entidad emisora su adquisición para que ésta resulte oponible. Lo preceptuado en la DA 1^a.6 para el caso de las acciones anotadas no resta fuerza alguna a lo que acabamos de afirmar. La referida Disposición exige que las Entidades encargadas de los registros comuniquen a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas. Pero esa comunicación no es constitutiva de la oponibilidad frente a la sociedad, sino que va dirigida a facilitar a la sociedad el control del accionariado y a hacer efectiva ante ella la nominatividad de los valores anotados. Por lo que a la oponibilidad se refiere, si hubiese divergencias entre lo que a la sociedad se comunicó -o lo que ésta entendió que se le comunicaba- y el contenido inscrito en el registro, prevalecerá y será oponible la inscripción registral ⁹⁴³.

En segundo lugar, la inscripción es oponible a los acreedores personales del transmitente, que no podrán pretender hacer líquida su deuda sobre los valores transmitidos, salvo que la transmisión

⁹⁴³ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 331.

se hubiera realizado en fraude de su derecho ⁹⁴⁴. Esa inoponibilidad que tiene la transmisión de los valores anotados puede romperse si previamente se ha inscrito en el registro alguna garantía sobre ellos ⁹⁴⁵. Los acreedores que no cuenten a su favor con una previa garantía registral no podrán pretender hacer efectiva sobre los valores la responsabilidad patrimonial universal proclamada por el art. 1911 C. ci. ⁹⁴⁶.

Podemos describir un tercer ámbito de la oponibilidad de la titularidad inscrita en el registro, conforme al cual la transmisión será también oponible frente a quien, teniendo un título que justifique la transmisión de los valores en su favor, sin embargo, no hubiese procedido a inscribirla en el registro. El que así hubiese actuado contaría con un justo título, pero le faltaría el modo transmisorio, por lo que no se habría perfeccionado su derecho y habría de pasar por aquella transmisión posterior a la suya que,

⁹⁴⁴ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 43; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 332.

⁹⁴⁵ *Vid.* arts. 10 LMV y 13 RD 116/1992.

⁹⁴⁶ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 332; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 43 y 44.

con buena fe, sí que se inscribió en el registro⁹⁴⁷. Así, en el caso de doble venta de los valores quien no inscribe su derecho queda relegado a la condición de acreedor personal del transmitente⁹⁴⁸. De todos modos la posibilidad de doble venta de valores anotados es altamente improbable, pues para transmitir valores anotados es preciso un certificado de legitimación y, cuando el titular de los valores lo solicita, la Entidad encargada del registro expide un único certificado de legitimación explicitando el número de valores al que se refiere y el derecho específico para cuyo ejercicio ha sido expedido; además el titular debe restituir el certificado una vez transmitido su derecho, pues si no se podrá dar curso a la transmisión⁹⁴⁹.

⁹⁴⁷ Así se deduce del art. 1473.1 C. ci., si bien, por referirse ese artículo a los bienes muebles, donde allí se dice *toma de posesión*, nosotros hemos de interpretar *inscripción registral*. También es aplicable a este supuesto, por analogía, el art. 32 LH, referente a la inoponibilidad de lo no inscrito.

Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1221, y *El nuevo registro mercantil...*, *cit.*, pág. 264; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 333; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 44.

⁹⁴⁸ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 333.

⁹⁴⁹ Vid. art. 12 LMV.

3. IRREIVINDICABILIDAD DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

Este tema vuelve a centrar nuestra atención sobre una cuestión problemática, como es la existencia de fe pública en los registros contables de valores ⁹⁵⁰. A primera vista, dada la configuración de la publicidad formal de estos registros, puede sorprender que encuentre apoyo en ellos la irreivindicabilidad de los valores e, incluso, una adquisición a *non domino* ⁹⁵¹. Pero lo cierto es que el art. 9.3 LMV, basado en el principio de seguridad del tráfico ⁹⁵², consagra la irreivindicabilidad de los valores que adquiera un tercero a título oneroso, sin mala fe y sin culpa grave, de persona que aparezca legitimada para transmitirlos según los asientos del registro contable ⁹⁵³.

Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1221.

⁹⁵⁰ Vid. *supra* III.1.2..

⁹⁵¹ SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", *cit.*, pág. 57) observa que "puede parecer impropio o excesivo hablar de fe pública" cuando se trata de un registro como el que ahora nos ocupa"; DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 383) entiende que es esta "una situación hasta cierto punto paradójica".

⁹⁵² Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 107.

⁹⁵³ Vid. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2674.

Los supuestos de irreivindicabilidad de valores anotados son de diversa índole. El caso más sencillo podría tener su origen en un error fortuito o una manipulación intencionada del registro, fruto de los cuales una persona distinta del *verus dominus* deviene titular de un saldo de valores y que estos valores se transmiten a un tercero que los adquiere, de buena fe, del titular aparente ⁹⁵⁴. También cabe pensar en la transmisión realizada por el heredero aparente o por un titular

Vid. también art. 12.3 RD 116/1992, cuyo tenor literal es el siguiente: "El tercero que adquiriera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave. Quedan a salvo los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los actos en cuya virtud haya quedado privado de los valores."

⁹⁵⁴ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 57.

EIZAGUIRRE (en "El régimen de las acciones...", *cit.*, págs. 91-92) sugiere dos situaciones más que podrían llevar a la irreivindicabilidad de valores anotados. La primera de ellas consiste en que el tercero adquiere los valores -o le resultan asignados- como consecuencia de una *sustracción* -aritmética, por lo que al registro contable se refiere, pero, en definitiva, con plenos efectos jurídicos-, con lo que el titular desposeído habrá de respetar la posición, ahora inatacable, del tercero y tendrá que ser la Entidad encargada del registro la que responda ante él por los perjuicios causados -haciendo efectiva tal responsabilidad en especie, a ser posible (art. 7.6 LMV)-. La segunda situación planteada surge como consecuencia de una *adición* errónea del número de acciones que corresponden a un determinado titular. En este caso el Autor duda sobre la conveniencia de mantener una adquisición a *non domino*, pues ello exigiría crear nuevas posiciones de accionista, generando un daño a todos los restante socios. Quedaría, tan sólo, en pie la facultad del adquirente de las acciones inexistentes de exigir a la Entidad encargada la responsabilidad del art. 7.6 LMV.

incapaz o inhabilitado, así como en la práctica de los intermediarios bursátiles que proceden a la venta de los valores de sus comitentes cuando se ha producido un descubierto en su cuenta ⁹⁵⁵.

El art. 9.3 LMV recoge el mismo principio que se contiene en el art. 34 LH ⁹⁵⁶. Es fácil establecer una relación de afinidad entre el art. 9.3 LMV y otros como el 34 LH, el 545 C. co., el 464 C. ci., el 85 C. co. y el 19.2 LCC, que protegen a aquél que, con buena fe, ha confiado en la apariencia que se desprende de un sistema de publicidad -ya sea registral o posesorio- ⁹⁵⁷. Sin embargo, como veremos en el siguiente epígrafe, dedicado a los requisitos de esta adquisición, el caso específico del art. 9.3 LMV requiere una especial explicación, concretamente por lo que se

⁹⁵⁵ Vid. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 39, nota 104.

⁹⁵⁶ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 107 e *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., *cit.*, pág. 27.

En opinión de SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", *cit.*, pág. 57), el texto del art. 9.3 LMV incluso "mejora las puntualizaciones del art. 34 LH".

Una postura distinta en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La desincorporación de los títulos-valor", *cit.*, pág. 101, donde se mantiene que el art. 9.3 LMV "en su redacción recuerda al artículo 34 LH, pero que, en su sustancia, es tributario de la disciplina de los títulos-valor".

⁹⁵⁷ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 383.

refiere a la apariencia en la que confió el tercero adquirente.

Pero antes queríamos hacer una puntualización: ¿el art. 9.3 LMV se refiere a un supuesto de mera irreivindicabilidad o contempla también la posibilidad de una auténtica adquisición *a non domino* ⁹⁵⁸? Para que tenga lugar una adquisición de valores anotados debe existir un título, en el que la transmisión encuentre su causa, y debe inscribirse el derecho a favor del adquirente. Ambos elementos se dan en el caso que nos ocupa y, por ello, podemos decir que se trata de una verdadera adquisición y no de una mera irreivindicabilidad ⁹⁵⁹ -el adquirente asume una

⁹⁵⁸ Pues "la irreivindicabilidad es distinta (...) a la adquisición *a non domino*, porque en la primera el dominio se conserva pero no hay acción contra el protegido; éste no adquiere el dominio, por lo que si pierde la posesión, no puede recuperarla por medio de una acción reivindicatoria" (cfr. MIQUEL GONZÁLEZ, J. M^a., "Comentario a los artículos 446 a 466 del Código civil", *cit.*, pág. 1244); *vid.* también VELASCO SAN PEDRO, L. A., "La adquisición *a non domino* de letra de cambio", en *RDM*, 1986, págs. 423 y ss..

⁹⁵⁹ SÁNCHEZ CALERO observa que, si concurren los requisitos del art. 9.3 LMV, "los efectos que produce la protección registral al adquirente, se concretan en la irreivindicabilidad de los valores, aún cuando el transmitente no sea el dueño de los valores (produciéndose una adquisición «*a non domino*»)» -el subrayado es nuestro- (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 108).

Vid. también MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 96; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1224; SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", *cit.*, pág. 58) se pronuncia en favor de "una verdadera adquisición para el nuevo titular" y aduce varias razones que le llevan a pensar

posición fuerte no sólo frente a terceros ⁹⁶⁰, sino también frente al antiguo titular de los valores-. En cuanto a la inscripción, si ésta efectivamente tiene lugar, poco hay que decir al respecto ⁹⁶¹. Por lo que se refiere a la posible ausencia de título adquisitivo o justa causa, ésta se ve sanada por la propia disposición legal del art. 9.3 LMV ⁹⁶². Aunque la inscripción no convalida el acto o

así: que en el propio art. 9.3 LMV se hace referencia explícita a la *adquisición*; que en el sistema inmobiliario registral español es preponderante este modo de entender las cosas -y remite a la opinión de LACRUZ (en LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., págs. 210-211)-; que por la naturaleza del objeto, una verdadera acción reivindicatoria resulta descartada a limine en relación con los valores anotados.

⁹⁶⁰ Esta posición de especial fortaleza frente a terceros -oponibilidad, irreivindicabilidad, literalidad referida a la escritura o acuerdo de emisión, limitación de excepciones, legitimación dimanante del mero asiento contable, etc.- la afirma ANGULO RODRÍGUEZ (en "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 299).

⁹⁶¹ Quizá, sí, comentar que la adquisición o irreivindicabilidad opera desde el mismo momento en que se produce la inscripción en el registro contable. Así, en el caso de doble venta, adquirirá el derecho el primero que de buena fe consiga la inscripción a su favor en el registro contable (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 119).

SANTOS MARTÍNEZ, hablando de la adquisición *a non domino* (en "Valores informatizados", cit., pág. 58), hace una consideración puramente formal de este elemento y se limita a decir que "la inscripción suple a la tradición y completa el fenómeno jurídico traslativo".

⁹⁶² Hablando de artículos como el 464 C. ci. o el 34 LH, en los que el 9.3 LMV encuentra su inspiración, DE LOS MOZOS observa que, "aunque faciliten la posible adquisición *a non domino*, no por eso suponen, como es sabido, *abstracción de la causa*" -el subrayado es nuestro- (cfr. "Crisis del principio de abstracción...", cit., pág. 1077).

negocio que da lugar al propio asiento ⁹⁶³, la nulidad o resolución que afecten a una transmisión anterior no llegan a privar de protección al que adquiere al amparo de la fe pública registral ⁹⁶⁴.

Hubiese sido mejor que el régimen de los valores anotados contara con una disposición expresa que, como el art. 20.2, prop. 2^a, C. co. ⁹⁶⁵, aclarase que "la declaración de inexactitud o nulidad no perjudicará a los derechos de terceros de buena fe, adquiridos conforme a derecho"; pero, implícitamente, ha de entenderse que tal regla existe, pues ése es el espíritu de los principios conformadores del sistema de anotaciones ⁹⁶⁶.

También resulta oportuno observar, antes de seguir adelante, la conveniencia del reconocimiento de la irreivindicabilidad en un sistema como el de los valores anotados, en el que se intenta fomentar

⁹⁶³ Art. 12.5 RD 116/1992; vid. también arts. 20.2, prop. 1^a, C. co. y 7.2 RRM.

⁹⁶⁴ En este sentido, comenta PAZ-ARES cómo la adquisición a *non domino* "protege a los terceros frente a los vicios de las transmisiones anteriores, no a las partes frente a los vicios de los negocios que ellas mismas celebran" (cfr. "La desincorporación de los títulos-valor", cit., pág. 102).

⁹⁶⁵ Vid. también art. 8 RRM.

⁹⁶⁶ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., págs. 46-47.

la agilidad en la circulación ⁹⁶⁷. La agilidad del tráfico pierde sentido si no va acompañada de seguridad en la transmisión ⁹⁶⁸. La fuerza incentivadora, cara a la inversión, de un mercado ágil pero inseguro sería muy escasa. Por ello se puede decir que con la irreivindicabilidad el ordenamiento no sólo está primando el interés del tercero adquirente sobre el del antiguo titular, sino que, en último término, se prima el interés del tráfico jurídico-económico ⁹⁶⁹.

3.1. REQUISITOS.

⁹⁶⁷ Vid. MADRID PARRA, A., *La circulación de valores al portador...*, cit., pág. 92, donde se comenta que "de poco serviría, o bien mucho perdería, la existencia de un régimen ágil de transmisión de valores al portador o anotados en cuenta, si ésta no llevase al adquirente a una posición jurídicamente fuerte, es decir, difícilmente atacable. De lo contrario, la transmisión adolecería de desconfianza, y el tráfico mercantil se vería entorpecido."

⁹⁶⁸ Observa MADRID PARRA (en "La transmisión de valores", cit., pág. 96) que "a la vez que el ordenamiento jurídico busca la agilidad y rapidez, ha de procurar la seguridad" y añade que "perdería eficacia la transmisión ágil de los títulos al portador o de los anotados en cuenta si el adquirente no obtuviese una posición jurídica segura. De ahí que se establezca un régimen de irreivindicabilidad."

El mismo Autor (en *La circulación de valores al portador...*, cit., págs. 92-93) insiste en la conveniencia de que el adquirente goce de una "posición jurídicamente fuerte (...), difícilmente atacable" y por eso el legislador "ha dictado algunas normas que protegen la apariencia de legitimidad y garantizan los derechos de terceros de buena fe".

⁹⁶⁹ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 57.

En la propia fórmula de los arts. 9.3 LMV y 12.3 RD 116/1992, en la que se consagra la irreivindicabilidad de los valores anotados, vienen expresados los requisitos exigibles para que ésta tenga lugar. Será necesario: 1º) que el tercero adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta; 2º) que el transmitente aparezca legitimado según los asientos del registro y 3º) que el adquirente no haya obrado de mala fe o con culpa grave ⁹⁷⁰.

La primera observación que cabe hacer es que no se considerarán incluidos en el ámbito de protección de este artículo aquellos valores que estén representados por medio de títulos en vez de anotados en cuenta ⁹⁷¹.

⁹⁷⁰ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 107 e *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 27; BONET, J. I., "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", cit., pág. 4; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1013; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 274; MADRID PARRA, A., *La circulación de valores al portador...*, cit., pág. 98; MEJÍAS GÓMEZ (en "Las acciones representadas...", cit., pág. 119), quien, además de enumerar los requisitos, hace referencia expresa a la inscripción, señalando que será a partir de ese momento cuando la irreivindicabilidad sea efectiva; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", cit., pág. 368.

⁹⁷¹ Afirma SÁNCHEZ CALERO (en "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 107) que "queda excluida de la protección de este artículo (...) la adquisición de valores representados por títulos que pueden estar inscritos en el libro de acciones nominativas (art. 56.2 de la LSA)" -el subrayado es nuestro-.

El título oneroso de la transmisión -que, por otra parte, según la previsión del art. 36 LMV, es la hipótesis normal en los mercados de valores ⁹⁷²- nos permite deducir que la Ley fundamenta la protección dispensada al tercero, entre otras causas, en la carga que para éste ha supuesto la contraprestación exigida al adquirir el valor -ya haya sido por compraventa o por cualquier otro título oneroso, como la permuta, la dación en pago, etc.- ⁹⁷³.

En las adquisiciones a título lucrativo esa protección especial desaparece ⁹⁷⁴. El legislador entiende que el adquirente habrá de pasar frente a terceros por la misma situación que su transmitente

⁹⁷² MADRID PARRA (La circulación de valores al portador..., cit., pág. 98) entiende que la exigencia del título oneroso en la transmisión "está en coherencia con la propia naturaleza del mercado". Afirma que "en los mercados «se negocia», es decir, las transacciones son a título oneroso". Cfr. también ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 274.

Se complementa con este criterio la observación de MEJÍAS GÓMEZ, quien destaca que la negociabilidad propia de los valores anotados "determina que la onerosidad sea la regla general en las transmisiones" (cfr. "Las acciones representadas...", cit., pág. 119).

⁹⁷³ Cfr. MADRID PARRA, A., La circulación de valores al portador..., cit., pág. 98; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 59; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 119.

⁹⁷⁴ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 107.

⁹⁷⁵. No se pronuncia explícitamente el art. 9.3 LMV en este sentido, pero así se puede deducir de la aplicación analógica del art. 34.3 LH, en el que se establece que "los adquirentes a título gratuito no gozarán de más protección registral que la que tuviere su causante o transferente" ⁹⁷⁶. La doctrina registral destaca que no es que el adquirente carezca de protección registral, sino que su protección deriva de la que correspondía a su causante y, por tanto, no podrá evitar que se dirijan contra él las mismas acciones que se hubiesen podido interponer contra su causante, si bien podrá oponerse a ellas con los argumentos que estén en su mano ⁹⁷⁷.

La exclusión de irreivindicabilidad que afecta a las transmisiones a título lucrativo de valores anotados en cuenta no se produce en el

⁹⁷⁵ Cfr. MADRID PARRA, A., *La circulación de valores al portador...*, cit., pág. 98, nota 210; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 274.

⁹⁷⁶ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 59; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., pág. 1224 y *El nuevo registro mercantil...*, cit., pág. 267; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 301.

⁹⁷⁷ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 59. Este Autor remite, por lo que a doctrina registral se refiere, a la opinión mantenida por LACRUZ BERDEJO, en LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Derecho inmobiliario registral*, cit., pág. 191.

régimen de los títulos al portador ⁹⁷⁸, en el que, a este respecto, no se distingue entre transmisiones a título oneroso y lucrativo ⁹⁷⁹. Esto no significa que se haya descuidado la seguridad en el tráfico de valores anotados cuando éste tiene lugar a título gratuito -pues, desde una perspectiva globalizadora, ésta sería la primera acusación que nos sugiere la exclusión de irreivindicabilidad-. Por un lado, hemos de tener presente que en la transmisión de valores anotados siempre interviene la Entidad encargada del registro, introduciendo así una cierta dosis de seguridad ⁹⁸⁰. Pero, por otro lado, se ha de considerar que, en el caso marginal ⁹⁸¹ de la transmisión a título lucrativo de valores anotados en cuenta, la reivindicabilidad de los valores introduce un grado mayor de seguridad en el tráfico que el que supondría el mantenimiento

⁹⁷⁸ Art. 545 C. co..

⁹⁷⁹ Se recoge así "la tradición legislativa donde no se hacía tal distinción, probablemente porque al hacer depender la irreivindicabilidad de la intervención de fedatario público se consideraba innecesario hacer tal distinción" (cfr. MADRID PARRA, A., *La circulación de valores al portador...*, cit., pág. 99).

Cfr. también MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 119.

⁹⁸⁰ Cfr. MADRID PARRA, A., *La circulación de valores al portador...*, cit., pág. 99.

⁹⁸¹ Marginal, pues, como ya hemos comentado, en el régimen de los valores anotados la transmisión a título oneroso es el supuesto habitual.

de la irreivindicabilidad. La relación especial que suele existir en estos casos entre transmitente y adquirente legitima para que la reivindicación que pudiese dirigirse contra el primero pueda alcanzar también al segundo. Con ello se evita que la transmisión a título lucrativo se convierta en un cauce abierto para dar cabida al fraude de acreedores ⁹⁸².

Los otros dos requisitos o circunstancias sobre los que se sustenta la irreivindicabilidad - que el transmitente aparezca legitimado, según los asientos del registro contable, y la ausencia de mala fe y de culpa grave en el tercero adquirente - están íntimamente relacionados, pues la posible mala fe o culpa se refieren, especialmente, al modo en que el adquirente desconoce la falta de

⁹⁸² De esta opinión es MADRID PARRA (cfr. *La circulación de valores al portador...*, cit., pág. 99 y nota 211), quien observa que la reivindicabilidad de las adquisiciones a título gratuito supone una inversión en los términos, pues "en vez de tener que demostrar la mala fe en la transmisión, cosa no siempre posible, para excluir la irreivindicabilidad, se opta por establecer como regla general que los valores anotados adquiridos a título lucrativo no gozan de irreivindicabilidad".

También en favor de la reivindicabilidad de las transmisiones a título gratuito, MEJÍAS GÓMEZ argumenta que con ello se evita que el registro, *sin las garantías que ofrece la intervención de fedatario público*, pueda convertirse en un instrumento al servicio de los que realizan operaciones fraudulentas (cfr. "Las acciones representadas...", cit., pág. 119).

titularidad de su transmitente ⁹⁸³. Al tomar en consideración estos dos requisitos de forma conjunta, podemos deducir que la finalidad de la irreivindicabilidad de los valores anotados es la protección de aquél que, sin mala fe ni culpa grave, ha confiado en la apariencia derivada del registro contable ⁹⁸⁴.

Ahora bien, ¿cuál es la apariencia de titularidad ofrecida por el sistema de anotaciones? No es la apariencia ofrecida por la publicidad posesoria de los bienes materiales. Y, si se trata de la apariencia de un sistema registral, entonces lo que nos cuestionamos es si la publicidad formal del registro de anotaciones es lo suficientemente consistente como para generar en los terceros una

⁹⁸³ RECALDE CASTELLS define la buena fe del adquirente como la "confianza -no debida a negligencia grave- en que el transmitente es titular y tiene el poder de disposición sobre lo que pretende enajenar" (cfr. "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 398).

⁹⁸⁴ Desde una perspectiva teleológica, podemos observar que la irreivindicabilidad de los valores en el sistema de anotaciones en cuenta no busca sino mantener en éste los mismos o semejantes índices de *seguridad* que los existentes en otros regímenes de tráfico jurídico de bienes.

En efecto, observa DÍAZ MORENO (en "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 383) que los arts. 34 LH, 545 C. co., 464 C. ci., 85 C. co. y 19.2 LCC, de un modo u otro, vienen a proteger la confianza "en la apariencia derivada de un sistema de publicidad -registral o posesorio-".

creencia de titularidad digna de la protección que supone la irreivindicabilidad ⁹⁸⁵.

Lo cierto es que tal apariencia de titularidad sí que se produce. A este respecto, conviene recordar que la protección del tercero adquirente se produce a partir del momento en que ha completado su acto adquisitivo. Para ello la transmisión de valores anotados requiere la inscripción de la transmisión a favor del adquirente y tal inscripción sólo puede tener lugar si el transmitente, en el momento de la transmisión, aparece inscrito en el registro como titular de los valores que transmite ⁹⁸⁶. Por tanto, ante el tercero adquirente sí que se ha formado una apariencia de titularidad, pues deduce

⁹⁸⁵ DÍAZ MORENO se plantea esta duda y, de forma retórica, llega a admitir la idea -para luego desecharla- de que, *prima facie*, el art. 9.3 LMV no se fundamenta sobre el principio de la apariencia y que habría que concluir que esa norma otorga protección, sin más, a todo el que adquiere del titular registral (cfr. "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 383 y 384).

⁹⁸⁶ Art. 11.3 LMV.

Por eso se afirma que "la posición del tercer adquirente se apoya no en un título o documento autónomo, como ocurre en el título-valor, sino en la inscripción registral, como ocurre con el tercero hipotecario" (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 58; vid. también ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 298).

Con razón afirma MADRID PARRA (en "La transmisión de valores", cit., pág. 96 y *La circulación de valores al portador...*, cit., pág. 98) que el punto de partida de esta adquisición es la presunción que establece el art. 11 LMV.

que si la transferencia contable de los valores ⁹⁸⁷ ha podido verificarse es porque éstos estaban inscritos a nombre de su transmitente, lo que significa que estaba legitimado. Lo más destacable -y, en cierto sentido, lo más conflictivo- es la coincidencia temporal que se produce entre el momento de la adquisición y el momento en que se hace evidente ante el tercero la apariencia de titularidad ⁹⁸⁸. Antes de que le sean transmitidos los valores el tercero no podía verificar la titularidad de su tradens -salvo que ésta se haya probado por medio de un certificado de legitimación o el tercero haya desarrollado una especial labor de investigación-. Por el contrario, en el mundo de las cosas muebles la posesión permite presumir la titularidad del transmitente antes de que la tradición perfeccione la adquisición y no exclusivamente en el mismo momento en que ésta tiene lugar ⁹⁸⁹. Pero, en definitiva, podemos concluir que, a pesar de su deficiente publicidad,

⁹⁸⁷ Exigida por el art. 9.1 LMV.

⁹⁸⁸ De ahí que se exija la buena fe precisamente en el momento de la adquisición (vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1224).

⁹⁸⁹ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 384 y 385.

los registros de valores anotados pueden generar apariencia ante los terceros ⁹⁹⁰.

En cuanto a la fe con que el tercero se haya dejado guiar por la apariencia, lo que se exige es que no haya actuado con *mala fe*, lo que supone una medida menos rigurosa que la exigencia explícita de *buena fe* ⁹⁹¹. Por su parte, el art. 34.2 LH dispone que "la buena fe del tercero se presume siempre mientras no se pruebe que conocía la inexactitud del registro". En el art. 9.3 LMV no se contiene de modo expreso una presunción de buena fe como la del art. 34.2 LH, pero no es muy aventurado afirmar que tal presunción alcanza también al ámbito de los valores anotados ⁹⁹².

Es claro que podrá reclamarse la titularidad de los valores si el tercero hubiese actuado en fraude de los acreedores de su transmitente

⁹⁹⁰ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 385.

⁹⁹¹ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 107; PAU PEDRÓN, A., "Publicidad del Registro Mercantil", *cit.*, pág. 5396.

⁹⁹² Hemos de tener presente que la presunción de buena fe es un principio de nuestro ordenamiento y, respecto a su vigencia, podemos remitirnos no sólo al art. 34 LH citado, sino también a los arts. 434 y 1951 C. ci. (cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1224; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 59).

-precisamente por la presencia de mala fe que esa situación supondría-. Pero no sólo en esa circunstancia se frustrará la adquisición del tercero, sino también cuando, aunque no exista mala fe, se pueda acusar al adquirente de actuar con culpa grave por no haber puesto una mínima diligencia en la operación ⁹⁹³.

En cuanto al momento en el que hubo de existir la ausencia de mala fe y culpa grave, éste habrá de limitarse al momento de la adquisición, que en el caso de los valores anotados será el de la inscripción de la transmisión en el registro ⁹⁹⁴.

⁹⁹³ MADRID PARRA (en *La circulación de valores al portador...*, cit., pág. 95) observa que "no basta la mera negligencia; es necesario que exista culpa lata, es decir, la omisión de la «diligencia que pondría en sus asuntos la persona menos cuidadosa y atenta» (cfr. URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho mercantil*, 15ª ed., Madrid, 1988, pág. 274)." (vid. también op. cit. pág. 98).

Cfr. también MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 119.

⁹⁹⁴ Observa SÁNCHEZ CALERO que existe en este punto una diferencia entre el régimen inmobiliario registral y el de los valores anotados por lo que se refiere al momento de la adquisición, pues, en el primero de estos regímenes, "la doctrina y la jurisprudencia, al interpretar el art. 34.1 de la Ley Hipotecaria lo refieren al momento en que se produce la tradición (que es cuando se adquiere el derecho de propiedad), sin que sea necesario que persista esa situación subjetiva del adquirente hasta el momento de la inscripción; pero esta interpretación no es posible en nuestro caso, en primer lugar, porque no se trata de que el adquirente mantenga su situación de «buena fe», sino la ausencia de mala fe o de culpa grave, y en segundo término -y quizá esta sea la razón fundamental- porque conforme el art. 9 de la LMV la tradición y la inscripción de la transmisión son hechos que

Por otro lado, la fe con que actúa el adquirente ha de ser juzgada con distinto rigor en cada uno de los regímenes existentes para la transmisión de valores anotados, pues es diverso el grado de contacto que se verifica entre adquirente y transmitente en unos y en otros ⁹⁹⁵ y, por consiguiente, es también diferente el grado de apariencia:

- En la transmisión de valores no admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, el contacto entre el *accipiens* y el *tradens* -o entre sus representantes- es directo y, por tanto, la apariencia de titularidad puede ser mayor. El adquirente puede pedir a la entidad encargada de la llevanza del registro de los valores que van a ser transmitidos que le confirme la titularidad que el transmitente dice tener sobre los valores.

- Lo mismo sucede cuando la transmisión de valores tiene lugar en *operaciones bursátiles liquidadas directamente entre las*

se confunden." (cfr. "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 107-108).

⁹⁹⁵ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, págs. 398-401.

partes -llamadas operaciones con "toma de razón"- y en las transmisiones extrabursátiles de valores cotizados ⁹⁹⁶. En este caso también existe un contacto directo entre el transmitente y el adquirente y éste puede acudir a la entidad adherida correspondiente y comprobar la titularidad invocada y, sobre la base de lo inscrito en el registro, acogerse a la protección dispensada por el art. 9.3 LMV.

• En las transmisiones que supongan operaciones bursátiles sobre valores cotizados ⁹⁹⁷, la transferencia contable de los valores se efectuará a través del Registro Central gestionado por el SCLV. Siguiendo las pautas fijadas por el art. 37 RD 116/1992, el SCLV "abonará los valores y practicará el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes Entidades adheridas". Por consiguiente, en este caso no habrá contacto directo entre las partes -como sí ocurre en los dos supuestos que acabamos de relacionar-. Por ello, de modo habitual, el adquirente no

⁹⁹⁶ Vid. arts. 36.d) y 37 LMV y 8 a 12 RD 1416/1991, de 27 de septiembre, "sobre Operaciones Bursátiles Especiales y sobre Transmisión Extrabursátil de Valores Cotizados y Cambios Medios Ponderados".

⁹⁹⁷ Vid. arts. 36 LMV y 1 a 7 RD 1416/1991.

tendrá ocasión de conocer la identidad de su transmitente, pues éste es para él un sujeto anónimo. Esto hace perder consistencia a la aplicabilidad del principio contenido en el art. 9.3 LMV, pues su enunciado hace referencia expresa a la titularidad que se deduzca de “los asientos del registro contable”. En un supuesto como éste resulta difícil hablar de la buena fe del adquirente como confianza en la apariencia de titularidad que ofrece el registro ⁹⁹⁸. A lo sumo, puede interpretarse que la buena fe se referirá al modo en que el tercero adquirente confió en el

⁹⁹⁸ Ante la ausencia de contacto directo entre transmitente y adquirente, algún Autor ha resuelto el problema afirmando la imposibilidad de que en tales circunstancias se dé una adquisición de mala fe o con culpa grave (así PAVONE LA ROSA, A., *La gestione accentrata...*, cit., pág. 317 -quien se pronuncia con expresión tajante: “la possibilità di un acquisto in mala fede o con colpa grave è, per tanto, per definizione esclusa”; vid. también pág. 318, nota 30-). También se ha resuelto llegando a entender que esta situación implica la presunción *iuris tantum* de la buena fe del adquirente, siendo el *verus dominus* quien tendrá que probar la ausencia de mala fe (vid. EIZAGUIRRE, J. M. DE, “El régimen de las acciones...”, cit., pág. 91).

RECALDE CASTELLS (en “En torno a la pretendida nominatividad...”, cit., pág. 400, nota 105) comenta la opinión de éstos Autores y se opone a ella, pues juzga que “una interpretación tan laxa puede suponer que se desvirtúe el sentido tradicional de la buena fe”. También en contra de la opinión criticada, remite a LENER (*La “dematerializzazione” dei titoli azionari...*, cit., pág. 29) quien, contraponiéndose especialmente a PAVONE LA ROSA, afirma que “non basta non (poter) sapere da chi si acquista per acquistare in modo incontestabile”.

correcto funcionamiento del sistema ⁹⁹⁹ -pero no en la apariencia de titularidad registral, pues él no la pudo percibir-. Ahora bien, esta solución -que en sí misma puede ser válida- deja de lado el tenor literal del art. 9.3 LMV ¹⁰⁰⁰.

Al tomar en consideración conjuntamente estos tres regímenes de transmisión, se podría concluir que existe un régimen distinto para la evaluación de la fe con que obró el adquirente dependiendo que los valores hayan sido transmitidos de un modo directo entre las partes o que, por el contrario, se hayan transmitido siguiendo las normas de un mercado secundario oficial -especialmente el mercado bursátil-. Contra este planteamiento -o, al menos, restándole parte de su fuerza- hay que tener

⁹⁹⁹ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 400, nota 105.

¹⁰⁰⁰ Esta es la solución adoptada por la doctrina alemana (*vid.* DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effektengiroverkehr*, *cit.*, págs. 142 y ss.) que para no rebajar los niveles de tutela del tráfico y de las adquisiciones de buena fe existentes en el régimen de los títulos-valores ha abandonado una tutela del tráfico basada en la titularidad aparente y la ha sustituido "por una protección objetiva del tráfico basada en la fiabilidad que merecen los operadores encargados en régimen de monopolio de la llevanza de las cuentas de valores anotados" (cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 401, nota 105).

presente, como ya hemos advertido, la redacción actual del art. 9.3 LMV ¹⁰⁰¹.

3.2. PROTECCIÓN DEL LEGÍTIMO TITULAR.

Es obvio que la consolidación del derecho en favor del tercero adquirente deja al legítimo titular o *verus dominus* en una clara situación de agravio o perjuicio. El ordenamiento protege los intereses del antiguo titular, pero debe hacerlo respetando el derecho del tercero, que, amparado por su ausencia de mala fe y de culpa grave, se encuentra libre de responsabilidad ¹⁰⁰².

Nada dispone el art. 9.3 LMV sobre este particular. En el desarrollo reglamentario del RD 116/1992 ¹⁰⁰³ sí se atiende esta cuestión y se establece que quedarán "a salvo los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los actos en cuya virtud haya quedado privado de los valores" ¹⁰⁰⁴. La lógica

¹⁰⁰¹ Cfr. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, pág. 401.

¹⁰⁰² Comenta SANTOS MARTÍNEZ, a título de ejemplo, que el titular privado de los valores podrá dirigirse "contra el depredador que, valiéndose de malas artes, hubiera conseguido la inscripción de los valores a su favor" (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 60).

¹⁰⁰³ Art. 12.3, proposición segunda.

¹⁰⁰⁴ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 60; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones

seguida ha sido la misma que la de los arts. 545, proposición tercera, y 324 C. co.¹⁰⁰⁵. El régimen de los valores anotados no introduce ninguna especificidad relativa al ejercicio de esas acciones y derechos.

El antiguo titular también puede dirigirse contra la Entidad encargada del registro contable, si la privación de su derecho se ha debido a un error cometido por ésta. En este caso entra en juego la responsabilidad objetiva de las Entidades encargadas contemplada por el art. 7.6 LMV y 27 RD 116/1992¹⁰⁰⁶. Como ya hemos visto, la Entidad encargada responderá, salvo culpa exclusiva del perjudicado, por la falta de práctica de las correspondientes inscripciones, por inexactitudes y retraso en las mismas, o por cualquier infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros. Al dirigir su reclamación contra la Entidad encargada, el legítimo titular podrá exigir

representadas...", *cit.*, pág. 119; MADRID PARRA, A., *La circulación de valores al portador...*, *cit.*, págs. 99-100.

¹⁰⁰⁵ La actual redacción de estos artículos -conviene observar- ha sido introducida por las DA 9ª y 4ª LMV.

¹⁰⁰⁶ *Vid. supra* III.3..

Cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 96 y *La circulación de valores al portador...*, *cit.*, pág. 100; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 119; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 60.

que, en la medida de lo posible, haga efectiva su responsabilidad en especie ¹⁰⁰⁷.

3.3. EXCEPCIONES OPONIBLES FRENTE AL ADQUIRENTE DE BUENA FE.

La adquisición de los valores en favor del tercero de buena fe supone una modificación en los elementos subjetivos de la relación jurídica. No obstante, hay elementos que permanecen inalterables. Concretamente, la Entidad emisora de los valores -que es el sujeto deudor de la relación- podrá seguir oponiendo frente al adquirente de buena fe las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura pública -escritura de emisión, en su caso- o con la publicación en el Boletín Oficial correspondiente ¹⁰⁰⁸; también serán oponibles por la Entidad emisora las excepciones que hubiese podido

¹⁰⁰⁷ Así lo observa, con relación a la adquisición a *non domino*, ANGULO RODRÍGUEZ (en "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 298). Vid. también BERCOVITZ, A., "El Derecho del mercado de capitales", cit., pág. 89.

¹⁰⁰⁸ Sobre la escritura pública y la publicación de las características de los valores en un Boletín Oficial, vid. *supra* VI.1.1.. En cualquier caso, vid. también arts. 6 LMV y 6 RD 116/1992.

esgrimir si los valores hubiesen estado representados por medio de títulos ¹⁰⁰⁹.

4. REGÍMENES ESPECÍFICOS DE TRANSMISIÓN, EN FUNCIÓN DE QUE LOS VALORES SE ENCUENTREN O NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.

La circunstancia de que los valores se encuentren o no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial influye decisivamente en el régimen transmisorio de los valores ¹⁰¹⁰, por afectar a un aspecto fundamental como es la inscripción registral de la transmisión. La estructura de los registros contables de valores - en los que tiene que producirse la inscripción de la transmisión- es distinta dentro de los mercados

¹⁰⁰⁹ Vid. con relación a ambos tipos de excepciones arts. 9.4 LMV y 12.4 RD 116/1992.

Cfr. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", *cit.*, pág. 368; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 274; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 120.

Acerca de este tipo de excepciones vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Las excepciones cambiarias*, *cit.*, págs. 7 y ss..

¹⁰¹⁰ Sobre algunos aspectos relativos a la diversidad del régimen de la transmisión de valores anotados, atendiendo a su admisión o no en los mercados secundarios oficiales, vid. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", *cit.*, págs. 398-401.

secundarios oficiales y fuera de ellos ¹⁰¹¹. Si la transmisión se hace efectiva cuando se produce la inscripción, ¿en qué registro tiene que verificarse la inscripción para que pueda entenderse que la transmisión ha tenido lugar?

4.1. TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.

Cuando se trata de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales la inscripción de la transmisión se *practicará por la Entidad encargada* que lleve el registro contable de la emisión en que están integrados los valores transmitidos ¹⁰¹² -art. 50 RD 116/1992- ¹⁰¹³. En estos casos la Entidad encargada de la llevanza del registro será única -será la misma para todos los valores- ¹⁰¹⁴. La llevanza del registro contable de

¹⁰¹¹ La principal diferencia es que en los mercados secundarios oficiales se sigue el sistema de registro de *doble escalón*. Vid. *supra* III.2.2..

¹⁰¹² Sobre las Entidades encargadas de la llevanza del registro contable de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, *vid. supra* III.2.1..

¹⁰¹³ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 42.

Sobre la designación -y sustitución- de la Entidad encargada de la llevanza del registro contable de la emisión de valores anotados, *vid. arts. 45 y 46 RD 116/1992*.

¹⁰¹⁴ "Pues la operativa con estos valores" -comenta MARTÍNEZ MUÑOZ, en "Los valores representados en anotaciones en

valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales será asumida por aquella entidad que designe la emisora entre las que ostenten la condición de Sociedad o Agencia de Valores ¹⁰¹⁵. El régimen de estos valores será el genérico, establecido en los arts. 5 a 12 LMV y en su desarrollo del RD 116/1992, sin que sean necesarias otras exigencias específicas ¹⁰¹⁶.

Al hablar del negocio causal ya hemos comentado algunos de los aspectos que prevé el art. 50 RD 116/1992 para este tipo de transmisiones. Recordemos que, si a la Entidad encargada se le presenta documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de valores en el que se acredite el acto o contrato transmisivo, aquélla,

cuenta...”, *cit.*, pág. 17- “no alcanzará un volumen de negociación lo suficientemente elevado como para que se necesiten sistemas más complejos” (*vid. también op.cit.*, pág. 19).

¹⁰¹⁵ Arts. 7.2 y 71. g) LMV y 45 RD 116/1992.

Cfr. BONET, J. I., “Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios”, *cit.*, pág. 4; MADRID PARRA, A., “Representación y transmisión de acciones...”, *cit.*, pág. 214.

Vid. sobre la simplicidad del sistema de registro de los valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, frente al sistema de los valores que sí se encuentran admitidos a negociación en esos mercados, MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., “Los valores representados en anotaciones en cuenta...”, *cit.*, pág. 19.

¹⁰¹⁶ Cfr. BONET, J. I., “Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios”, *cit.*, pág. 4.

ante la fehaciencia de estos documentos, deberá proceder a practicar la inscripción de la transmisión, sin entrar a examinar la certeza, validez o suficiencia del negocio traslativo ¹⁰¹⁷. Cuando la solicitud de inscripción de la transmisión no vaya acompañada de alguno de éstos documentos la Entidad encargada procederá igualmente a la inscripción -le basta con tener constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción- ¹⁰¹⁸, pero, en este caso, la Entidad encargada podrá abstenerse de inscribir si supiese que no existe título verdadero, válido y bastante para producir la transmisión ¹⁰¹⁹. Es

¹⁰¹⁷ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 124; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 210.

MARTÍNEZ MUÑOZ, quizá sin reparar en que estos documentos atribuyen carácter indubitado no sólo a la personalidad de los contratantes, sino también a la veracidad, validez y suficiencia del título de la transmisión, cuestiona la necesidad de acudir a ellos para instrumentar la transmisión de los valores y comenta: "Este precepto se nos antoja de difícil comprensión, pues partiendo del hecho de que la Entidad encargada es única, la misma siempre conocerá a los titulares de los valores, y sería suficiente con el consentimiento del cliente a la inscripción del nuevo propietario, tal como señala el mismo artículo en su segundo párrafo" (*vid.* "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 19-20).

¹⁰¹⁸ *Vid.* MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 19.

¹⁰¹⁹ Art. 50.2 RD 116/1992.

obligación de la Entidad encargada del registro obtener acreditación documental de la concurrencia del consentimiento del transmitente y del adquirente y se quedará con copia de los documentos acreditativos de los actos, contratos y notificaciones que se hayan precisado para la transmisión ¹⁰²⁰.

Si se transmite la propiedad de valores sujetos a *derechos reales limitados o gravámenes*, la Entidad encargada, "en cuanto se practique la inscripción" ¹⁰²¹, deberá dar noticia de ella al usufructuario, acreedor pignoraticio o titular del gravamen; éstos, deberán restituir el certificado que tengan expedido a su favor, tan pronto como se les notifique la transmisión -sin perjuicio de que puedan solicitar y obtener la expedición de otro certificado nuevo- (art. 50.3 RD 116/1992) ¹⁰²².

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 124.

Vid. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 214.

¹⁰²⁰ Art. 50.4 RD 116/1992.

El mismo art. 50.4 RD 116/1992 dispone que "en cuanto a la conservación de todos estos documentos se estará a lo previsto en el artículo 30 del Código de Comercio".

¹⁰²¹ Dice el art. 50.3 RD 116/1992.

¹⁰²² Refiriéndose al régimen de las acciones anotadas, MEJÍAS GÓMEZ, entiende que, teniendo en consideración el contenido del art. 1866 C. ci., el art. 50.3 RD 116/1992

Cuando se transmite una *cuota indivisa* de los valores la Entidad encargada practicará la inscripción a favor de los copropietarios resultantes, al tiempo que habrá de darse baja de esos valores en la cuenta del transmitente o transmitentes ¹⁰²³.

4.2. TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS.

Uno de los objetivos principales del sistema de anotaciones en cuenta es, precisamente, mejorar el régimen y la operativa de las transmisiones de valores en los mercados secundarios. El sistema seguido para el registro contable de los valores cuando éstos se encuentran admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales, como sabemos, es el de registro de doble escalón ¹⁰²⁴. Esto, entre otros motivos, hace que la estructura del acto transmisivo de los valores adquiera una complejidad añadida en estos mercados.

"debiera haberse redactado de forma que lo que se requiriese cuando se trate de acciones pignoradas fuera el *consentimiento* del acreedor pignoraticio y no su *conocimiento*" -el subrayado es nuestro- (cfr. "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 124).

¹⁰²³ Art. 50.5 RD 116/1992.

¹⁰²⁴ *Vid. supra* III.2.2..

El art. 31 LMV hace mención de tres clases de mercados secundarios oficiales de valores ¹⁰²⁵:

"a) Las Bolsas de Valores ¹⁰²⁶.

"b) El Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta ¹⁰²⁷.

"c) Aquellos otros, de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta, que se creen en virtud de lo previsto en el artículo 59." ¹⁰²⁸. En

¹⁰²⁵ Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 14; SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Mercado financiero", cit., págs. 4281 y ss..

¹⁰²⁶ Los arts. 45 a 54 LMV sientan las bases del régimen específico de las Bolsas de Valores; el RD 116/1992, de 14 de febrero, en una parte importante de su articulado, dedica especial atención al desarrollo de algunos aspectos relativos a la negociación de valores admitidos en Bolsa y a la compensación y liquidación de operaciones bursátiles; el RD 1416/1991, de 27 de septiembre, regula las operaciones bursátiles especiales y la transmisión extrabursátil de valores cotizados.

¹⁰²⁷ Los aspectos fundamentales del régimen de este mercado se encuentran en el RD 505/1987, de 3 de abril, que ha sido objeto de una amplia normativa de desarrollo, entre la que cabe destacar la OM de 19 de mayo de 1987; más tarde otras normas, como el RD 1009/1991, de 21 de junio, han procurado adaptar este Real Decreto a las prescripciones de la LMV (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 13).

¹⁰²⁸ El art. 59 LMV dispone: "Se faculta al Gobierno para que, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, regule la organización y funcionamiento de los mercados secundarios oficiales de valores a que se hace referencia en la letra c) del artículo 31 de esta Ley. Dicha regulación se ajustará a los principios establecidos en esta Ley para las Bolsas de Valores y el Mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta."

ejercicio de las facultades que le concede este art. 59 LMV, el Gobierno ha constituido los mercados oficiales de futuros y opciones ¹⁰²⁹.

Sin embargo, en el apartado 5 de la Exposición de Motivos de la LMV se comenta que "es previsible que un desarrollo normal de los acontecimientos lleve a la *progresiva integración de todos los segmentos de los mercados de valores*, cosa a la que no se opone la presente Ley" ¹⁰³⁰.

4.2.1. TRANSMISIÓN DE VALORES COTIZADOS EN BOLSA.

Las Bolsas son el más importante de los tres tipos de mercados secundarios contemplados por la LMV ¹⁰³¹. Cuando se trate de valores cotizados en

¹⁰²⁹ Regulados por el RD 1814/1991, de 20 de diciembre.

¹⁰³⁰ "De todos modos" -añade el apartado 5 de la Exposición de Motivos de la LMV-, "en una fase inicial ha parecido más conveniente no excluir ninguna posibilidad a la espera de que el propio desarrollo de los mercados garantice la viabilidad de uno u otro planteamiento".

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 14.

¹⁰³¹ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., *cit.*, págs. 230 y 232.

A este respecto, parece especialmente revelador que las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción no puedan ser negociados en ningún mercado secundario organizado distinto de las Bolsas de Valores -art. 46.2. a) LMV- (cfr. MEJÍAS

Bolsa, la transmisión se entenderá realizada cuando se produzca la inscripción en los registros contables que llevan las Entidades adheridas al SCLV; si el titular de los valores fuese una Entidad adherida, entonces la inscripción a la que nos referimos tendrá que efectuarse en los registros a cargo del SCLV ¹⁰³².

Conocemos la diferencia entre las Entidades adheridas miembros de la Bolsa y aquellas que no lo son, así como las distintas entidades que pueden integrar una y otra categoría ¹⁰³³. Únicamente podrán intervenir en la negociación de los valores cotizados en una Bolsa las Entidades adheridas que sean miembro de la misma. Las otras Entidades adheridas tendrán que ejecutar las órdenes recibidas de sus clientes a través de

GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 120). Además las Bolsas también dan cabida a la negociación de valores de Deuda Pública -*vid.* OM de 16 de enero de 1992, por la que se autoriza el sistema de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda Pública en las Bolsas de Valores-.

Vid. SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Bolsa de Valores", en *VV. AA.*, *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, *cit.*, págs. 821 y ss.

¹⁰³² Art. 31.5 RD 116/1992.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 42.

¹⁰³³ *Vid. supra* III.2..

alguno de los miembros de la Bolsa en que cotizan los valores objeto de transmisión ¹⁰³⁴.

Los arts. 36 y 37 LMV permiten distinguir entre las llamadas operaciones de mercado secundario oficial -atribuyendo al término "operación" un significado específico- y las demás transmisiones de mercado secundario oficial. Trasladando las consideraciones de esos artículos al ámbito bursátil podemos observar:

- Tendrán la consideración de operaciones bursátiles tan sólo aquellas transmisiones de valores admitidos a cotización en Bolsa que se realicen por título de compraventa. Estas operaciones deberán realizarse con la participación obligatoria de, al menos, una entidad que ostente la condición de miembro de la Bolsa, pues, de lo contrario, serán nulas de pleno derecho ¹⁰³⁵.

¹⁰³⁴ Así, MARTÍNEZ MUÑOZ (en "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", cit., pág. 17), quien aprovecha para hacer notar la configuración de mercados cerrados que ha dado la LMV a los mercados oficiales.

¹⁰³⁵ Art. 36 y 46 LMV.

Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", cit., pág. 2668; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 120.

El art. 1.2 RD 1416/1991, exige que, además de la intervención obligatoria de al menos un miembro de la Bolsa, las operaciones bursátiles se realizarán, salvo casos

• No se considerarán operaciones bursátiles, aunque tengan por objeto valores cotizados en Bolsa, las transmisiones por título oneroso distinto de compraventa y las transmisiones a título lucrativo y en ellas no será precisa la intervención obligatoria de una Sociedad o Agencia de Valores ¹⁰³⁶.

El régimen de la inscripción de transmisiones derivadas de operaciones bursátiles será distinto del que resulte aplicable para la inscripción de otras transmisiones ¹⁰³⁷.

En el caso de las operaciones bursátiles, conforme al modelo de registro de doble escalón, será primero el SCLV quien, en la fecha de liquidación de la operación, abonará los valores y practicará el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes Entidades adheridas ¹⁰³⁸. Por

excepcionales, "precisamente a través de los sistemas de contratación que las Bolsas de Valores tengan establecidos" (cfr. BONET, J. I., "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", *cit.*, pág. 4).

¹⁰³⁶ Art. 37 LMV.

Cfr. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, *cit.*, págs. 486 y ss.; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2666; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 123; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., "Comunicación de las transmisiones...", *cit.*, págs. 189 y ss..

¹⁰³⁷ Vid. arts. 37 y 38 RD 116/1992.

¹⁰³⁸ Arts. 37.1 RD 116/1992 y 54 LMV.

su parte, la Entidad adherida en la que tenga su cuenta el adquirente, en la fecha de liquidación, abonará los valores transmitidos. El mismo día, la Entidad adherida que haya puesto a disposición del SCLV los valores vendidos, hará el correspondiente adeudo en la cuenta del transmitente ¹⁰³⁹. No podrá practicarse abono o adeudo alguno en las cuentas sin que esté expedida o dada de baja la referencia de registro correspondiente, que permitirá la identificación individualizada de cada transacción ¹⁰⁴⁰.

En ocasiones esta función puede no ser desarrollada por el SCLV, pues, establece el art. 54.2 LMV que, respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia pueden disponer "la creación por la sociedad rectora de aquélla de un *servicio propio de llevanza del registro contable y de liquidación y compensación*" (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 121).

¹⁰³⁹ Art. 37.2, proposiciones primera y segunda, RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 121.

¹⁰⁴⁰ Art. 32.2 y 3 RD 116/1992.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 121.

El art. 32.1 RD 116/1992 dispone: "Para el adecuado control del sistema, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores llevará un fichero de las referencias de registro que amparen los saldos que mantengan las Entidades adheridas por cada valor. Cada una de éstas llevará también un fichero de las que correspondan a los valores inscritos en sus registros contables." Añade el párrafo tercero de este art. 32 RD 116/1992 que la composición y las reglas aplicables para la expedición de las referencias de

Dispone el art. 37.2, *in fine*, RD 116/1992, que las Entidades adheridas procederán del mismo modo, a requerimiento del SCLV, cuando deba realizarse un préstamo de valores conforme a lo previsto en el art. 57 RD 116/1992 ¹⁰⁴¹.

La LMV y su normativa de desarrollo permiten distinguir varios tipos de operaciones bursátiles, todas ellas dentro de la categoría genérica de la compraventa de valores ¹⁰⁴².

El art. 36 LMV, en función de cuál sea la forma de la participación del miembro o los miembros de la Bolsa -que necesariamente han de intervenir para que la operación no sea nula-, establece los siguientes tipos:

registro -que, como hemos dicho, permitirán la identificación de cada transacción- se fijarán por el SCLV.

¹⁰⁴¹ El préstamo de valores, regulado con cierto detalle en el art. 57 RD 116/1992, es un expediente previsto para asegurar la entrega de los valores a la Entidad adherida acreedora, cuando la Entidad deudora no cumpla en plazo su obligación. Corresponde al SCLV la gestión de este procedimiento.

¹⁰⁴² Si bien, comenta SÁNCHEZ CALERO (cfr. *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 250), calificar todos los contratos bursátiles como compraventa de valores "puede resultar en algunos casos discutible (en especial, en algunos tipos de contratos a plazo y de doble)".

Vid. SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Contrato bursátil", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, cit., págs. 1561 y ss..

1º) Transmisión realizada entre dos miembros de la Bolsa, sean Sociedades o Agencias de Valores y Bolsa, que, en función de los casos y de sus facultades, podrán actuar por cuenta propia o ajena -vid. arts. 36.a) LMV, 1 y 4 RD 1416/1991-1043.

2º) Transmisión entre una Sociedad de Valores y Bolsa, actuando por cuenta propia, y personas físicas o jurídicas no miembros de las Bolsas -vid. arts. 36.b) y 40 LMV y 3 RD 1416/1991- 1044.

3º) Transmisión entre quienes no tengan la condición de miembro de la Bolsa, con la mediación, actuando por cuenta ajena, de una Sociedad o Agencia de Valores y Bolsa -vid. arts. 36.c) LMV y 2 RD 1416/1991- 1045.

¹⁰⁴³ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 250; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 121.

¹⁰⁴⁴ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., págs. 250-251; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 121.

¹⁰⁴⁵ Están incluidas dentro de esta categoría las llamadas *aplicaciones*. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 251; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 121.

Entre cada Sociedad o Agencia de Valores y Bolsa y su cliente existirá un contrato de comisión bursátil (cfr. SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Comisión bursátil", en VV. AA.,

4º) Transmisión entre quienes no tengan la condición de miembro de la Bolsa y hayan convenido entre sí los términos de la operación, con toma de razón por parte de un miembro de la Bolsa, sea Sociedad o Agencia de Valores -vid. arts. 36.d) LMV, 5 RD 1416/1991 y arts. 2.4 y 8 OM de 5 de diciembre de 1991, que desarrollan en este punto el RD 1416/1991- ¹⁰⁴⁶.

Las transmisiones que deriven de operaciones liquidadas directamente por las partes -no teniendo éstas la condición de miembro de la Bolsa-, llamadas *operaciones con "toma de razón"*, ¹⁰⁴⁷ y las *transmisiones extrabursátiles de valores cotizados*, realizadas por título oneroso distinto de compraventa y por título lucrativo, ¹⁰⁴⁸ se inscribirán directamente en los registros de la Entidad adherida conforme a lo previsto en el art. 50 RD 116/1992 ¹⁰⁴⁹ -vid. art. 38 RD 116/1992-. Las

Enciclopedia Jurídica Básica, Vol. I, Madrid, 1995, pág. 1123).

¹⁰⁴⁶ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 251; RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 399; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 121-122.

¹⁰⁴⁷ Arts. 36.d) LMV y 5 RD 1416/1991.

¹⁰⁴⁸ Arts. 37 LMV y 8 a 12 RD 1416/1991.

¹⁰⁴⁹ Es decir se inscribirán conforme a los cauces previstos para las transmisiones de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

transmisiones de valores contempladas en el art. 37 LMV deben ser comunicadas a la Sociedad Rectora de la Bolsa en que se encuentren admitidos o a la Sociedad de Bolsas, si se trata de valores incluidos en el Sistema de Interconexión Bursátil¹⁰⁵⁰; mientras no tengan lugar dichas comunicaciones, las Entidades adheridas no podrán dar curso a nuevas transmisiones o gravámenes ni practicar ulteriores inscripciones respecto de los

Vid. también RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad...", cit., pág. 399; BONET (en "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", cit., pág. 5) hace referencia a estos tipos de transmisiones y destaca cuál será la actuación del fedatario público, en los casos en que intervenga en las transmisiones extrabursátiles -arts. 10.1 y 11 RD 1416/1991-.

¹⁰⁵⁰ Vid. también art. 43.2 LMV.

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, Tomo II, 17ª ed., cit., pág. 249; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", cit., pág. 2669.

Vid. ARRANZ PUMAR, G., *Comunicación sobre transmisiones de valores*, cit., págs. 58 y ss.; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Comunicación de las transmisiones...*, cit., págs. 190-191.

Estas notificaciones van dirigidas a asegurar la transparencia propia de los mercados secundarios. No se trata en este caso de una información que sirva a los intereses recaudatorios de la Administración, pues ese fin ya se encuentra cubierto con la exigencia del art. 109 LMV en el que se dispone que "las entidades emisoras de valores, las Sociedades y Agencias de Valores y los demás intermediarios financieros quedan obligados a comunicar a la Administración Tributaria cualquier operación de emisión, suscripción y transmisión de valores en la que hubieran intervenido".

valores afectados por las referidas transmisiones¹⁰⁵¹.

4.2.2. TRANSMISIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ANOTADA EN CUENTA. NEGOCIACIÓN DE ESTOS VALORES EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES Y EN LAS BOLSAS DE VALORES.

La norma fundamental en el régimen de la Deuda Pública anotada sigue siendo, incluso después de la promulgación de la LMV de 1988, el RD 505/1987, de 3 de abril. La LMV se ocupa de este mercado especialmente en sus arts. 55 a 58, pero en ellos tan sólo se presta atención a algunos

¹⁰⁵¹ Vid. arts. 37 LMV y 38.2, proposición primera, RD 116/1992.

Añade el art. 38.2 RD 116/1992: "Cuando se solicite por los interesados, la Entidad adherida realizará la citada comunicación, comprendiendo los datos mencionados en el artículo 8.2, del Real Decreto 1416/1992, de 27 de septiembre, sobre Operaciones Bursátiles Especiales y sobre Transmisión Extrabursátil de Valores Cotizados y Cambios Medios Ponderados, dentro del plazo de los siete días hábiles siguientes a la solicitud."

La comunicación deberá contener -observa MEJÍAS GÓMEZ, en "Las acciones representadas...", cit., pág. 123- "la identificación de los valores transmitidos, las características de la transmisión si fuere compleja, así como la identidad del transmitente y del adquirente, el título o causa de la transmisión, la fecha de ésta y, en su caso, la contraprestación recibida". Añade este Autor, refiriéndose al régimen de las acciones anotadas, que, en su opinión, "la falta de notificación determinaría, no la nulidad de la operación, sino la imposibilidad entre tanto de negociar las acciones ni ejercitar los derechos que comprenden. Todo ello sin perjuicio de las sanciones aplicables en su caso." (cfr. op. cit. pág. 124).

aspectos del Mercado de Deuda Pública: básicamente a los relacionados con los sujetos intervinientes en el Mercado -la Central de Anotaciones, los titulares de cuentas a nombre propio, las Entidades Gestoras, la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones ¹⁰⁵²-. Por su parte, el RD 116/1992, en su art. 43, simplemente se reconoce de carácter supletorio en esta materia ¹⁰⁵³. Consiguientemente, hay que seguir acudiendo al RD 505/1987 para conocer el régimen específico Deuda Pública Anotada -también, por lo tanto, para conocer los aspectos relativos a la negociación de esos valores, que es lo que ahora nos ocupa-. También siguen siendo aplicables normas de desarrollo del RD 505/1987, como es el caso de la OM de 19 de mayo de 1987.

El RD 1009/1991, de 21 de junio, ha sometido a modificación el RD 505/1987 para

¹⁰⁵² Vid., acerca de la Comisión Asesora, RD 139/1990, de 2 de febrero, sobre composición y funcionamiento de la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

¹⁰⁵³ Dice el art. 43 RD 116/1992: "Lo previsto en este Real Decreto en materia de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será aplicable con carácter supletorio a la Deuda Pública y demás valores que se negocien en el mercado a que se refiere el Capítulo III del Título IV de la Ley del Mercado de Valores, que se regirán por su normativa específica."

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, págs. 13-14.

adaptarlo a las reformas que la LMV ha introducido en los mercados de valores ¹⁰⁵⁴.

A su vez, la OM de 19 de mayo de 1987 ha sido modificada por la OM de 31 de octubre de 1991 para "acomodarla en los aspectos señalados en la normativa legal y reglamentaria vigente" ¹⁰⁵⁵.

A la vista de la situación que presenta la regulación de la Deuda Pública anotada ¹⁰⁵⁶, la OM

¹⁰⁵⁴ Las modificaciones que el RD 1009/1991 introduce en el RD 505/1987 afectan a diversas materias. Así, por poner algún ejemplo, han sido objeto de nueva regulación el art. 4 -en el que se trata de las Entidades que pueden ser titulares de Deuda Pública anotada-; el art. 6 -dedicado a las Entidades Gestoras-; el art. 7 -en el que se hace referencia a la negociación, compensación y liquidación de operaciones en Bolsa sobre anotaciones en cuenta de Deuda Pública-; etc..

¹⁰⁵⁵ Cfr. Preámbulo de la OM de 31 de octubre de 1991.

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 13.

¹⁰⁵⁶ Citamos, por orden cronológico, algunas de las normas que han ido dictándose sobre esta materia: OM 19 de mayo de 1987; Circular del Banco de España 16/1987, de 19 de mayo, a Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado -modificada por las Circulares del Banco de España 5/1989 y 3/1990-; Circular del Banco de España 20/1987, de 9 de junio, sobre Deuda del Estado. Entidades Gestoras de anotaciones en cuenta; OM de 11 de junio de 1987 por la que se dispone la emisión de Deuda del Tesoro, formalizada en Letras del Tesoro, durante 1987 y se modifican parcialmente las Órdenes de este Ministerio de 8 y 22 de enero y 19 de mayo de 1987; Circular del Banco de España 21/1987, de 16 de junio, a Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Deuda del Tesoro; Resolución, de 24 de junio de 1987, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, mediante la que se da cumplimiento a lo dispuesto en los artículos 8º y 15 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987 sobre aplicación del sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado; Resolución, de 9 de julio de 1987, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se completa la de 24 de junio de 1987 de la misma Dirección General; OM 31 de julio de 1987 -modifica parcialmente la OM 19 de mayo de 1987-; OM 29

de 31 de octubre de 1991 ya ha anunciado la refundición de la normativa vigente en una norma única ¹⁰⁵⁷.

Podrán ser *objeto de transmisión*, dentro del ámbito que ahora analizamos, no sólo los valores que se incluyen dentro de la categoría de Deuda del Estado, sino también los valores emitidos por las Comunidades Autónomas, otras Entidades y sociedades públicas y los Organismos internacionales de los que España sea miembro ¹⁰⁵⁸.

diciembre de 1987; OM 7 de enero de 1988; RD 54/1988, de 29 de enero; OM 7 julio de 1989; OM 11 diciembre de 1989; OM 22 de enero de 1990; Resolución, de 8 de marzo de 1990, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera; Circular del Banco de España 3/1990, de 28 de marzo; Circular del Banco España 4/1990, de 28 de marzo; OM 3 de julio de 1990; RD 1009/1991, de 21 de junio; OM 24 julio de 1991; OM 27 de julio de 1991; OM 31 de octubre de 1991; Circular del Banco de España 6/1991, de 13 de noviembre -modificada por las Circulares del Banco de España 6/1993, de 26 de marzo, y 7/1994, de 26 de septiembre-; Circular del Banco de España 8/1991, de 26 de noviembre, a Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Operaciones a plazo con terceros -modificada por la Circular del Banco de España 6/1993, de 26 de marzo-; Resolución, de 22 de marzo de 1994, de la Dirección General del Tesoro y de Política Financiera, por la que se modifican algunos aspectos de la Resolución de 24 de junio de 1987, mediante la que se da cumplimiento a lo dispuesto en los artículos 8 y 15 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987, sobre aplicación del sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.

¹⁰⁵⁷ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 13.

¹⁰⁵⁸ Esta ampliación del ámbito objetivo de aplicación del RD 505/1987 es debida a la Disposición Final 1ª, RD 1009/1991, que establece: "Las referencias contenidas en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y disposiciones complementarias a los valores de Deuda del Estado, representados por medio de anotaciones en cuenta, se entenderán hechas también a los valores que, bajo esa forma

La negociación de la Deuda Pública anotada puede tener lugar en el *Mercado de Deuda Pública en Anotaciones* -que es su "marco natural propio para la negociación"¹⁰⁵⁹- y también en las *Bolsas de Valores*¹⁰⁶⁰.

de representación, emitan las Comunidades Autónomas, otras Entidades y sociedades públicas o los Organismos internacionales de los que España sea miembro, y cuya negociación en el Mercado de Deuda Pública en anotaciones haya sido autorizada por el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta del emisor." (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 15).

Por lo que se refiere a la Deuda del Estado, hoy día ya no subsiste la distinción entre Deuda del Estado y Deuda del Tesoro, existente cuando se promulgó el RD 505/1987 -la DA del RD 505/1987 y el art. 1.4 de la OM de 19 de mayo de 1987, se tomaban la molestia de distinguir entre los dos tipos de Deuda para declarar de modo explícito que ambas se incluían dentro de su ámbito de aplicación (en opinión de MARTÍNEZ GIMÉNEZ [en *La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta*, cit., pág. 228, nota 33], la DA RD 505/1987 y el art. 1.4 de la OM de 19 de mayo de 1987 deben considerarse derogadas por el RD 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la LGP)-.

El recurso a la Deuda del Tesoro con finalidades distintas de aquella para la cual estaba prevista, comenzó a borrar la línea divisoria existente entre este instrumento y la Deuda del Estado (vid. LASARTE ÁLVAREZ, J., "Los Pagares del Tesoro. La Deuda Pública en el periodo 1979-1984", cit., págs. 409 y ss.; DE LA PEÑA VELASCO, G., "Deuda Pública y Ley de Presupuestos", cit., pág. 1925). Es generalizada entre la doctrina la opinión de que la distinción entre Deuda del Estado y Deuda del Tesoro ya ha decaído (vid. *supra*, en nota al Epígrafe II.2.2.4.1., la referencia a los Autores que mantienen esta opinión).

¹⁰⁵⁹ Así se expresa SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", cit., pág. 18).

Cfr. también SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Mercado de Deuda Pública en Anotaciones", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, cit., págs. 4277-4279, donde se comentan algunos aspectos relativos a la operativa sobre los valores.

¹⁰⁶⁰ SANTOS MARTÍNEZ entiende que la apertura organizada de las Bolsas a la negociación de la Deuda Pública anotada es

En cuanto a la *negociación de estos valores en Bolsa*, el art. 46 LMV contempla la posibilidad de negociar en las Bolsas de Valores aquellos que estén admitidos a negociación en otro mercado secundario oficial. El art. 7 RD 505/1987 ¹⁰⁶¹ establece que las Bolsas de Valores gestionarán un régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda Pública ¹⁰⁶²; pero este art. 7 RD 505/1987 traslada al Ministerio de Economía y Hacienda la facultad de autorizar dicho régimen

un hecho de interés evidente. "No simplemente como favorecedora de la circulación de estos" -afirma-, "sino también por lo que pueda significar respecto a la configuración y funcionalidad de los mercados españoles de valores. En definitiva, tal vez quepa advertir, por este lado, un posible paso adelante en orden a aquella «integración de todos los segmentos de los mercados de valores», que contempla la exposición de motivos de la LMV (apartado 5)." (cfr. "Valores informatizados", cit., pág. 18).

Vid. también GUITARD MARÍN, J., "Resolución de la DGTPF, de 23 de marzo de 1993 y Circular 6/1993, de 26 de marzo, del Banco de España, a entidades gestoras del MDPA, sobre modificaciones de las Circulares 6/1991 y 8/1991", en *DN*, 1993, n° 32, pág. 56; SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Mercado de Deuda Pública en Anotaciones", cit., pág. 4280.

¹⁰⁶¹ Que ha sido modificado por el art. 3 RD 1009/1991, pero que desde su anterior redacción ya contemplaba la posibilidad de que la Deuda Pública anotada en cuenta sea negociada en Bolsa.

¹⁰⁶² Vid. también arts. 12 y 13 OM 19 de mayo de 1987 y norma 8ª de la Circular 6/1991, de 13 de noviembre, a Entidades gestoras del Mercado de deuda Pública en Anotaciones, que, bajo la rúbrica "Mercado bursátil de deuda pública anotada", se ocupa de este particular.

1063. Tal autorización es llevada a término por la OM de 16 de enero de 1992 ¹⁰⁶⁴.

Serán miembros del sistema bursátil de Deuda Pública las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa que tengan la condición de Entidad Gestora, así como los titulares de cuentas a nombre propio ¹⁰⁶⁵. Podrán ser *Entidades adheridas* a este régimen específico las Entidades Gestoras en cualquiera de sus modalidades -es decir, Entidades Gestoras con capacidad plena y Entidades Gestoras con capacidad restringida ¹⁰⁶⁶- y los titulares de cuentas que cumplan las exigencias materiales y

¹⁰⁶³ Vid. también art. 12.8 RD 505/1987.

¹⁰⁶⁴ En el número 2º de esta Orden se dispone que el funcionamiento de este régimen se ajustará a lo previsto en la LMV, en el RD 505/1987, en la OM de 19 de mayo de 1987 y en las normas específicas de este régimen -presentadas ante el Ministerio de Economía y Hacienda como documentación complementaria a la solicitud de autorización-.

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 18; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 285 y, haciendo referencia a aspectos más específicos, GUITARD MARÍN, J., "Circular 3/1993, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, sobre Normas de Contratación de Valores de Renta Fija y Régimen Específico Bursátil de la Deuda Pública Anotada", en DN, 1993, nº 32, págs. 57-58.

¹⁰⁶⁵ Cfr. SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "Mercado de Deuda Pública en Anotaciones", cit., pág. 4277.

¹⁰⁶⁶ Vid. arts. 6.1 y 8.3 RD 505/1987 y art. 5 OM 19 de mayo de 1987.

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 16.

formales que comporta la adhesión a este régimen ¹⁰⁶⁷.

Los *saldos de valores* incluidos en este régimen específico se mantendrán desglosados en las cuentas de los miembros de tal régimen en la Central de Anotaciones ¹⁰⁶⁸.

Las Entidades y titulares adheridos participarán en los procesos de *compensación y liquidación*, pero serán sólo los miembros del sistema bursátil los que puedan llevar a término la *negociación* de los valores ¹⁰⁶⁹. En íntima relación con el art. 9 LMV, en el que se hace referencia al concepto de transferencia contable de valores, el art. 13.4 OM de 19 de mayo de 1987 dispone que la negociación bursátil de la Deuda Pública dará lugar a los procesos de altas y bajas en los saldos del sistema ¹⁰⁷⁰.

¹⁰⁶⁷ Arts. 7.2 RD 505/1987 y 12.3 OM de 19 de mayo de 1987.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 285.

¹⁰⁶⁸ Art. 7.1 RD 505/1987.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 285.

¹⁰⁶⁹ Art. 13.4 OM de 19 de mayo de 1987.

¹⁰⁷⁰ Añade el referido artículo que dicha negociación igualmente dará lugar a los *traspasos* correspondientes de o hacia el sistema bursátil de negociación de Deuda Pública,

La transmisión de los valores de Deuda Pública anotada -ya sea negociada en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, ya sea en las Bolsas de Valores- tendrá lugar por medio de *transferencia contable* ¹⁰⁷¹.

La transmisión se tendrá por realizada en el momento en que se efectúe la *inscripción en los registros llevados por la Central de Anotaciones o, en su caso, por las Entidades Gestoras* ¹⁰⁷².

• Las transmisiones realizadas entre los miembros del mercado -titulares directos de cuentas en la Central y Entidades Gestoras ¹⁰⁷³- se inscribirán en los registros llevados por

"en función de que la Entidad en cuya cuenta de terceros vayan a permanecer los mencionados saldos sea o no miembro del citado sistema".

¹⁰⁷¹ Como dispone el art. 9 LMV.

Vid. MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 18; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 285.

¹⁰⁷² Art. 8.1 RD 505/1987.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 16.

¹⁰⁷³ Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 15.

la Central -arts. 5.3 RD 505/1987 ¹⁰⁷⁴ y 4.3 OM de 19 de mayo de 1987- ¹⁰⁷⁵.

• Las transmisiones realizadas entre quienes no tengan la condición de miembro del mercado deberán inscribirse en los registros de las Entidades Gestoras que hayan intervenido en la operación como comisionistas de esas personas ¹⁰⁷⁶; las anotaciones

¹⁰⁷⁴ El enunciado del art. 5.3 RD 505/1987, que a continuación recogemos, es muy esclarecedor: "La Central de anotaciones organizará un mercado secundario entre los titulares directos de cuentas en la propia Central y con este fin establecerá los procedimientos de cotización y negociación, así como los de compensación y liquidación derivados de éstos, velando en todo momento por la transparencia de los mismos y su correcta aplicación. *La liquidación de operaciones se efectuará mediante el asiento simultáneo de las transferencias de valores en las cuentas de la Central y de las contrapartidas correspondientes en las cuentas de efectivo en el Banco de España.*" -el subrayado es nuestro-.

¹⁰⁷⁵ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 285-286.

¹⁰⁷⁶ El servicio que prestarán las Entidades Gestoras a sus comitentes no se reduce a la negociación, compensación y liquidación de las operaciones sobre valores en el mercado secundario, sino que se extiende al mantenimiento de la Deuda Pública anotada "haciendo seguir a los titulares las liquidaciones de intereses y amortizaciones que les correspondan" -art. 6.3 RD 505/1987- (cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 16).

Vid., acerca de cuál tiene que ser el registro en el que se efectúe la inscripción para que la transmisión se entienda ya realizada, MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta...", cit., pág. 18.

Respecto a la necesidad de acudir a un miembro del mercado -ya sea éste el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, ya sean las Bolsas de Valores-, comenta GUITARD MARÍN (en "Resolución...", cit., págs. 56-57) que podrán intervenir en el procedimiento de *negociación*, compensación y liquidación de Deuda Pública anotada "tanto los miembros de dichos mercados bursátiles que tengan, además, la condición

realizadas por las Entidades Gestoras en relación con los saldos de valores de sus comitentes -comunicados a la Central de Anotaciones y asentados por ésta- tendrán los mismos efectos que si hubiesen sido producidas por la Central ¹⁰⁷⁷ -¹⁰⁷⁸.

Esta inscripción produce la transmisión de la propiedad del valor, pues, como ya hemos dicho,

de entidades gestoras, que negociarán los saldos anotados a su favor; como las entidades gestoras o titulares de cuenta del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones que no sean miembros del mercado bursátil, debiendo estos últimos actuar a través de aquellos”.

¹⁰⁷⁷ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., “Valores informatizados”, cit., pág. 16.

¹⁰⁷⁸ Vid. arts. 8.1 y 6.4 RD 505/1987 y 10.10 OM de 19 de mayo de 1987.

Observa MARTÍNEZ MUÑOZ que, antes de que el RD 1009/1991 introdujera los distintos tipos de Entidad Gestora hoy existentes, todas estas Entidades poseían cuenta propia en la Central y que la práctica comercial había llevado a que las Entidades Gestoras siempre utilizaran “la cuenta propia de la que eran titulares en todas las operaciones que realizaban, como consecuencia de que recompraban al cliente los valores, o se los vendían de su propia cartera”. Con la modificación efectuada por el RD 1009/1991, en las compraventas con valores de Deuda Pública admitidos a negociación en Bolsa, las Entidades adheridas no miembros de una Bolsa “no pueden utilizar su cuenta propia como «cuenta puente» a la hora de efectuar traspasos fruto de las transacciones realizadas por petición de uno de sus clientes al resto de las Entidades adheridas”, pues, a tenor del art. 9 LMV, esa transferencia contable implicaría la transmisión de esos valores y, al no haber intervenido ningún miembro de la Bolsa, la operación sería nula -art. 36 LMV-, si bien cabría salvar esta situación acudiendo a las formas de la compraventa con toma de razón; pero, llegados a este punto, parece lógico concluir que, como modo de proceder más rápido y directo, las Entidades no miembros acudan a la intermediación de las Entidades miembros para la transmisión de los valores admitidos a negociación en Bolsa (cfr. “Los valores representados en anotaciones en cuenta...”, cit., pág. 18).

equivale a la tradición, es el modo transmisorio
1079.

*

*

*

Las Entidades Gestoras podrán realizar o
gestionar con sus comitentes distintos tipos de
operaciones de compraventa en el mercado secundario
1080:

- Operaciones de compraventa simple al
contado ¹⁰⁸¹.

- Operaciones de compraventa simple a
plazo ¹⁰⁸².

- Operaciones de compraventa con pacto
de recompra en fecha fija ¹⁰⁸³.

¹⁰⁷⁹ A este respecto, comenta ANGULO RODRÍGUEZ -aportando una visión distinta de la estructura interna del acto transmisivo de los valores anotados- que la inscripción registral puede calificarse como un "mecanismo propio que, con el acuse de recibo del deudor respecto de la notificación de la cesión del crédito, constituye al acreedor en una posición especialmente protegida" (cfr. "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 286).

¹⁰⁸⁰ Arts. 8.2 RD 505/1987 y 10 OM de 19 de mayo de 1987.

Vid. ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Presentación", *cit.*, pág. 11, donde se comenta cada uno de estos tipos de operaciones; MENDOZA, M., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...*, *cit.* pág. 16.

¹⁰⁸¹ Art. 10.3 OM de 19 de mayo de 1987.

¹⁰⁸² Art. 10.4 OM de 19 de mayo de 1987.

-
- Operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista ¹⁰⁸⁴.

La compraventa con pacto de recompra es el tipo de operación que con más detalle se ha regulado en el RD 505/1987 y la OM de 19 de mayo de 1987 ¹⁰⁸⁵. En estas compraventas el titular de los derechos anotados los vende hasta la fecha de la amortización; pero, simultáneamente, conviene con el comprador -quien efectivamente adquiere la propiedad de los derechos transmitidos- la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal, en una fecha anterior a la de la amortización más próxima. En el momento de concertar la primera compraventa podrá fijarse el precio de ambas ¹⁰⁸⁶. La Central de Anotaciones o

¹⁰⁸³ Art. 10.5 OM de 19 de mayo de 1987.

¹⁰⁸⁴ Art. 10.6 OM de 19 de mayo de 1987.

¹⁰⁸⁵ ORTEGA destaca en este tipo de operación tres peculiaridades: "a) el comprador adquiere la titularidad del valor sobre el que ha versado la operación, y puede, a su vez, efectuar operaciones con pacto de recompra que no excedan la fecha de la operación original (...); b) la Central de Anotaciones abonará los intereses al titular de los saldos de la deuda anotada el día establecido para su pago; c) si en la fecha pactada para efectuar la recompra la Central observa que no existe saldo suficiente en la cuenta de efectivo del comprometido a recomprar, queda anulada la operación, que pasará a considerarse una venta hasta la amortización." (cfr. "Presentación", *cit.*, pág. 11).

Vid. MENDOZA, M., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...*, *cit.* págs. 16-18; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", *cit.*, pág. 286.

las Entidades Gestoras, en su caso, inmovilizarán los saldos representativos de los valores transmitidos ¹⁰⁸⁷.

Al cuestionarse por la naturaleza jurídica de la compraventa con pacto de recompra surge la posibilidad de calificarla como un tipo de préstamo con garantía o de asimilarla con la compraventa con pacto de retro ¹⁰⁸⁸. Pero más bien parece que nos encontramos ante un contrato único en el que se engloban dos compraventas, una al contado y otra a plazo. Las dos compraventas son firmes desde que se

¹⁰⁸⁶ Si bien, el precio de la recompra también puede estipularse refiriéndolo al valor que presente un tipo de interés concreto en la fecha de ejecución de la compraventa inicial.

Vid. ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Presentación", cit., pág. 11.

¹⁰⁸⁷ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 286.

¹⁰⁸⁸ Se puede desechar la consideración de este contrato como un *préstamo con garantía*, entre otros motivos, porque en la compraventa con pacto de recompra el comprador-vendedor adquiere la propiedad de los valores, lo cual es incompatible con el art. 1859 C. ci., en el que se dispone que el acreedor prendario "no puede apropiarse las cosas dadas en prenda o hipoteca, ni disponer de ellas".

En cuanto a la *compraventa con pacto de retro* - regulada en los arts. 1507 y ss. C. ci.-, hay que concluir, también, que se trata de un contrato diferente a la compraventa con pacto de recompra. En aquella el retracto o pacto de retroventa se configura como una *facultad* del vendedor. Por el contrario, en la compraventa con pacto de recompra el vendedor-comprador no es libre de ejercer la recompra, sino que desde que se concertó el contrato es ya comprador de los valores que, en el plazo fijado, le transmitirá la otra parte contratante (vid. MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", cit. pág. 17).

concierta el contrato ¹⁰⁸⁹; la adquisición de la propiedad, sin embargo, ya hemos dicho, tendrá lugar cuando se inscriba la transmisión a favor de cada una de las partes contratantes -al principio del contrato, a favor del comprador-vendedor; al final del contrato, a favor del vendedor que recompra-. La compraventa con pacto de recompra comprende dos compraventas simultáneas, aunque sujetas a plazos distintos; pero no cabe entender ninguna de ellas fuera del contrato único que las ha generado, no puede suceder que una de las ventas integrantes del contrato se lleve a cabo y la otra quede sin ejecutarse ¹⁰⁹⁰.

5. LA EXIGENCIA DE INTERVENCIÓN DE TERCERO EN LA TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

5.1. ANTECEDENTES NORMATIVOS.

La transmisión de valores mobiliarios, hasta 1936, era una operación que se realizaba entre

¹⁰⁸⁹ Pues el art. 1450 C. ci. dice que existe compraventa desde que se ha convenido la cosa objeto del contrato y el precio, aunque ni la una ni el otro se hayan entregado.

Cfr. MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", cit. pág. 17.

¹⁰⁹⁰ Así se manifiesta MENDOZA, quien llama la atención sobre la clara analogía existente entre esta operación y las *dobles bursátiles* (cfr. "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", cit. pág. 17).

adquirente y transmitente sin necesidad de intervención de tercero alguno. En esta fase histórica del régimen de transmisión de los valores mobiliarios, la intervención o no del fedatario público quedaba encomendada a la voluntad de las partes ¹⁰⁹¹.

A este respecto, el Código de comercio establecía un tratamiento diferenciado entre títulos al portador y títulos nominativos. En ambos casos la intervención de fedatario en la transmisión era voluntaria, pero en el caso de los títulos al portador tal intervención se veía incentivada, pues las transmisiones bursátiles de títulos al portador en las que concurría fedatario público llevaban aparejada irreivindicabilidad ¹⁰⁹².

Para poner freno a las expoliaciones de valores mobiliarios que se produjeron tomando ocasión del clima de inseguridad desencadenado por

¹⁰⁹¹ Cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pág. 599.

¹⁰⁹² Arts. 74 y 545.3 antiguos del Código de comercio de 1885.

Cfr. BONET, J. I., "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", cit., pág. 2.

Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., "Acciones nominativas y acciones al portador", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II, Vol. 1, pág. 631.

la conflagración bélica española, el Decreto de 19 de septiembre de 1936 estableció que la transmisión y negociación de valores se realizara necesariamente con la intervención de Agente de Cambio y Bolsa, Corredor de Comercio o Notario ¹⁰⁹³. Posteriormente, el Decreto de 4 de julio de 1938, completó el de 19 de septiembre de 1936 en lo referente a las transmisiones *mortis causa* de valores mobiliarios. Estas disposiciones, que, aparentemente, habían nacido con vocación de transitoriedad -dado su carácter de normas de guerra ¹⁰⁹⁴-, fueron, sin embargo, ratificadas por

¹⁰⁹³ El art. 1 del D 19 de septiembre de 1936 dispone: "Queda prohibida la transmisión y negociación de valores públicos, industriales o mercantiles sin intervención de Agente de Cambio y Bolsa, Corredores de Comercio e intérpretes de buque o Notarios, y serán nulas las realizadas a partir del 19 de julio último sin intervención de dichos fedatarios".

Vid. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pág. 599; OLIVENCIA RUIZ, M., "Ley del Mercado de Valores y Agentes mediadores del Comercio. (Nueva fase en la historia de una profesión)", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, cit., pág. 2003; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., "Acciones nominativas y acciones al portador", cit., pág. 629; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título y como valor mobiliario negociable. La transmisión de acciones", en GARRIDO DE PALMA, V. M./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ ARANGUREN URRIZA, F. J./ MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./ GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital...*, cit., pág. 344; CACHÓN BLANCO, J. E., *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables en Bolsa*, Madrid, 1990, pág. 59; MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", cit., pág. 94; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 28; BONET, J. I., "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", cit., pág. 2.

¹⁰⁹⁴ Vid. el Preámbulo del Decreto de 19 de septiembre de 1936, de cuya lectura se deduce una íntima vinculación a los hechos relacionados con las hostilidades del momento.

la Ley de 23 de febrero de 1940, de reapertura de las Bolsas Oficiales de Comercio. El mantenimiento del régimen establecido en el Decreto de 1936 -que ha perdurado hasta la reforma introducida por la LMV- fue debido a razones de carácter fiscal ¹⁰⁹⁵. Más tarde, la Orden de 19 de febrero de 1941 exigió la intervención de fedatario para todas las suscripciones de valores mobiliarios. Por último, el Decreto de 19 de septiembre de 1936 y la Ley de 23 de febrero de 1940 fueron contemplados por el "Decreto de vigencias" de 14 de diciembre de 1951 como preceptos especiales de Hacienda que se conservaban vigentes ¹⁰⁹⁶.

Así quedó consagrada en nuestro Ordenamiento la intervención obligatoria de fedatario público en la adquisición de valores mobiliarios, una medida que, inicialmente, se había debido a razones de

Así, por ejemplo, se habla de "evitar la circulación de los títulos representativos de valores adquiridos ilegítimamente durante el dominio del Frente Popular en los territorios recuperados y que se vayan recuperando por las fuerzas del Ejército, exigir las responsabilidades que de tales hechos se deriven y facilitar la reivindicación de aquéllos a sus legítimos poseedores".

¹⁰⁹⁵ Que ya habían empezado a apuntar en el Decreto de 4 de julio de 1938.

¹⁰⁹⁶ Cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pág. 599; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", cit., pág. 344; MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", cit., pág. 94; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 28.

seguridad jurídica y que terminó sirviendo como un cauce de información para la consecución de los *finés recaudatorios de la Hacienda*. Desde la óptica del Derecho mercantil, la exigencia de intervención fedataria supuso violentar el régimen de transmisión de los títulos al portador, que, conforme al art. 545.2° C. co. -en su redacción anterior a la introducida por la DA 9ª LMV-, tenía lugar por la "simple tradición del documento" ¹⁰⁹⁷.

Conforme a este estado de cosas, la aparición de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario ¹⁰⁹⁸, supuso una ruptura -aunque aislada y excepcional- con la obligatoria intervención de fedatario público. El art. 22 de esta Ley flexibilizó el régimen de transmisión de los *títulos hipotecarios*, pues declaraba que estos títulos serían transmisibles sin necesidad de intervención de fedatario ni de notificación al deudor.

Igualmente, el art. 16.1.2 de la Ley 44/1981, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado, establecía que los *pagarés*

¹⁰⁹⁷ Cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 94.

¹⁰⁹⁸ *Vid.* también su Reglamento, aprobado por RD de 17 de marzo de 1982.

del Tesoro podían transmitirse sin intervención de fedatario público ¹⁰⁹⁹.

Sin embargo, el paréntesis que se había abierto para los títulos hipotecarios con la Ley 2/1981 fue cerrado con la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de régimen fiscal de determinados activos financieros. Con esta Ley el Estado volvía a traer bajo su supervisión y control la circulación de estos títulos, para que sus titulares no eludieran la labor del fisco. La Ley 14/1985 no deroga el art. 22 de la Ley 2/1981, pero lo deja prácticamente sin contenido, pues la DA 4^a.1 de la Ley de 1985 preceptúa que la transmisión de los títulos hipotecarios se verificará sin intervención de fedatario, "cuando la operación se realice a través de una Entidad financiera de las que pueden participar en el mercado hipotecario o de un fondo de regulación". El resultado final es que siempre intervendrá un tercero en la transmisión de estos títulos, ordinariamente será una entidad operadora o un fondo de regulación del mercado hipotecario y, cuando no intervenga

¹⁰⁹⁹ Vid. CACHÓN BLANCO, J. E., *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables...*, cit., pág. 60.

ninguno de éstos, habrá que acudir a un fedatario público ¹¹⁰⁰.

5.2. RÉGIMEN ESTABLECIDO POR LA LMV (DA 3ª.1 LMV).

La DA 3ª.1 LMV rompe con el régimen establecido hasta el momento para la intervención de tercero en la transmisión de valores mobiliarios ¹¹⁰¹ disponiendo que "la suscripción o transmisión de valores sólo requerirá, para su validez, la intervención de fedatario público cuando éstos 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" ¹¹⁰².

Esta medida de la DA 3ª LMV se sustenta sobre la base de la reforma que la propia Ley ha introducido en los Mercados de Valores, conforme a la cual, siguiendo las tendencias de los mercados

¹¹⁰⁰ Cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, págs. 94-95.

¹¹⁰¹ La Disposición Derogatoria de la LMV deja sin validez la Ley de 23 de febrero de 1940, que ratificaba los Decretos de 19 de septiembre de 1936 y de 4 de julio de 1938 y que, por tanto, han de considerarse también derogados.

¹¹⁰² Cfr. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", *cit.*, pág. 368; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 28; MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 95.

extranjeros, la figura del agente mediador individual -que tenía, además, la calidad de fedatario público ¹¹⁰³- se ha sustituido por entidades financieras especializadas ¹¹⁰⁴.

La DA 3ª LMV establece como norma general la no intervención de fedatario público en la transmisión de valores mobiliarios. Como excepción a esa norma general queda el caso de las adquisiciones de títulos al portador en las que no haya intervenido Sociedad o Agencia de valores; en estos supuestos sí es necesaria la intervención de fedatario público ¹¹⁰⁵. En los demás casos ¹¹⁰⁶ lo habitual será la intervención de una Sociedad o una

¹¹⁰³ Vid. CANO RICO, J. R., *Mediación, Fe Pública Mercantil y Derecho Bursátil*, Madrid, 1982; FORNIÉS BAIGORRI, A., "Concepto General de la Fe Pública Mercantil", I Seminario sobre la Fe Pública Mercantil, Pamplona, 1975.

¹¹⁰⁴ Cfr. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2671.

¹¹⁰⁵ A este respecto, se observa en el número 6 de la Exposición de Motivos de la LMV que "el concepto de fe pública obligatoria de los agentes mediadores desaparece, salvo en ciertos casos marginales, tanto por lo que se refiere a la suscripción como a la negociación de valores".

Vid. FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2672; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., "Acciones nominativas y acciones al portador", *cit.*, págs. 630-631.

¹¹⁰⁶ Vid. *infra* VIII.5.2., donde tratamos con más detalle las distintas formas de intervención de tercero en la adquisición de valores mobiliarios.

Agencia de Valores ¹¹⁰⁷ -también cabría pensar en la intervención de uno de los sujetos o entidades enumerados en el art. 76 LMV, pero esta posibilidad ha de ser desechada, ya que la DA 3^a.1 LMV hace referencia expresa sólomente de las Sociedades y Agencias de Valores ¹¹⁰⁸-. Por tanto, conforme al régimen de la LMV, en toda transmisión o suscripción de valores será necesaria la intervención de un tercero. De este modo se sigue asegurando la información fiscal requerida por la Hacienda. La mayoría de las veces la información será obtenida gracias a la intervención de las Sociedades y Agencias de Valores ¹¹⁰⁹; y para que esa información fiscal no se pierda es por lo que

¹¹⁰⁷ En cierto modo, la lógica seguida es similar a la que se aplicó en el caso de los títulos hipotecarios por la Ley 14/1985, antes comentada.

¹¹⁰⁸ La omisión de estos intermediarios no deja de ser sorprendente, máxime cuando también pesa sobre ellos un deber de información a la Administración Tributaria de las transmisiones en que intervengan -art. 109 LMV-. Vid. una explicación del particular en DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 33.

¹¹⁰⁹ Vid. art. 109 LMV, en el que se prescribe la obligación de estas entidades de comunicar a la Administración Tributaria cualquier adquisición de valores en la que hubiesen intervenido.

El referido art. 109 LMV detalla que "esta comunicación implicará la presentación de relaciones nominales de compradores y vendedores, clase y número de los valores transmitidos, precios de compra o venta, fecha de la transmisión y número de identificación fiscal del adquirente y transmitente" -el subrayado es nuestro-.

Vid. DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 30.

se exige la intervención de fedatario en aquellas transmisiones de títulos al portador en las que no intervenga Sociedad o Agencia de Valores ¹¹¹⁰.

Pero la reforma introducida por la LMV no ha venido a simplificar la cuestión de la intervención de tercero en la transmisión de valores mobiliarios ¹¹¹¹; incluso, son más ahora las variables que han de tomarse en consideración para determinar cómo debe formalizarse la transmisión -¿con o sin intervención de fedatario? y, en el segundo de los casos, ¿a qué entidad se debe acudir?- ¹¹¹².

Lo que ha quedado claro es el supuesto en el que sí será precisa la intervención de fedatario público: las adquisiciones -ya sean suscripciones o sean transmisiones- de títulos al portador en las

¹¹¹⁰ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., "Acciones nominativas y acciones al portador", cit., pág. 631; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 29.

¹¹¹¹ DÍAZ MORENO comenta que es éste "un asunto que ha permanecido siempre bajo el signo de la confusión. Y éste parece ser su destino, porque la Ley del Mercado de Valores (...) no ha logrado despejar completamente la cuestión" (cfr. "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 28).

¹¹¹² Deberá tenerse presente cuál es la forma de representación del valor -valores anotados, títulos al portador, títulos nominativos-; también habrá de considerarse si el valor es negociado o no en un mercado secundario oficial y, en caso afirmativo, en cuál de ellos; será también determinante el título por el que se ha efectuado la transmisión -compraventa, título oneroso distinto de la compraventa, título gratuito-.

que no haya participado o mediado una Sociedad o Agencia de Valores ¹¹¹³.

En los restantes supuestos en que tenga lugar una adquisición de valores no será precisa la intervención de fedatario -si bien será posible acudir a tal intervención de forma voluntaria y la práctica así lo recomienda para aquellas situaciones en las que sea conveniente gozar del amparo de la fe pública ¹¹¹⁴-. Resumidamente, estos supuestos son: las adquisiciones de valores anotados en cuenta, las adquisiciones de títulos nominativos y las de títulos al portador en las que haya intervenido Sociedad o Agencia de Valores.

¹¹¹³ Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", *cit.*, pág. 345; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 28; BONET, J. I., "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", *cit.*, pág. 3; MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 95; FORNIÉS BAIGORRI, A., "La reforma del mercado de valores", *cit.*, pág. 2673.

¹¹¹⁴ BONET llama la atención sobre las diferencias existentes entre la intervención de fedatario -Corredor de Comercio o Notario- y la intervención de Sociedad o Agencia de Valores. En el primer caso la intervención atribuye al documento de transmisión el carácter de *documento público*, da fuerza ejecutiva al negocio jurídico de transmisión, el fedatario asume obligaciones de comprobación de la regularidad de la operación, etc.. En el segundo caso el documento tiene la consideración de documento privado y no quedan especificadas cuáles son las obligaciones que asumen las entidades que intervienen en las transmisiones (cfr. "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", *cit.*, págs. 3-4).

Cfr. también DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 29.

Teniendo presentes estos principios generales, podemos pasar a ver, con más detalle, cómo queda configurado este aspecto de la estructura del acto de adquisición de los valores mobiliarios.

a) En la transmisión de valores anotados en cuenta el tercero interviniente será la *Entidad encargada del registro contable*, pues la mutación de la titularidad real sobre los valores no tendrá lugar hasta que no se verifique la inscripción registral de la transmisión ¹¹¹⁵. Si las partes quieren, podrá intervenir un fedatario público, cuya actuación -aunque no es exigida por la ley- será de gran utilidad, ya que, al formalizar en documento público el negocio de adquisición de los valores, cuando la Entidad encargada haya de proceder a su inscripción no podrá entrar en la calificación de dicha adquisición en los aspectos amparados por la fe pública ¹¹¹⁶.

La determinación de la Entidad que asuma la llevanza del registro y que, por tanto, intervenga

¹¹¹⁵ Arts. 9 y 10 LMV.

Vid. supra VIII.1.2.1..

¹¹¹⁶ *Vid. arts.* 1218 y concordantes C. ci..

Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", *cit.*, pág. 346.

como tercero en la adquisición, dependerá de que los valores se encuentren admitidos a negociación o no en un mercado secundario oficial. Cuando los valores no se encuentren admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, el tercero interviniente, como encargado de la llevanza del registro, será una Sociedad o Agencia de Valores ¹¹¹⁷. Si los valores se encuentran admitidos a cotización en las Bolsas de Valores el registro contable será llevado por el SCLV de modo conjunto con las Entidades adheridas a éste ¹¹¹⁸ -cuando los valores coticen tan sólo en una Bolsa, el registro podrá ser llevado por un servicio constituido al efecto por la Sociedad Rectora de la Bolsa, si la Comunidad Autónoma en que ésta radica tiene competencia en la materia y dispone la creación de tal servicio (arts. 7 y 54 LMV)- ¹¹¹⁹. Si los valores están admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el registro contable se llevará por la Central de Anotaciones -

¹¹¹⁷ Arts. 7.2 LMV y 45 RD 116/1992.

Cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 95; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 29.

¹¹¹⁸ Vid. arts. 76 y 71 LMV.

¹¹¹⁹ Cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 95; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 29.

que se hará cargo del registro central- junto con las Entidades Gestoras ¹¹²⁰.

b) En las adquisiciones -sean originarias o derivativas- de títulos nominativos intervendrá la propia entidad emisora de los títulos, que deberá anotar la adquisición en su libro registro. En estos casos la intervención fedataria es voluntaria, pero de gran utilidad, por la seguridad que proporciona a la entidad emisora de los títulos a la hora de comprobar la regularidad de las transmisiones ¹¹²¹. La Administración Tributaria podrá acudir a esos libros para obtener la información que necesite a efectos fiscales ¹¹²².

Los valores representados por medio de títulos nominativos pueden ser negociados en un mercado secundario oficial, si bien ese mercado sólo puede ser las Bolsas de Valores, pues por

¹¹²⁰ Art. 7.4 LMV.

Cfr. MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 95; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 29.

¹¹²¹ Cfr. BONET, J. I., "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", *cit.*, pág. 3.

¹¹²² Cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pág. 600; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", *cit.*, pág. 30; MADRID PARRA, A., *La circulación de valores al portador...*, *cit.*, pág. 51.

Vid., con relación a las acciones nominativas -no cotizadas en Bolsa-, arts. 55 y 56 LSA.

disposición del art. 46.b) LMV no es posible que los valores representados en forma de *títulos* sean admitidos a negociación en ningún otro mercado secundario oficial distinto de éste ¹¹²³. Cuando los títulos nominativos sean cotizados en Bolsa el Fisco cuenta como cauce de información con las entidades que intervegan en la negociación de los valores.

c) El centro de atención de la cuestión que estamos tratando son los valores representados por medio de *títulos al portador*. En ellos la información fiscal está también asegurada. Cuando son cotizados en Bolsa será la intervención de *Sociedad o Agencia de Valores* la que facilite la información ¹¹²⁴. Y cuando no hayan intervenido estas Entidades será la obligatoria intervención de fedatario público la que asegure el control fiscal ¹¹²⁵.

¹¹²³ A su vez, hemos de tener presente que esos valores no podrán ser ni acciones, ni obligaciones, pues cuando estos valores son negociados en un mercado secundario oficial -que es la Bolsa, según acabamos de señalar-, forzosamente tendrán que representarse por medio de anotaciones en cuenta -DA 1ª.5 LSA-.

¹¹²⁴ Vid. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pág. 600.

¹¹²⁵ Cfr. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pág. 600; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 30; BONET, J. I., "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", cit., pág. 3.

*

*

*

Cuando los valores son negociados en mercados secundarios, el título de la transmisión influye decisivamente en la cuestión que estamos analizando.

Si la transmisión se verifica por título de compraventa tendrá la consideración de operación de mercado secundario y será preceptiva la intervención de, al menos, una entidad que tenga la condición de miembro del mercado, pues en caso contrario la operación sería nula ¹¹²⁶. La intervención de fedatario en estas transmisiones tendrá tan sólo carácter voluntario. Ahora bien, tratándose de operaciones concertadas entre quienes no tengan la condición de miembro del mercado, en las que el miembro interviene tan sólo para la toma de razón de la operación ¹¹²⁷, la intervención de fedatario público -Notario o Corredor de Comercio- será de gran utilidad, por revestir al acto de la transmisión de las garantías de la fe pública ¹¹²⁸.

¹¹²⁶ Art. 36.1 LMV.

¹¹²⁷ Art. 36.d) LMV.

¹¹²⁸ Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", *cit.*, págs. 346-347; MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", *cit.*, pág. 95.

Las transmisiones de valores que se efectúen por título distinto de la compraventa -sea título oneroso o título lucrativo- no tendrán la consideración de operaciones de mercado secundario, por lo que no será exigible la intervención obligatoria de un miembro del mercado, aunque sí que será necesario que se notifique la transmisión a los órganos rectores del mercado en el que se hallen admitidos a negociación los valores ¹¹²⁹. Esta notificación a los órganos rectores del mercado hace innecesaria la intervención de fedatario público, por lo que al aseguramiento de la información fiscal se refiere; pero, por las razones que venimos exponiendo, sigue siendo de gran utilidad el recurso a la intervención de estos sujetos ¹¹³⁰.

¹¹²⁹ Art. 37 LMV, que ha sido desarrollado reglamentariamente por el RD 1416/1991, de 27 de septiembre.

Vid. ARRANZ PUMAR, G., *Comunicación sobre transmisiones de valores*, cit., págs. 58 y ss..

Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", cit., pág. 347; MADRID PARRA, A., "La transmisión de valores", cit., pág. 95.

¹¹³⁰ La posible intervención de fedatario público en este tipo de transmisiones encuentra su reflejo en una de las formas de notificación de la transmisión previstas en la Circular 1/1995, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, -cfr. norma primera, apartado 2, de la referida Circular, en la que se afirma: "Cuando el acto o contrato transmisivo se haya realizado con intervención de fedatario público o con la mediación de Sociedad o Agencia de Valores o de entidad que pertenezca a alguna de las categorías del artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores..."- (vid.

5.3. INOBSERVANCIA DE LA EXIGENCIA DE INTERVENCIÓN DE FEDATARIO PÚBLICO O SOCIEDAD O AGENCIA DE VALORES.

El debate sobre esta cuestión puede identificarse con el que se produjo en torno a la intervención de fedatario exigida por el Decreto de 19 de septiembre de 1936 ¹¹³¹.

Puesto que los términos de la discusión son tan próximos, bien puede entenderse que la solución entonces alcanzada sea también ahora sostenible. En aquella ocasión se concluyó que el fedatario público debía intervenir en el momento de la tradición de los valores. La intervención de fedatario afectaba tan sólo a la eficacia del *negocio de transmisión*, pero no a la validez del *negocio causal u obligacional* -que, si se hubiese

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *Comunicación de las transmisiones...*, cit., pág. 192).

No obstante el carácter potestativo que la ley confiere a la intervención de fedatario, GARCÍA JIMÉNEZ plantea la posibilidad de que esa intervención sea siempre exigible en las transmisiones por título distinto de compraventa (vid. *La transmisión de valores negociables de emisión conjunta*, Boletín del Ilustre Colegio Notarial de Granada, núm. 96, 1988, págs. 2133 y ss., apud SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", cit., pág. 347).

¹¹³¹ Vid. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Efectos de la intervención de los fedatarios públicos sobre el régimen tradicional de la circulación de los títulos al portador", en *II Seminario de Estudios sobre la Fe Pública Mercantil*, Sevilla, 1976, págs. 36 y ss..

concertado sin intervención fedataria, en un momento anterior a la *traditio*, no por ello debiera considerarse inexistente-. Es decir, el negocio causal será válido mientras reúna los requisitos exigidos por el art. 1261 C. ci. ¹¹³². Si no concurre la intervención de fedatario público, esto sólo afectará a la *eficacia* del negocio de transmisión -pero no a la *existencia* o *validez* del negocio obligacional ¹¹³³, ya que tal intervención no tiene el carácter de requisito *ad solemnitatem* ¹¹³⁴.

La intervención fedataria afecta al *modo*, a la *traditio*, pero no al negocio causal. Precisamente, es en virtud de la existencia de ese vínculo obligacional por lo que el adquirente puede

¹¹³² Vid. la opinión de URÍA, en GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J./ URÍA GONZÁLEZ, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3ª ed., Tomo I, Madrid, 1976, pág. 404; BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pág. 599; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", cit., pág. 344-345; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 32; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., "Acciones nominativas y acciones al portador", cit., pág. 630.

¹¹³³ Cfr. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", cit., pág. 345.

¹¹³⁴ Contra GARRIGUES, *Tratado de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 1955, págs. 735-736.

exigir al transmitente que cumpla ante fedatario público aquello a lo que se ha comprometido ¹¹³⁵.

En alguna ocasión, el Tribunal Supremo ha interpretado la exigencia de intervención de fedatario como un requisito esencial para que el negocio causal sea válido ¹¹³⁶. Pero es dominante en la jurisprudencia del alto Tribunal la opinión contraria, distinguiendo dos momentos en la transmisión de los valores mobiliarios: el de la formalización del contrato, para cuya validez no es necesaria la intervención de fedatario; y el de la ejecución de la transmisión, para la cual sí se precisa la intervención fedataria. En favor de esta tesis el Tribunal se ha manifestado reiteradamente ¹¹³⁷.

Bajo el régimen establecido por la DA 3^a.1 LMV no cabe duda que la finalidad de la intervención de fedatario o Sociedad o Agencia de Valores no afecta a la existencia del negocio causal, sino que, por lo que a esta Disposición se

¹¹³⁵ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 32.

¹¹³⁶ Vid. STS de 6 de octubre de 1956.

¹¹³⁷ Vid. SS. TS de 21 de marzo de 1925, 19 de diciembre de 1946, 13 de abril de 1957, 13 de octubre de 1959, 20 de abril de 1969, 4 de febrero de 1971, 21 de febrero de 1986, 8 de febrero de 1988, 30 de enero de 1989.

refiere, tiene como fundamento facilitar al Fisco la información que precisa ¹¹³⁸ y sólo es necesario que concurra en el momento de la tradición de los valores ¹¹³⁹.

6. DOS SUPUESTOS PARTICULARES.

6.1. TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA QUE TENGAN NATURALEZA DE BIENES GANANCIALES.

Los arts. 1375 y 1377 C. ci. se refieren a la necesidad de que los cónyuges actúen conjuntamente cuando procedan a la gestión o disposición de bienes gananciales. Pero, cuando estos bienes sean dinero o títulos-valores, dispone el art. 1384 C. ci. que serán válidos los actos de administración y de disposición realizados por el cónyuge a cuyo nombre figuren o en cuyo poder se encuentren -sin necesidad de consentimiento del otro cónyuge- ¹¹⁴⁰.

¹¹³⁸ Aunque no cabe duda que contribuye a evitar irregularidades en el negocio causal y que, por eso, como ya hemos observado, en la práctica se acude a los servicios de fedatario público incluso en los casos en los que la DA 3^a.1 LMV no lo exige.

¹¹³⁹ Vid. BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., pág. 600; DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público...", cit., pág. 32; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", cit., págs. 347-348.

¹¹⁴⁰ Vid. PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., "Comentario a los artículos 1384 y 1385 del Código civil", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR

El art. 1384 C. ci. sólo hace mención expresa del dinero y de los títulos-valores, pero cabe pensar que también resulte aplicable, de forma analógica, a las transmisiones de valores anotados en cuenta ¹¹⁴¹.

La finalidad del art. 1384 C. ci. es doble. Por un lado busca la *protección de los terceros* que confían en la apariencia creada por el hecho de que unos bienes figuren a nombre del cónyuge que realiza el acto de disposición sobre ellos. Por otro lado, la norma procura *agilizar el tráfico* del dinero y de los títulos-valores, pues el tercero adquirente se ha visto libre de la exigencia de investigar o comprobar la titularidad conforme a la cual se le han transmitido esos bienes.

CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo II, Madrid, 1993, págs. 738 y ss., esp. 740; BLANQUER UBEROS, R., "Reflexiones acerca de la influencia del régimen de gananciales en la capacidad y responsabilidad de cada cónyuge", en *RDN*, 1981, págs. 7 y ss. y "La idea de comunidad en la sociedad de gananciales", en *RDN*, 1982, págs. 7 y ss..

¹¹⁴¹ Como *presupuestos* para que pueda plantearse la aplicación del art. 1384 C. ci. -comentan DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO, en "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 334- deberá suceder -en primer lugar- que los valores anotados "tengan atribuido el carácter de bienes gananciales, sea en aplicación de los artículos 1.347 y siguientes del CC o por virtud de la presunción legal de ganancialidad contenida en el artículo 1.361 CC" y que -en segundo lugar- los valores aparezcan inscritos en el registro contable nombre de uno sólo de los cónyuges. En cambio, si los valores figuran inscritos "en condominio a nombre de ambos esposos (...), la regla de codisposición es de aplicación salvo que exista pacto diferente en las capitulaciones matrimoniales" (*op. cit.* pág. 334).

La aplicación analógica ¹¹⁴² de este precepto a los valores anotados en cuenta no parece violentar en absoluto la lógica de la norma ¹¹⁴³, más bién al contrario, toda vez que las anotaciones en cuenta, en gran medida, se encuentran cubriendo el puesto que antes ocupaban los títulos-valores ¹¹⁴⁴. La interpretación literal de la norma no parece, en este caso, un contraargumento muy sólido, pues, en efecto, el artículo comentado no hace mención de los valores anotados, pero no podía ser de otro

¹¹⁴² Conforme al art. 4.1 C. ci..

¹¹⁴³ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 52; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", cit., pág. 344; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 334-335; PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., *Derecho de familia*, Madrid, 1989, págs. 271-272.

Por el contrario, PARICIO SERRANO entiende que el art. 1384 C. ci. no es susceptible de ser aplicado a los valores anotados en cuenta, si bien considera que el art. 1385.1 C. ci. puede llevar también a admitir la facultad de disposición individual del cónyuge titular, en los términos que aquí comentamos (cfr. *La evolución del título-valor...*, cit., págs. 687-688).

¹¹⁴⁴ En relación con esta cuestión comentan DÍAZ MORENO y PRIÉS PICARDO (en "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 336) cómo "la relevancia y trascendencia de que goza (...) la circulación de valores anotados es igual, si no superior, a la de los títulos-valores. Por consiguiente, las medidas de protección y agilización de su tráfico deben también ser análogas."

Observan también estos Autores que, a pesar de las claras diferencias existentes entre los títulos-valores y las anotaciones en cuenta por lo que al *mecanismo de representación* se refiere, la diferencia no es tanta en cuanto al "*sentido y función últimos de su disciplina*" (op. cit. pág. 337); vid. también, sobre esta cuestión, con más referencias bibliográficas, DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., págs. 376-378.

modo, ya que esta forma de representación de los valores no existía en el momento en que se redactó el art. 1384 C. ci.. Es por eso más acertado admitir la aplicación de este artículo partiendo de una interpretación analógica del precepto ¹¹⁴⁵: interesa facilitar la circulación ágil de los valores anotados, igual que se ha hecho con la circulación del dinero y de los títulos-valores ¹¹⁴⁶.

¹¹⁴⁵ *Contra*, ANGULO RODRÍGUEZ entiende que es demasiado forzada la interpretación que lleva a predicar la aplicación analógica del art. 1384 C. ci. a los valores anotados (vid. "Derechos de crédito representados mediante anotaciones...", cit., pág. 305).

Este Autor incluye los valores anotados dentro de la categoría de los títulos-valores en sentido amplio y, desde esa concepción -que, a nuestro entender, no puede ser compartida-, resuelve el problema de la disposición individual de valores anotados con naturaleza ganancial afirmando la posibilidad de una interpretación literal del art. 1384 C. ci. (vid. op. cit. pág. 305 y pág. 268, donde se hace referencia a las opiniones de los Autores partidarios de una línea evolutiva en la concepción de los valores anotados en cuenta).

¹¹⁴⁶ Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., págs. 334-335. "La interpretación correcta debe partir de la ratio o finalidad de la norma que es, no lo olvidemos, el criterio fundamental de interpretación de acuerdo con el artículo 3.º CC." (cfr. op. cit. pág. 335).

Y, en otro lugar, afirman, refiriéndose al art. 1384 C. ci.: "no se trata de una norma vinculada estrechamente a la forma de representación documental, sino a la función que cumplen los títulos-valores en el tráfico; función que, como hemos tenido ocasión de repetir, es análoga a la de los valores representados en anotaciones en cuenta." (op. cit. pág. 338).

A lo dicho podemos añadir que el art. 1384 C. ci. también debe considerarse aplicable a las situaciones en que se cuestione la validez de la constitución de derechos reales limitados sobre valores gananciales anotados en cuenta ¹¹⁴⁷.

6.2. RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES ANOTADAS EN CUENTA.

Cuando el art. 63 LSA se refiere a las restricciones a la libre transmisibilidad ¹¹⁴⁸,

¹¹⁴⁷ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRÍES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 339.

¹¹⁴⁸ Acerca de las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones, vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 15ª ed., cit., págs. 219-220; BROSETA PONT, M., *Manual...*, cit., págs. 247 y ss. y *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, 2ª ed., Madrid, 1985; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., págs. 225 y ss.; PEDROL RÍUS, A., "Cláusulas estatutarias restrictivas de la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas", en *RDP*, 1949, pág. 717; BALLARÍN MARCIAL, A., "Restricciones estatutarias a la transmisión de acciones. Validez y clases", en GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991, págs. 123 y ss.; LOJENDIO OSBORNE, I., "La acción. Documentación y transmisión", cit., págs. 243 y ss.; ANGULO RODRÍGUEZ, L. DE, "Supresión de cláusulas restrictivas de la circulación de las acciones, mediante modificación estatutaria aprobada por mayoría", en *RCAG*, 1973, n° 95, pág. 605; TARRAGONA COROMINA, M., "Pactos restrictivos a la libre transmisibilidad de acciones", en *AAMN*, XXXI, 1992, págs. 63 y ss.; GARCÍA RUBIO, J. L., "Las cláusulas estatutarias restrictivas en las sucesiones «mortis causa»", en *RDM*, 1950-2, pág. 83; BATISTA MONTERO-RÍOS, J., "Las restricciones a la transmisibilidad «mortis causa» de las acciones mercantiles", en *RDN*, 1959, n° 24, pág. 53; GARCÍA LUENGO, R. B., "Limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La Fundación*), cit., págs. 167 y ss.; PETIT LAVALL, M. V., "Acciones de sociedades anónimas, limitaciones a la libre transmisibilidad de

dispone que sólo serán válidas frente a la sociedad estas restricciones cuando "recaigan sobre acciones nominativas y estén expresamente impuestas por los estatutos" ¹¹⁴⁹. Esta alusión explícita a las acciones nominativas, únicamente, parece excluir no sólo a las acciones representadas por títulos al portador, sino también a las anotadas en cuenta, pues la categoría acciones nominativas está identificada con la representación por medio de títulos-valores ¹¹⁵⁰.

Sin embargo, *la transmisibilidad de las acciones representadas por medio de anotaciones en*

acciones y aumento de capital mixto, con recursos propios y ajenos", en RGD, 1990, n° 559, págs. 3076 y ss..

¹¹⁴⁹ Vid. también art. 123 RRM.

Cfr. LOJENDIO OSBORNE, I., "La acción. Documentación y transmisión", *cit.*, pág. 244 y 245.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ observa que desde el 1 de enero de 1990 -fecha de entrada en vigor de la nueva regulación de sociedades anónimas- han perdido eficacia las restricciones estatutarias que hasta aquel momento se hubiesen establecido en relación con las acciones al portador (cfr. "Los negocios sobre las acciones...", *cit.*, pág. 369).

¹¹⁵⁰ Sobre esta cuestión se pronuncian DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO: "Desde luego, las acciones nominativas son títulos-valores, ya que la LSA se refiere a ellas siempre considerándolas como títulos, lo que nos permite plantear dudas sobre la eficacia frente a la sociedad de limitaciones a la libre transmisibilidad que versen sobre acciones representadas mediante anotaciones en cuenta." -dudas que, como veremos, estos Autores terminan resolviendo en favor de la eficacia de dichas limitaciones- (cfr. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, págs. 339-340).

cuenta puede someterse a restricciones ¹¹⁵¹, pues la aparente exclusividad del art. 63 LSA puede solventarse si se toma en consideración la remisión efectuada por el art. 60.2 LSA al art. 52 LSA.

Veamos. En el artículo 52 LSA se hace mención de los distintos supuestos en los que los títulos de las acciones deberán adoptar obligatoriamente forma nominativa; entre dichos supuestos se encuentra el caso de que la transmisibilidad de los valores "esté sujeta a restricciones". Por su parte, el art. 60 LSA, al ocuparse de la representación de acciones mediante anotaciones en cuenta, observa que esta modalidad de representación "podrá adoptarse en los supuestos de nominatividad obligatoria previstos por el artículo 52" ¹¹⁵². De la lectura conjunta de estos artículos

¹¹⁵¹ En favor de esta postura, vid. VELASCO SAN PEDRO, L. A., "La documentación de la posición de socio", cit., págs. 333-334 y "Restricción a la libre transmisibilidad de acciones", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, cit., pág. 5970; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., págs. 234-235 y 242; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 340; ALONSO ESPINOSA, F. J., "Configuración estatutaria de las acciones...", cit., pág. 5541.

Contra vid. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título...", cit., pág. 423; LANZAS GALVACHE, *Comentarios prácticos a la Ley de Sociedades Anónimas y Reglamento del Registro Mercantil en lo aplicable a dicho tipo societario*, Madrid, 1991, págs. 120-121.

¹¹⁵² Vid. VELASCO SAN PEDRO, L. A., "Restricción a la libre transmisibilidad de acciones", cit., pág. 5970.

puede concluirse que la representación por medio de anotaciones es válida en algunos supuestos en que las acciones se someten a cláusulas restrictivas de su transmisibilidad ¹¹⁵³.

Otro argumento, de bastante contundencia, nos lo ofrece el hecho de que las acciones afectadas por prestaciones accesorias, cuya transmisibilidad, en principio, se encuentra sujeta a restricciones ¹¹⁵⁴, son susceptibles de representación por medio de anotaciones en cuenta ¹¹⁵⁵, lo que nuevamente nos conduce a deducir que no hay incompatibilidad entre las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones y su representación por medio de anotaciones en cuenta ¹¹⁵⁶.

¹¹⁵³ Vid. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, págs. 174-175.

¹¹⁵⁴ Art. 65 LSA.

Hemos de observar que, aunque la norma general del art. 65 LSA es que la transmisión de estas acciones exija autorización de la sociedad, este mismo artículo contempla la posibilidad de que *por disposición de los estatutos* se liberen las acciones con prestaciones accesorias de esta restricción en su transmisibilidad.

¹¹⁵⁵ Art. 60.2 *in fine* LSA.

En el que se dispone que "cuando las acciones no hayan sido enteramente desembolsadas o cuando lleven aparejadas prestaciones accesorias, tales circunstancias deberán consignarse en la anotación en cuenta".

¹¹⁵⁶ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, págs. 340 y 341.

En la anotación contable no se consignará la circunstancia de que la transmisibilidad de la acción se encuentre limitada ¹¹⁵⁷. Para comprender este hecho hay que tener presente que la limitación de la transmisibilidad, cuando concurre, es una cláusula estatutaria que afecta a todas las acciones de una misma clase, no puede ser que la limitación afecte tan sólo a unas acciones y a otras no ¹¹⁵⁸. Por eso no es preciso que la limitación se consigne en la anotación en cuenta, pues ya consta en los estatutos de la sociedad y en

*Vid. también op. cit., págs. 340-341 en letra pequeña, donde estos Autores -aunque finalmente se inclinan por la admisión del sometimiento de las acciones anotadas a restricciones en su transmisibilidad- toman en consideración argumentos contrarios a la tesis por ellos mantenida. Valoran, fundamentalmente, la posibilidad de que las restricciones a la libre transmisibilidad afecten sólo a las prestaciones accesorias, mientras que queda libre la transmisibilidad de las propias acciones anotadas; pero terminan desechando este argumento y remiten en apoyo de su postura a LÓPEZ SÁNCHEZ, M. A., "La configuración estatutaria de las prestaciones accesorias en la sociedad anónima", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (La fundación), cit., pág. 846 y BARBA DE VEGA, J., *Las prestaciones accesorias en las sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid, 1984, págs. 441 y ss..*

¹¹⁵⁷ Vid. art. 60.2 LSA.

DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO llaman la atención sobre el hecho de que en el art. 60.2 LSA "no se mencione, entre las circunstancias que deben consignarse en la anotación en cuenta, que la transmisibilidad de las acciones se encuentre restringida" (cfr. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 343).

¹¹⁵⁸ Art. 49.1 LSA.

la escritura pública depositada en la Entidad encargada del registro ¹¹⁵⁹.

Para valorar la amplitud de los márgenes dentro de los cuales es admisible establecer cláusulas estatutarias limitando la transmisibilidad de las acciones anotadas, hemos de tener presente lo preceptuado por la DA 1^a.4 RD 291/1992, en la que se establece que "los valores que vayan a ser objeto de *admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad*".

Parece razonable que los valores admitidos a negociación en mercados secundarios no puedan verse afectados por cláusulas limitativas de su

¹¹⁵⁹ Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 175.

Por otro lado, DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO intentan explicar la falta de consignación de la restricción de la transmisibilidad en la anotación en cuenta argumentando que "el sistema de anotaciones en cuenta está pensado y diseñado, primordialmente, para aquellos valores que están destinados a ser negociados en mercados secundarios oficiales. Por tanto, al no admitirse la negociación bursátil de las acciones cuya transmisibilidad esté limitada, seguramente no se tuvo presente aquella posibilidad." (cfr. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 343).

Advierte, sin embargo, VELASCO SAN PEDRO (en "Restricción a la libre transmisibilidad de acciones", cit., pág. 5970) que "por analogía con lo que dispone el artículo 60.2 LSA, respecto a los supuestos de acciones no desembolsadas o que lleven aparejadas prestaciones accesorias, deberá dejarse constancia de la restricción en la correspondiente anotación en cuenta".

transmisibilidad, pues, de lo contrario, la dinámica de estos mercados se vería muy entorpecida, especialmente por lo que se refiere a la agilidad en la circulación de los valores.

La admisión a negociación en un mercado secundario, cuando se trata de acciones, no es otra sino la admisión a cotización en Bolsa, pues las acciones -y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción- no pueden ser negociadas en ningún mercado secundario organizado distinto de las Bolsas de Valores ¹¹⁶⁰. Por consiguiente, de la lectura conjunta de estas disposiciones ¹¹⁶¹ se deduce que *cuando las acciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta sólo podrá someterse a restricciones su transmisibilidad si no cotizan en Bolsa* ¹¹⁶².

¹¹⁶⁰ Art. 46.2.a) LMV.

Cfr. también DA 1^a.5 LSA y DA 1^a.4 RD 291/1992.

Vid. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., págs. 234-235, nota 159, 240-241 y 241-242; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 47.

¹¹⁶¹ DA 1^a.4 RD 291/1992, art. 46.2.a) LMV y DA 1^a.5 LSA.

¹¹⁶² Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 47; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., págs. 175 -texto y nota 48-, 234-235 y 240.

Cabe, sin embargo, plantear una cuestión problemática. Si, a pesar de existir una restricción estatutaria, se produjese una transmisión de acciones, si el nuevo titular consiguiese la inscripción registral de la transmisión a su favor, en principio, se encontraría legitimado frente a la sociedad ¹¹⁶³. Para evitar que llegue a producirse esta situación, la Entidad encargada del registro deberá ejercer una función de control de las normas estatutarias sobre la transmisibilidad de las acciones e impedirá la inscripción cuando la transmisión se pretenda efectuar contrariamente a las cláusulas estatutarias restrictivas ¹¹⁶⁴.

Esta función de control es la que ejercen los administradores de la sociedad con relación a

Igualmente, cuando las acciones estén representadas por medio de títulos *nominativos*, sólo podrá limitarse su transmisibilidad cuando no sean cotizadas en Bolsa.

¹¹⁶³ Vid. art. 11 LMV, en el que se contempla el principio de legitimación registral.

¹¹⁶⁴ Vid. DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, págs. 341-343.

Estos Autores llegan a detallar que tipo de acreditación podría solicitar la Entidad encargada del registro y sugieren que "bastaría, seguramente, una comunicación de la sociedad, pero también la demostración por el adquirente de que la transmisión no se halla restringida, que han transcurrido dos meses sin contestación -prueba difícil- en el caso de cláusulas de consentimiento, o que no se ha ejercitado el derecho de adquisición preferente, en su caso" (cfr. *op. cit.*, pág. 342).

las acciones nominativas, autorizando o denegando su transmisión -art. 63.3 LSA- y rechazando la inscripción en el libro registro cuando las acciones se adquieren contraviniendo su ley de circulación ¹¹⁶⁵.

¹¹⁶⁵ Vid. arts. 56.1 *in fine* y 56.2 *in fine* LSA, ambos a *sensu contrario*.

CAPÍTULO IX

CONSTITUCIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVÁMENES SOBRE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

1. Consideraciones generales. 2. Análisis de la prenda de valores anotados en cuenta. 2.1. Naturaleza jurídica de la prenda de valores anotados en cuenta. 2.2. Constitución de la prenda. 2.2.1. *Constitución de la prenda de valores anotados en cuenta por vía de contrato.* 2.2.1.1. *Estructura del acto constitutivo de la prenda de valores anotados en cuenta.* 2.2.1.1.1. *Negocio causal originario de la prenda de valores anotados.* 2.2.1.1.2. *Inscripción registral de la prenda de valores anotados. Carácter constitutivo de la inscripción y su equivalencia con el desplazamiento posesorio del título.* 2.2.1.2. *Requisitos para la constitución de la prenda de valores anotados.* 2.2.2. *Otras formas de constitución del derecho de prenda sobre valores anotados en cuenta.* 2.2.2.1. *Usucapión.* 2.2.2.2. *Negocio jurídico mortis causa.* 2.2.2.3. *Adquisición a non domino.* 2.2.3. *Sobre la posibilidad de constituir prenda de valores anotados en cuenta mediante la entrega del certificado de legitimación.* 2.3. Oponibilidad de la prenda constituida sobre valores anotados en cuenta. 2.4. Ejercicio de los derechos correspondientes a los valores pignoralados. 2.5. Ejecución de la prenda. **3. Transmisión de los derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores anotados en cuenta. 4. Caracteres específicos de los derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores de Deuda Pública anotada.**

CAPÍTULO IX
CONSTITUCIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS
U OTRA CLASE DE GRAVÁMENES SOBRE VALORES
ANOTADOS EN CUENTA.

1. CONSIDERACIONES GENERALES.

El titular de valores anotados puede constituir sobre ellos derechos reales limitados - como el usufructo ¹¹⁶⁶ o la prenda ¹¹⁶⁷- u otra clase de gravámenes -como el embargo ¹¹⁶⁸ o la retención- ¹¹⁶⁹.

¹¹⁶⁶ Vid., con carácter específico, sobre el usufructo de acciones anotadas, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", cit., pág. 372; FERNÁNDEZ RUIZ, J. L., "Copropiedad y usufructo de acciones", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 2, cit., págs. 762 y ss.; ASCARELLI, T., "Diritto di opzione e usufructo di azioni", en *Studi in tema di Società*, Milán, 1952, págs. 257 y ss.; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como objeto de derechos reales y otros gravámenes", en GARRIDO DE PALMA, V. M./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ ARANGUREN URRIZA, F. J./ MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./ GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital...*, cit., págs. 430 y ss..

¹¹⁶⁷ Sobre el régimen de la prenda, vid. infra IX.2..

¹¹⁶⁸ Vid. SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., "Prenda y embargo de acciones", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 2, cit., págs. 826 y ss.; ORTELLS RAMOS, M., *El embargo preventivo*, Barcelona, 1984.

Con relación al régimen de las acciones, SÁNCHEZ GONZÁLEZ (en "La acción como objeto de derechos reales...", cit., pág. 452) hace referencia al principio del art. 73 LSA -conforme al cual serán aplicables al embargo las disposiciones relativas a la prenda de acciones, "siempre que sean compatibles con el régimen específico del embargo"- y recoge

Al contrario de lo que sucede con la constitución y transmisión de los valores anotados -que son actos de naturaleza registral ¹¹⁷⁰⁻, la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores anotados es un acto de *naturaleza extrarregistral*. Los derechos reales limitados y demás gravámenes se constituyen fuera del registro, aunque, una vez constituidos, es obligatoria su inscripción en la cuenta correspondiente del registro contable en el que figuren inscritos los valores ¹¹⁷¹. La inscripción

la opinión de RUBIO, favorable a la aplicación de este principio, y la opuesta de PEDROL.

En el sistema *Monte Titoli*, vid. LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari...*, cit., págs. 184 y ss..

¹¹⁶⁹ Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 62; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", cit., pág. 301; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", cit., pág. 89; LOJENDIO OSBORNE, I., "La acción. Documentación y transmisión", cit., pág. 240.

Vid. PANTALEÓN PRIETO, F., "Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo (arts. 66 a 73 LSA)", en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, Vol. 3º, Madrid, 1992, págs. 160 y ss..

¹¹⁷⁰ Pues, como ya hemos tenido ocasión de comentar, en ellos la anotación contable es constitutiva del acto jurídico en cuestión -arts. 8.1 y 9.1 LMV-.

¹¹⁷¹ Así se expresa el art. 10.1 LMV, en el que se lee: "la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente" -vid. también art. 13.1 RD 116/1992-. Es decir, en el registro se inscribe el derecho ya constituido, se inscribe "la constitución" del derecho.

registral será la que dará lugar a la *oponibilidad erga omnes* del derecho real o gravamen ¹¹⁷².

La constitución de la prenda sobre valores anotados constituye un caso especial, pues su inspiración en el régimen de la prenda posesoria y la equivalencia entre el desplazamiento posesorio del bien pignorado y la inscripción registral ¹¹⁷³

La idea de la constitución extrarregistral de los derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores anotados se ve confirmada a la vista de lo que expresa el art. 39.1 RD 116/1992 con relación a los valores admitidos a negociación en Bolsa: "*La constitución o transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores admitidos a negociación en Bolsa se acreditará ante la Entidad adherida, de acuerdo con las reglas previstas en los artículos 50 y 51 de este Real Decreto. Una vez acreditada, la Entidad adherida practicará la correspondiente inscripción y efectuará los desgloses contemplados en el número 3 del art. 31 del presente Real Decreto*".

Con relación a los derechos reales limitados y demás gravámenes sobre valores anotados no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, el art. 50 RD 116/1992 -al que remite el art. 51 RD 116/1992- nos permite afirmar el mismo principio de constitución extrarregistral.

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", cit., pág. 63.

Contra DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO, en cuya opinión -en los negocios *inter vivos*- no cabe distinguir entre la constitución registral de la prenda y la constitución extrarregistral de los demás derechos reales limitados y gravámenes, por lo que afirman, comentando el art. 10.1 LMV, que "a pesar de su tenor hay que desterrar cualquier lectura del precepto que conduzca a entender constituida la garantía con anterioridad a la inscripción" (cfr. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 345-346).

¹¹⁷² Arts. 10.2 LMV y 13.2 RD 116/1992, en ambos se dispone: "La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción."

¹¹⁷³ Vid. art. 10.1, proposición segunda, LMV.

fuerzan a entender que su constitución sí que es un acto de naturaleza registral ¹¹⁷⁴.

Reviste una cierta complicación el hecho de que la LMV considere los valores anotados como *bienes fungibles* ¹¹⁷⁵; pues, en principio, la inscripción registral no bastaría para identificar cuáles son los valores concretos sobre los que se ha constituido el derecho o establecido el gravamen, ya que -por su fungibilidad- dentro del registro los valores no se distinguen entre sí. La fungibilidad de los valores es útil -necesaria- para que la transmisión de valores pueda desarrollarse de modo ágil y fluido; pero la constitución de los derechos a los que nos estamos refiriendo -especialmente si se trata de derechos de garantía- parece requerir de modo más necesario la identificación e individualización del bien sobre el que se constituye el derecho en cuestión ¹¹⁷⁶. Para evitar la fungibilidad, los valores

¹¹⁷⁴ Vid. *infra* IX.2.2.1.1.2..

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 63.

¹¹⁷⁵ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 301-302.

Vid. arts. 8.3 LMV y 17 RD 116/1992.

¹¹⁷⁶ Si bien es ésta una circunstancia que debe concurrir en todo derecho real; así, CLEMENTE DE DIEGO, F. (en *Curso de Derecho civil español, común y foral*, Tomo III

sometidos a derechos reales limitados y gravámenes son individualizados e identificados mediante su desglose en la cuenta correspondiente ¹¹⁷⁷. Además, dada la vocación circulatoria de los valores anotados, la seguridad del tráfico recomienda que, cuando así sea, se explicita de algún modo el sometimiento de los valores a gravámenes, para evitar la transmisión de aquellos desconociendo el adquirente esta situación.

2. ANÁLISIS DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

2.1. NATURALEZA JURÍDICA DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

El art. 10 LMV hace referencia a la posibilidad de constituir un derecho de prenda sobre valores anotados. No es fácil determinar qué naturaleza jurídica le corresponde al derecho que se constituya siguiendo las previsiones del mencionado artículo. No parece haber dificultad en

(*Derechos reales*), Madrid, 1920, pág. 36) destaca, como uno de los cuatro caracteres esenciales de los derechos reales, que deben tener por objeto una cosa determinada y específica.

¹¹⁷⁷ Art. 17 RD 116/1992 y, con relación a la Deuda Pública anotada, art. 2 RD 505/1987.

Vid. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 287, 288 y 302.

admitir que la prenda de valores anotados es un derecho de naturaleza real ¹¹⁷⁸. Pero, al entrar en un análisis más detallado de la naturaleza de la prenda de valores, surge la duda acerca del tipo específico de prenda ante el que nos podemos encontrar; incluso cabe plantearse también si la llamada prenda de valores anotados -por más que la LMV le haya atribuido ese nombre- tiene realmente naturaleza de prenda o si, por el contrario, nos encontramos ante otra institución jurídica, como es la hipoteca. Lo cierto es que entre los elementos constitutivos de esta institución encontramos tanto rasgos característicos de la prenda, como de la hipoteca mobiliaria.

Toda vez que la regulación dada a la prenda por la LMV es tan sólo indiciaria y, a todas luces, insuficiente ¹¹⁷⁹, el esclarecimiento de la naturaleza que corresponda atribuir a la prenda de valores anotados se presenta como una cuestión de

¹¹⁷⁸ Cuando la prenda tenga origen contractual, estaremos ante un contrato real *quoad constitutionem*, pues ha de interpretarse que la inscripción registral de la prenda, prescrita por el art. 10 LMV, ocupa el lugar de la *datio rei*, que es exigida en los contratos de esta naturaleza (*vid.*, DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 393).

¹¹⁷⁹ "La LMV" -afirma DÍAZ MORENO- "no dicta, ni mucho menos, una regulación completa de la prenda de valores anotados. El artículo 10 LMV apenas ofrece los principios o líneas básicas de la institución" (*cfr.* "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 388).

primera necesidad, de la que dependerá el régimen al que hayamos de acudir para dar solución a los aspectos que la LMV deja sin tratar.

La prenda ordinaria o con desplazamiento posesorio es aquella que exige para su constitución que el bien pignorado salga de la posesión del deudor pignorante ¹¹⁸⁰. En un primer análisis,

¹¹⁸⁰ Art. 1863 C. ci. en el que se lee que es necesario "para constituir el contrato de prenda, que se ponga en posesión de ésta al acreedor, o a un tercero de común acuerdo".

Acerca de la prenda ordinaria Díez-PICAZO y GULLÓN BALLESTEROS afirman que "el desplazamiento posesorio es la médula de la garantía pignoratícia" (cfr. *Sistema de Derecho Civil*, Vol. III, 4ª ed., Madrid, 1989, pág. 477); CASTÁN llama también la atención sobre este hecho y observa, entre otros aspectos, cómo la propia etimología del nombre de la institución -sea la etimología del nombre latino, *pignus* (puño), o la del nombre castellano, *prehendere* (prender, asir, agarrar una cosa)- revelan que dentro de la esencia de esta relación jurídica se encuentra el hecho de que la cosa debe pasar a posesión del acreedor (vid. *Derecho Civil español, común y foral*, Tomo II, Vol. 2, Madrid, 1983, págs. 484 y ss.); vid. también LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, Barcelona, 1980, págs. 149-150; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 3º, 3ª ed., Barcelona, 1983, págs. 21-22; ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, 5ª ed., Barcelona, 1983, pág. 238; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio de Derecho civil*, Tomo III, Madrid, 1985, pág. 281; GUILARTE ZAPATERO, V., "Comentario a los artículos 1857 a 1862 del Código Civil", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo II, cit., págs. 1858 y ss.; SERRANO ALONSO, E., "Comentario a los artículos 1863 a 1873 del Código Civil", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo II, cit., págs. 1874 y ss.; PANTALEÓN PRIETO, F., "Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código civil", cit., págs. 1019 y ss., esp. 1030-1031, donde se analiza la venta o cesión del crédito pignorado; ARIAS RAMOS, J./ ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano*, cit., págs. 327 y ss., donde se hace referencia a elementos que son todavía hoy esenciales en el régimen de esta

cabría decir que la prenda de valores anotados no encaja en el tipo de la prenda ordinaria, pues los valores anotados no son susceptibles de ser poseídos ¹¹⁸¹ y, por tanto, no puede procederse al desplazamiento posesorio que da lugar a la constitución del derecho ¹¹⁸². Pero la propia dogmática de la prenda ordinaria o posesoria salva esta dificultad, concediendo que los derechos que tengan la condición de bienes muebles pueden ser objeto de un derecho de prenda ¹¹⁸³. Esta subespecie

institución, como son la transmisión del *ius possidendi* y la adquisición del *ius distrahendi*.

¹¹⁸¹ "Difícilmente se puede hablar de posesión en el caso de acciones anotadas, cuando ni siquiera existe un papel que incorpore el derecho y que pueda ser objeto de posesión" (cfr. MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 90 y "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 217).

¹¹⁸² Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 388; MINERVINI, G., "Sistema Monte Titoli e pegno...", *cit.*, pág. 145.

Vid, también la hipótesis acerca de una forma de constitución de prenda de valores expuesta por AIROLDI, A., "Pegno di titoli conferiti alla Monte Titoli", *cit.*, pág. 367.

¹¹⁸³ "Generalmente se interpreta que el término «cosas» a que se refiere el artículo 1464 comprende toda clase de bienes y, por tanto, también ciertos derechos, entre ellos los de crédito, lo que permite la conclusión de considerar pignorable estos últimos derechos, conclusión que puede apoyarse, además, en la referencia que el propio Código Civil hace en el último apartado del artículo 1872 a la prenda de valores" (cfr. MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", *cit.* págs. 18-19).

Vid. Díez-Picazo, L./ GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, Volumen III, *cit.*, pág. 482; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pág. 287-288; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 387.

de la prenda ordinaria es la llamada *prenda de derechos* ¹¹⁸⁴.

La prenda de derechos ofrece distintas soluciones que pueden ser válidas para la prenda de valores anotados. Por un lado se presenta la *prenda de créditos*, cuya constitución es admitida por la doctrina a pesar de que los créditos no son bienes poseibles ¹¹⁸⁵, lo que nos da a entender que sería admisible la constitución de la prenda de valores anotados sin necesidad de que tenga lugar el

¹¹⁸⁴ Vid. SÁNCHEZ GUILARTE, J., "Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta", en ALONSO UREBA, A./ BONARDELL LENZANO, R./ GARCÍA VILLAVARDE, R. (coords.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990, pág. 654; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 122; MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 89.

Vid. también CAPÓ BONNAFOUS, E., "Algunas consideraciones sobre la prenda de créditos", en *RCDI*, 1931, n° 76, págs. 282 y ss.; ROSENDE HONRUBIA, M., "La prenda de créditos", en *RCDI*, 1927, n° 32, págs. 561 y ss. y "La prenda de créditos (continuación)", en *RCDI*, 1927, n° 33, págs. 641 y ss.; MARTÍNEZ-PEREDA RODRÍGUEZ, J. M., "La prenda de cosa fructífera y el artículo 1868 del Código Civil", en *RCDI*, 1989, n° 593, págs. 1049 y ss.; DíEZ-PICAZO, L./ GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, Volumen III, *cit.*, pág. 482; LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2°, *cit.*, págs. 155-156; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 3°, *cit.*, pág. 28; ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2°, *cit.*, págs. 253-255; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español...*, Tomo II, *cit.*, págs. 495-499, esp. 497-498.

¹¹⁸⁵ Así observa MINERVINI que "lo spossessamento non è (...) richiesto per la costituzione del *pegno dei crediti*" y, añade, que "neppure è richiesto per il *pegno di diritti diversi dai diritti di credito*" (cfr. "Sistema Monte Titoli e *pegno...*", *cit.*, pág. 145).

desplazamiento posesorio. Sin embargo, no es ésta la forma que corresponde a la prenda de valores anotados, ya la indisponibilidad de los valores pignorados se consigue por medio de la inscripción de la prenda en el registro contable y no con la *notificación a la sociedad emisora*, como se hace en el caso de la prenda de créditos ¹¹⁸⁶.

Debe tenerse presente que la admisión de la prenda de créditos es un postulado tan sólo de nuestra doctrina, ya que la jurisprudencia del Tribunal Supremo contenida en las sentencias de 27 de diciembre de 1985 y de 18 de julio de 1989 parece negar a la prenda de créditos naturaleza de auténtica prenda, pues no le reconoce eficacia frente a terceros ¹¹⁸⁷.

¹¹⁸⁶ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 126.

¹¹⁸⁷ Afirma EIZAGUIRRE que "nuestra prevalente doctrina civil, salvando la diferencia que muestra el Código en esta materia, reconoce validez a la prenda sobre derechos, y, más en concreto, sobre derechos de crédito" (cfr. "Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores [Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985]", en *RDBB*, 1987, n° 25, pág. 201).

Vid. el comentario a la sentencia de 27 de diciembre de 1985 de BARBA DE VEGA, J., en *CCJC*, 1986, n° 10, (268), págs. 3363 y ss.; SÁNCHEZ GUILARTE, J., "Pignoración de saldos de depósitos bancarios...", *cit.*, pág. 664; MANZANARES SECADES, A., "Algunas notas sobre la prenda de dinero a raíz de la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985", en *ADC*, 1986, págs. 1293 y ss..

Ahora bien, el hecho de que la LMV prevea expresamente la posibilidad de que pueda constituirse un derecho de prenda sobre valores anotados ha venido a respaldar la posición mantenida por la doctrina iusprivatista. Por ello puede entenderse que el reconocimiento legal de la prenda de valores en el art. 10.1 LMV zanja la discusión sobre la eficacia y naturaleza de la prenda de créditos, resultando ahora inaplicable la doctrina del TS sobre la prenda de créditos ¹¹⁸⁸.

Pero hay otra forma de prenda de derechos que parece más ajustada al caso de los valores anotados: es la *prenda de valores cotizables* ¹¹⁸⁹. Podemos entender que a ella remite la LMV cuando, en su art. 10.1 *in fine*, establece que "la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título" ¹¹⁹⁰. Es más, si tenemos en

¹¹⁸⁸ Vid. MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 90; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 388.

¹¹⁸⁹ Que aparece mencionada en el art. 1872 C. ci..

A ella hacen referencia DÍEZ-PICAZO y GULLÓN BALLESTEROS, en *Sistema de Derecho Civil*, Volumen III, *cit.*, pág. 482.

¹¹⁹⁰ De esta forma -afirma MADRID PARRA- el art. 10 LMV "soluciona la dificultad que implica la imposibilidad de poseer físicamente un valor anotado (...) aplicando el mismo criterio (sobre la base de la ficción jurídica) que en el caso de la transmisión plena de los valores anotados" (cfr. "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 90 y "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, págs. 217-218).

cuenta que la representación por medio de anotaciones en cuenta es exigida con carácter necesario como requisito para la admisión a cotización oficial de algunos valores ¹¹⁹¹, habremos de concluir que es éste el tipo de prenda en el que pensaba el legislador al regular la de valores anotados. La modificación de los arts. 320 a 324 C. co. -en los que se regula la prenda de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial- efectuada por la DA 4ª LMV parece revelar también la intención del legislador de vincular la

En opinión de DÍAZ MORENO, "la ley quiere indicar con esta fórmula que la inscripción de la prenda cumple con respecto a los valores anotados idéntica función a la que cumple la entrega con relación a la prenda posesoria. En este sentido me parece fuera de duda que buena parte de la disciplina aplicable a la prenda de valores representados en anotaciones se encuentra en las normas del Código Civil." (cfr. "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 389, *vid.* también pág. 388).

Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 18ª ed., Tomo II, *cit.*, págs. 26-27; BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pág. 247; SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., "Prenda y embargo de acciones", *cit.*, págs. 794-795; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 345; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", *cit.*, pág. 372; MINERVINI, G., "Sistema Monte Titoli e pegno...", *cit.*, pág. 149; PARTESOTTI, G., "Profili cartolari del sistema Monte Titoli", *cit.*, págs. 609-611; GERACI, L., "I poteri del creditore sequestrante o pignoranti di azioni", en *BBTC*, 1979, I, pág. 182.

Vid. también la opinión de SANTOS MARTÍNEZ (en "Valores informatizados", *cit.*, pág. 65 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 481), quien ve con bastantes reticencias la identificación de la prenda de valores anotados con la figura de la prenda posesoria.

¹¹⁹¹ *Vid.* DA 1ª.5 LSA, con relación a las acciones y obligaciones.

prenda de valores anotados al régimen de la prenda posesoria ¹¹⁹². Por otro lado, la actual regulación de la prenda de acciones ¹¹⁹³ igualmente parece establecer vínculos entre la antigua prenda de valores y la nueva prenda de valores anotados ¹¹⁹⁴.

Sin embargo, no se puede obviar que hay algunos aspectos de la prenda de valores anotados que son difícilmente armonizables con el régimen de la prenda posesoria. El principal aspecto que hay que tener presente, en este sentido, es que la prenda de valores anotados es una *prenda registral*, cuya constitución y gestión se lleva a cabo sirviéndose de un registro. Por eso, todas las

¹¹⁹² Máxime cuando "la prenda de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial está destinada a ser, en un porcentaje muy elevados de casos, una prenda de anotaciones en cuenta", pues "sólo podrá ser una prenda de títulos-valores cuando no se trate ni de acciones ni de obligaciones ni de Deuda Pública. Y, aún en tal caso, podría recaer sobre anotaciones en cuenta" (cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 391).

Vid. también SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 110; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 302.

¹¹⁹³ Contendida en el art. 72 de la LSA de 1989 y anteriormente contemplada en el art. 42 LSA de 1951.

¹¹⁹⁴ Observa SANTOS MARTÍNEZ que "en el nuevo texto se han suprimido las palabras que en el de 1951 aludían a la obligación del acreedor pignoraticio de presentar las acciones a la sociedad cuando este requisito fuera necesario para el ejercicio de los derechos del accionista. Tal supresión resulta congruente con la hipótesis de las acciones sin título o representadas tan sólo mediante anotaciones contables." (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 65 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 481).

normas de la prenda posesoria que se sustenten en el hecho de que el acreedor es poseedor del bien pignorado no serán de aplicación a la prenda de valores anotados ¹¹⁹⁵. En esta misma línea, parece consecuente entender que el régimen de la prenda de valores anotados, para todos aquellos de naturaleza eminentemente registral, se vea integrado también por normas propias de la *hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de la posesión* - especialmente las relativas a la hipoteca mobiliaria-, reguladas en la Ley de 16 de diciembre de 1954 ¹¹⁹⁶.

¹¹⁹⁵ Es de esta opinión DÍAZ MORENO, quien encuentra en el art. 1867 C. ci. el más claro ejemplo de norma impropia para integrar el régimen de la prenda de valores anotados, pues "impone al acreedor pignoraticio la obligación de *cuidar las cosas con diligencia*" (cfr. "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 389).

¹¹⁹⁶ Así, DÍAZ MORENO, quien entiende que la solución - por lo que se refiere a la determinación de las fuentes del régimen de la prenda de valores anotados- consiste en adoptar "una interpretación capaz de armonizar e integrar" elementos tanto de la prenda posesoria, como de la hipoteca mobiliaria y la prenda sin desplazamiento de la posesión (*vid.* "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 388 y 389-390). En esta misma línea, *vid.* BALLARÍN MARCIAL, A., "Prenda de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada", *cit.*, págs. 299 y ss..

Frente a la solución ecléctica que propone DÍAZ MORENO, SANTOS MARTÍNEZ entiende que "la constitución de este derecho real en un registro regido por principios coincidentes con los del Registro de la Propiedad, conduce a pensar que, en rigor, se asemeja más que a la prenda, a la hipoteca. Más precisamente, a la hipoteca mobiliaria." -el subrayado es nuestro- (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, págs. 65 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, págs. 482); afirma también: "Los valores anotados que hayan sido objeto de la llamada «prenda» -que sustancialmente es una hipoteca, registralmente constituida" -los subrayados son nuestros-

A pesar de la aparente extrañeza que pueda causar enmarcar los valores anotados dentro del ámbito hipotecario, existe ya una prolongada tradición en nuestro Derecho relativa a la constitución de hipoteca sobre bienes de carácter inmaterial ¹¹⁹⁷.

Por tanto, *la prenda de valores se configura como una institución de naturaleza mixta*, reuniendo elementos de la prenda y de la hipoteca mobiliaria. La asociación de la prenda de valores con la hipoteca inmobiliaria, en vez de acudir a la prenda

(cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 67 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 484).

Vid. también VALLET DE GOYTISOLO, J., "Introducción al estudio de la hipoteca mobiliaria y a la prenda sin desplazamiento", en *RDP*, 1953, págs. 493 y ss.; Díez-PICAZO, L./ GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, Volumen III, *cit.*, págs. 530 y ss. y 540 y ss.; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español...*, Tomo II, *cit.*, pág. 511 y ss., esp. 522 y ss.; ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, *cit.*, págs. 317 y ss.; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 3º, *cit.*, págs. 309 y ss.; LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, *cit.*, págs. 217 y ss. y 222 y ss..

¹¹⁹⁷ Vid. arts. 3, 12.5 y 45 y ss. Ley de 16 de diciembre de 1954, de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento; art. 74 Ley de 20 de marzo de 1986, de Patentes; art. 46 Ley de 10 de noviembre de 1988, de Marcas; art. 53.1 Ley de 11 de noviembre de 1987, de Propiedad Intelectual.

Cfr. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 65 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 482; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 302.

sin desplazamiento, encuentra sentido en la mayor semejanza que existe entre el objeto de la prenda de valores y el de aquella. Tanto el objeto de la prenda sin desplazamiento, como el de la hipoteca mobiliaria son bienes muebles, pero en el caso de esta segunda institución deberá tratarse, además, de bienes de *perfecta identificación registral* ¹¹⁹⁸.

Lógicamente, postulamos una aplicación *analógica* de la disciplina propia de la hipoteca mobiliaria, toda vez que el objeto de la hipoteca mobiliaria -al igual que el de la prenda sin desplazamiento- es específico y está integrado sólomente por aquellos bienes que aparecen en la

¹¹⁹⁸ EM Ley de 16 de diciembre de 1954.

Vid. DÍEZ-PICAZO, L./ GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, Volumen III, cit., pág. 540; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, cit., pág. 294.

El criterio al que nos hemos acogido -la perfecta identificación registral- es un elemento caracterizador del objeto de la hipoteca mobiliaria desde el punto de vista *formal*, ya que desde el punto de vista *sustantivo* no podemos establecer analogía alguna entre el objeto de la prenda de valores anotados y el de la prenda sin desplazamiento o la hipoteca mobiliaria -pues los valores anotados en cuenta no encajan en la enumeración *numerus clausus* que formula la LHM con relación al objeto de estas dos figuras (vid. arts. 12, 52, 53 y 54 LHM)-.

Por lo demás, las diferencias entre la hipoteca mobiliaria y la prenda sin desplazamiento son difíciles de determinar (vid. ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, cit., págs. 235-236).

enumeración *numerus clausus* contenida en la Ley de 16 de diciembre de 1954 ¹¹⁹⁹.

Además, la seguridad del tráfico hace aconsejable que la prenda de valores anotados no sea configurada como prenda sin desplazamiento ¹²⁰⁰, pues en la disciplina de esta institución se establece la prohibición de que los bienes pignorados sean enajenados sin el consentimiento del acreedor, lo que, en el caso de los valores anotados supondría un freno inoportuno para su ágil circulación y una fuente de posibles errores materiales.

Otro rasgo común a la prenda de valores y la hipoteca mobiliaria es la exigencia de otorgamiento de escritura pública para la constitución del derecho, que habrá de ser inscrita en el Registro ¹²⁰¹.

¹¹⁹⁹ Art. 12 LHM; *vid.* también arts. 19 a 33; 34 a 37; 38 a 41; 42 a 44 y 45 a 51 LHM, con relación a la hipoteca mobiliaria, y arts. 52, 53 y 54 LHM, para la prenda sin desplazamiento.

¹²⁰⁰ *Vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 109.

¹²⁰¹ Art. 13 LHM.

Cfr. DÍEZ-PICAZO, L./ GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, Volumen III, *cit.*, pág. 540; ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, *cit.*, pág. 320; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 3º, *cit.*, pág. 333; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil*

Un rasgo caracterizador de la prenda de acciones anotadas es que el negocio causal por el que se constituye la prenda tiene lugar fuera de la Bolsa. La razón está en el art. 36 LMV, en el que se prescribe que sólo tienen naturaleza de "operación bursátil" las que se realizan por título de compraventa. Por tanto, la prenda de acciones anotadas, estén o no admitidas a cotización en Bolsa, nunca tendrá la condición de operación bursátil ¹²⁰².

2.2. CONSTITUCIÓN DE LA PRENDA.

Al igual que sucede con la transmisión de la titularidad plena de los valores anotados, el esquema seguido para la constitución de la prenda es el de la teoría del título y el modo del art. 609 C. ci. ¹²⁰³.

español..., Tomo II, cit., pág. 527; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, cit., pág. 297.

¹²⁰² Cuestión distinta es que, para que la prenda "sea oponible a terceros el párrafo 2º del artículo 10 de la LMV exige la inscripción en el registro contable" (cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 218), que se efectuará por los cauces previstos en el art. 50 RD 116/1992 para todas las transmisiones que no se deriven de una operación bursátil -vid. también arts. 37 LMV y 39 y 51 RD 116/1992-.

¹²⁰³ DÍAZ MORENO y PRÍES PICARDO se muestran de esta opinión y comentan que el art. 10 LMV "no es, por lo tanto, más que aplicación del principio enunciado en el artículo 9.1 LMV" (cfr. "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 345) y en otro lugar -también con relación a la constitución de la prenda de valores anotados-

2.2.1. CONSTITUCIÓN DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA POR VÍA DE CONTRATO.

2.2.1.1. Estructura del acto constitutivo de la prenda de valores anotados en cuenta.

2.2.1.1.1. NEGOCIO CAUSAL ORIGINARIO DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS.

Antes de la inscripción es necesario que haya tenido lugar un contrato consensual, en virtud del cual una de la partes quede obligada a inscribir la prenda en el registro, momento en el cual ésta se tendrá ya por constituida ¹²⁰⁴.

Al regular la forma de constitución de la prenda, la LMV podría haber establecido que fuese suficiente el mero acuerdo entre las partes. Pero no ha sido así y la Ley ha querido seguir, en la medida de lo posible, los mismos principios establecidos para la prenda de títulos ¹²⁰⁵. Así, el

afirman que "al hacerse equivalente la inscripción y el desplazamiento posesorio se demuestra que aquélla es, efectivamente, el *modo* de adquirir (además de elemento que concurre a la perfección del contrato de prenda, de acuerdo con la concepción de éste como contrato real *quoad constitutionem*)".

¹²⁰⁴ Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 394.

¹²⁰⁵ "La disciplina dictada (...) responde a la idea de mantener conceptualmente vinculados los valores representados por medio de títulos y los representados en

contrato consensual produce sólo efectos *inter partes*; los efectos son de carácter obligacional, no de carácter real, y se traducen en la obligación que tiene el pignorante de hacer inscribir en el registro la prenda sobre los valores ¹²⁰⁶.

2.2.1.1.2. INSCRIPCIÓN REGISTRAL DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS. CARÁCTER CONSTITUTIVO DE LA INSCRIPCIÓN Y SU EQUIVALENCIA CON EL DESPLAZAMIENTO POSESORIO DEL TÍTULO.

La *inmaterialidad* de los valores anotados constituye un problema a la hora de fundamentar teóricamente cuál es el modo de constitución del derecho de prenda sobre ellos. La dificultad reside en que la constitución de la prenda posesoria exige el desplazamiento posesorio del bien sobre el que recae el derecho y, obviamente, los valores

anotaciones en cuenta" (cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 392).

En el caso específico de la *prenda de acciones*, establece la Ley, con carácter general, que será preciso un justo título y la concurrencia de los requisitos exigidos por el art. 1857 C. ci. (art. 57.1 LSA) (cfr. PANTALEÓN PRIETO, F., "Prenda de acciones", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. III, *cit.*, pág. 5003).

¹²⁰⁶ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 394.

anotados no son susceptibles de ser materialmente poseídos ¹²⁰⁷.

Pero, al igual que sucede con la transmisión de la titularidad plena sobre valores -donde la entrega de éstos se ve sustituida por la inscripción registral de la transmisión-, el desplazamiento de la posesión es suplantado por la inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente del registro ¹²⁰⁸.

En el art. 10.1 *in fine* LMV se dispone que "la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título"¹²⁰⁹. Conociendo la lógica de la LMV y teniendo presente cuál es la estructura de la prenda de títulos, a la que remite el art. 10.1 LMV, no es difícil concluir que la

¹²⁰⁷ Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 123; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 388.

"L'idée de possession -décalque du droit de propriété- est en effet historiquement et fondamentalement inapplicable aux droits incorporels" (cfr. FASQUELLE, D., "Le nantissement des valeurs mobilières", *cit.*, pág. 5).

¹²⁰⁸ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 18ª ed., Tomo II, *cit.*, pág. 27; BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, pág. 247; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como objeto de derechos reales...", *cit.*, pág. 450; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 302; SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 62; PANTALEÓN PRIETO, F., "Prenda de acciones", *cit.*, pág. 5004.

¹²⁰⁹ Vid. también art. 13.1 RD 116/1992.

inscripción de la prenda ocupa el lugar de la tradición de la cosa ¹²¹⁰, necesaria para que pueda entenderse que el derecho de prenda se encuentra ya constituido ¹²¹¹ y que el derecho comienza surtir

¹²¹⁰ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 109.

SANTOS MARTÍNEZ comenta que "así como la inscripción cumple el papel de la tradición en la transmisión plena, así también «equivale al desplazamiento del título» en la constitución de la prenda" (cfr. "Valores informatizados", cit., pág. 64 y "Acciones y obligaciones representadas...", cit., pág. 481).

Vid. también SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., "Prenda y embargo de acciones", cit., pág. 794; PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1013 y 1015; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", cit., págs. 274-275; DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", cit., pág. 345; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., págs. 217-218 y "La circulación de valores al portador...", cit., pág. 90; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", cit., pág. 372.

En el sistema francés la pignoración de los valores desmaterializados exige también la inscripción registral vid. RIPERT, G./ ROBLLOT, R., *Traité...*, Tomo II, cit., pág. 45; FASQUELLE, D., "Le nantissement des valeurs mobilières", cit., págs. 13 y ss..

¹²¹¹ "Parafraseando el art. 609 C. ci." -comenta DÍAZ MORENO- "podríamos decir que la titularidad y los demás derechos sobre los valores anotados se adquieren y se transmiten por consecuencia de ciertos contratos mediante la inscripción. La anotación de la prenda forma parte, por tanto, del supuesto de hecho constitutivo del derecho" (cfr. "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 392).

Observa también este Autor que, aunque la LMV podría haber establecido un sistema de prenda de valores anotados totalmente distinto al vigente para los títulos-valores, sin embargo, "la disciplina dictada (...) responde a la idea de mantener conceptualmente vinculados los valores representados por medio de título y los representados en anotaciones en cuenta" (cfr. op. cit., pág. 392).

efectos *erga omnes* ¹²¹². La inscripción de la prenda en el registro no tiene tan sólo carácter obligatorio ¹²¹³, sino que, además, tiene carácter *constitutivo* ¹²¹⁴. La prenda no se tendrá por constituida mientras que no esté inscrita en el registro contable. Los demás derechos reales limitados sobre valores anotados sí que pueden constituirse fuera del registro, aunque será obligatorio inscribir en el registro el derecho o gravamen, pues así lo dispone el art. 10.1 LMV: "la constitución de derechos reales limitados (...) deberá inscribirse en la cuenta correspondiente" ¹²¹⁵. Sin embargo, la existencia de la *traditio* como

¹²¹² Vid. SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., "Prenda y embargo de acciones", *cit.*, pág. 796; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 394; SANTOS MARTÍNEZ destaca también la eficacia *erga omnes* de la prenda inscrita, pero llama la atención sobre el hecho de que el legislador haga depender esa eficacia de la inscripción en un registro cuya *publicidad formal se encuentra, de momento, descuidada* (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 64 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 481).

¹²¹³ Por disponerlo así el art. 10 LMV.

¹²¹⁴ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 393.

¹²¹⁵ SANTOS MARTÍNEZ distingue entre la prenda y los demás derechos reales limitados u otra clase de gravámenes. En el caso de la prenda la inscripción registral tiene carácter *constitutivo* -al igual que sucede en el caso de la constitución y de la transmisión de los valores-; mientras que la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes "parece contemplada, en principio, por el legislador como un hecho que se produce *extrarregistralmente* y que luego «deberá inscribirse en la cuenta correspondiente»" -el subrayado es nuestro- (cfr. "Valores informatizados", *cit.*, pág. 63 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 479).

un elemento esencial de la prenda elimina cualquier posibilidad de entender que el art. 10 LMV permite la constitución de la prenda sin que el bien pignorado haya sido entregado -sin que la prenda haya sido inscrita- ¹²¹⁶. Por eso, entre otras razones, con el fin de evitar este error, que podría derivarse del tratamiento unitario que - dentro del art. 10 LMV- recibe la prenda junto con otros derechos reales limitados y gravámenes, el art. 10.1, proposición segunda, LMV aclara que, en el caso de la prenda, es necesaria la entrega de los valores y lo hace trasladando al ámbito de la prenda el mismo *principio de equivalencia* -la misma *ficción jurídica*- con que se resuelve la transmisión de la titularidad plena de los valores anotados: "la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título" ¹²¹⁷. Merece

¹²¹⁶ DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 345; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 393.

¹²¹⁷ *Vid.* también 1863 C. ci..

La equivalencia existente entre el desplazamiento de la posesión y la inscripción -o constancia registral- era expresada por el art. 4.2 del Anteproyecto de la LMV -versión de 13 de enero de 1988- en los siguientes términos: "La constitución de derechos sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta y, en general, las trabas sobre los mismos deberán hacerse constar en la cuenta correspondiente. Dicha constancia será necesaria para el ejercicio de tales derechos, para la transmisión de éstos o para la efectividad de las trabas correspondientes y, en el caso de la prenda, sustituirá y equivaldrá al desplazamiento

ser destacado que la prenda de valores es de *constitución registral* ¹²¹⁸, de donde se deriva la analogía con la hipoteca mobiliaria a la que nos hemos referido más arriba ¹²¹⁹.

Cuando la prenda se inscribe en el registro, la Entidad encargada procederá al *desglose* de los valores pignorados en la cuenta del deudor constituyente de la garantía ¹²²⁰. De este modo los valores quedan inmovilizados ¹²²¹. La referencia

de la posesión contemplado en el artículo 1.863 del Código Civil."

Vid., con relación al régimen específico de las acciones anotadas, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", *cit.*, pág. 372.

¹²¹⁸ Acerca de la constitución registral del derecho de hipoteca, en el que se debe buscar la fuente de inspiración de la forma de constitución del derecho de prenda, *vid.* arts. 1875.1 C. ci., 145 y 159 LH, 3 LHM y 14.1 Ley de 21 de agosto de 1983, de Hipoteca naval.

¹²¹⁹ *Vid. supra* IX.2.1..

Vid. SANTOS MARTÍNEZ, V., "Valores informatizados", *cit.*, pág. 64-65 y "Acciones y obligaciones representadas...", *cit.*, pág. 481.

¹²²⁰ Art. 31.3 RD 116/1992, en el que se preceptúa que en las cuentas de los registros "se mantendrá el oportuno control de los valores afectados por situaciones especiales siendo, en todo caso, objeto de desglose los valores sobre los que se constituyan derechos reales limitados y otra clase de gravámenes y aquellos respecto de los que se hayan expedido certificados".

Con relación a la prenda de valores de Deuda Pública anotada, comenta ROJO que la "privación de la facultad de disposición y la identificación del objeto de la prenda se consigue en el sistema de las anotaciones en cuenta a través del correspondiente desglose en garantía de saldos" (cfr. "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 123).

¹²²¹ Inmovilización parcial, no total, pues los valores pignorados pueden transmitirse, pero ajustándose a

numérica que se atribuya al saldo de los valores desglosados permitirá identificar la prenda y también al acreedor pignoraticio ¹²²².

Se puede entender que la inscripción es un acto de ejecución del contrato consensual, pues en él tiene su origen, y, concretamente, constituye una *datio solvendi causa* ¹²²³.

Una vez que se haya verificado la inscripción, no será necesaria la notificación de la constitución de la garantía a la entidad emisora de los valores, pues la prenda de valores anotados no sigue los cauces de la prenda de créditos, en la que la notificación al deudor del crédito pignorado

unas formalidades especiales -*vid.* arts. 39.2, 38 RD 116/1992 y aquellos a los que estos remiten-.

¹²²² Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 126.

El procedimiento seguido en el sistema francés para la pignoración de valores anotados en cuenta es sustancialmente igual al español, si bien, en vez de producirse desglose, "les titres nantis sont virés à un compte spécial", para lo cual "les teneurs de comptes doivent donc ouvrir une rubrique comptable de titres nantis, distincte de la rubrique des titres ordinaires" (cfr. RIPERT, G./ ROBLLOT, R., *Traité...*, Tomo II, *cit.*, pág. 45).

¹²²³ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 394.

es necesaria para que la garantía se entienda ya constituida ¹²²⁴.

2.2.1.2. Requisitos para la constitución de la prenda de valores anotados.

En primer lugar debe existir una obligación presente o futura -obligación principal-, cuyo cumplimiento se garantiza con la constitución de la prenda, ya que ésta es un derecho real accesorio ¹²²⁵.

Es preciso, también, que los valores se encuentren previamente inscritos a favor del constituyente en el registro contable, pues la inscripción, en cuanto forma de legitimación del titular de los valores anotados, es el modo de dar

¹²²⁴ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 126; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 395.

¹²²⁵ Como establece el art. 1857.1 C. ci..Vid. también arts. 1861 y 1528 C. ci..

Sobre el carácter accesorio del derecho de prenda -y, en general de los derechos reales de garantía-, comentan Díez-PICAZO y GULLÓN BALLESTROS que sin la obligación principal la prenda no podría existir (cfr. *Sistema de Derecho Civil*, Volumen III, cit., págs. 472-473); vid. también ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, cit., pág. 225; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, cit., pág. 280; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español...*, Tomo II, cit., pág. 424; LACRUZ destaca, además, que la accesoriedad de la prenda "se refleja en la disposición (en sede de transmisión de créditos) del art. 1528 C. ci." (cfr. *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, cit., pág. 146); vid., también MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 126.

cumplimiento a la exigencia del art. 1857.2 C. ci., conforme al cual es necesario que "la cosa pignorada o hipotecada pertenezca en propiedad al que la empeña o hipoteca" ¹²²⁶.

Exige el art. 1857.3 C. ci. que el constituyente de la prenda tenga la libre disposición de sus bienes -de los valores- o, en caso de no tenerla, se halle legalmente autorizado al efecto ¹²²⁷.

Requisito fundamental es la inscripción de la prenda en el correspondiente registro contable, para que pueda entenderse que ha tenido lugar la entrega o traditio ¹²²⁸. El art. 10 LMV dice que la

¹²²⁶ Art. 11.3 LMV, en relación con art. 1857.2 C. ci..

Cfr. Díez-PICAZO, L./ GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, Volumen III, cit., pág. 473, donde se comenta -glosando el tenor literal del art. 1857.2 C. ci.- que "a la palabra «cosa» hay que darle una significación amplia, comprensiva también de «derecho», puesto que legalmente se admite la prenda e hipoteca de determinados derechos"; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 126.

¹²²⁷ Cfr. Díez-PICAZO, L./ GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, Volumen III, cit., pág. 473; PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 3º, cit., pág. 24; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 126.

¹²²⁸ Arts. 10.1 LMV y 13.1 RD 116/1992, en relación con el art. 1863 C. ci., en el que se dispone que "se necesita, para constituir el contrato de prenda, que se ponga en posesión de ésta al acreedor, o a un tercero de común acuerdo".

Cfr. PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI...", cit., pág. 1013 y 1015; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 126; DÍAZ MORENO,

inscripción se efectuará "en la cuenta correspondiente", pero no precisa cuál es la cuenta correspondiente. Hemos de entender que esa cuenta es la del deudor pignorante ¹²²⁹, por ello deberá ser el constituyente de la prenda el que se dirija a la entidad en la que figuran inscritos los valores, para ordenar que se inscriba el gravamen ¹²³⁰. Si en el momento de solicitud de la inscripción constituyente de la prenda tuviese en su poder un *certificado de legitimación* expedido a su favor por la Entidad encargada del registro, deberá restituirlo a la Entidad encargada, pues, de lo contrario, ésta no podrá proceder a la inscripción del gravamen ¹²³¹. Por su parte, el

A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 345; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Los negocios sobre las acciones...", *cit.*, pág. 372; MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, págs. 217-218 y "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 90; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 274-275.

¹²²⁹ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 109.

¹²³⁰ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 395.

¹²³¹ Art. 12.4 LMV.

Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 395; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 126.

Implícitamente se deduce del contenido de los arts. 12.4 y 11.3 LMV que es conveniente que la Entidad encargada del registro consulte sus propios libros, para comprobar que el constituyente de la prenda es el que figura inscrito en el registro como titular de los valores. Es decir, la Entidad

acreedor pignaraticio podrá acreditar su derecho mediante el certificado de legitimación que la Entidad encargada del registro expedirá si aquél lo solicita ¹²³².

2.2.2. OTRAS FORMAS DE CONSTITUCIÓN DEL DERECHO DE PRENDA SOBRE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

Nuestro Código civil sólo contempla la constitución del derecho de prenda mediante contrato ¹²³³.

Sin embargo, la prenda también puede constituirse por otros cauces ¹²³⁴, como son la usucapión ¹²³⁵, la adquisición a non domino ¹²³⁶ y los negocios jurídicos mortis causa ¹²³⁷.

encargada debe velar por el cumplimiento del principio de tracto sucesivo que inspira el sistema registral de anotaciones en cuenta -arts. 16.1 RD 116/1992 y 20 LH- (vid. DÍAZ MORENO, *op. cit.*, pág. 395 y nota 74).

¹²³² Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 126.

¹²³³ Vid. arts. 1857 y 1863 C. ci. y, en general, todos aquellos artículos en los que el Código se refiere a esta institución denominándola siempre como *contrato* -vid. arts. 1858, 1861, 1866-.

¹²³⁴ ALBALADEJO entiende que, "en principio, cabe dar vida al derecho de prenda por todos aquellos (medios) que valiendo, en general, para los derechos reales, no sean incompatibles con la naturaleza de dicho derecho de prenda" (cfr. *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, *cit.*, pág. 241); vid. también O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pág. 282.

¹²³⁵ Vid. ALBALADEJO GARCÍA, M., "La poseibilidad del derecho de prenda" y "Adquisición por usucapión del derecho

Este hecho es trasladable a la constitución de prenda de valores anotados, que no sólo podrá constituirse contractualmente, sino también por los cauces que acabamos de referir.

2.2.2.1. Usucapión.

Para la constitución de la prenda por usucapión, deberá resultar inscrito -a favor del acreedor del crédito garantizado- un derecho de prenda sobre unos valores de los que sea titular un tercero, distinto del deudor del referido crédito¹²³⁸. En cierta medida, el supuesto de hecho es

real de prenda", ambos en *Estudios de Derecho civil*, Barcelona, 1955, págs. 5 y ss. y 19 y ss., respectivamente; *vid.*, del mismo Autor, *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, *cit.*, pág. 241; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho civil español...*, Tomo II, *cit.*, pág. 488; LACRUZ BERDEJO, J. L./ SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, *cit.*, pág. 150, donde se hace referencia también a las prendas legales y judiciales.

¹²³⁶ *Vid.* ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, *cit.*, pág. 242; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pág. 282.

¹²³⁷ *Vid.* ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, *cit.*, pág. 242; O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio...*, Tomo III, *cit.*, pág. 282.

¹²³⁸ Observa ALBALADEJO que la constitución de la prenda por usucapión "parece innegable, presupuesto que, en general, por ella se adquieren, en principio, «el dominio y demás derechos reales» -art. 1930 (C. ci.)-, y presupuesto que el de prenda es un derecho poseíble -su posesión consiste en poseer la cosa pignorada, en concepto de acreedor pignoraticio"; y añade que "el art. 609 (C. ci.) proclama, en general, que «la propiedad y los demás derechos sobre bienes... pueden adquirirse por medio de la prescripción»; que según el art. 1936 (C. ci.), «son susceptibles de prescripción todas las cosas [y el derecho de prenda es una cosa o bien, en el sentido de ese artículo] que están en el comercio de los hombres», y la prenda es un derecho que lo

semejante al que tiene lugar en el caso de irreivindicabilidad de valores; si bien, resulta difícil que esta situación se mantenga durante el plazo de tiempo exigido por el art. 1955 C. ci. para la prescripción adquisitiva ¹²³⁹.

2.2.2.2. Negocio jurídico *mortis causa*.

La prenda sobre valores anotados también puede constituirse por *negocio jurídico mortis causa* ¹²⁴⁰. Con relación a esta forma de constitución, el principal problema consiste en establecer si se precisa la inscripción registral de la prenda, para que el acreedor pignoraticio adquiera la titularidad del derecho, pues, conforme

está; que los fundamentos en que se basa la usucapión, en general, justifican lo mismo la del derecho de prenda que la de los demás derechos usucapibles: pudiendo usucapirse el poder máximo de la cosa -derecho de propiedad- y reuniendo el de prenda las condiciones necesarias para ser usucapible, no se alcanza por qué tal poder, que es más reducido que el dominio, no pueda adquirirse por usucapión." (cfr. *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, cit., pág. 241).

¹²³⁹ Tres años, con buena fe, o seis años, sin necesidad de ésta, ni de ninguna otra condición.

¹²⁴⁰ ALBALADEJO plantea, a título de ejemplo, el siguiente supuesto de hecho: "A conecedor de que su heredero B, es deudor de C, ordena en su testamento que una cosa mueble de las que forman su herencia garantice pignoraticiamente el crédito de C.

"Una vez que B acepte la herencia, vendrá obligado a entregar la cosa a C, pero éste adquiere el derecho de prenda desde la muerte de A (arg. art. 882), y sin necesidad de aceptación (ya que el legado se adquiere *ipso iure* pero con la facultad de renunciarlo) ni de que le sea entregada la cosa gravada" -el primer subrayado es nuestro- (cfr. *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, cit., pág. 242).

a las normas del Derecho civil, el acreedor pignoraticio adquiere el derecho desde el momento de la muerte del testador ¹²⁴¹. La solución más acertada parece ser la mantenida con relación a la adquisición *mortis causa* de los valores anotados ¹²⁴². Es decir, la titularidad de la prenda se adquiere *mortis causa* sin necesidad de la inscripción registral a su favor, pero ésta habrá de verificarse para que el titular se encuentre *legitimado* para el ejercicio de su derecho.

2.2.2.3. Adquisición *a non domino*.

En cuanto a la adquisición *a non domino* del derecho de prenda, ésta puede admitirse atendiendo la misma línea de argumentación seguida cuando este problema se plantea con relación a la adquisición del dominio ¹²⁴³.

Son aplicables al supuesto que analizamos los arts. 464 C. ci, 545 y 324 C. co. y 9.3 LMV.

Por lo que al art. 464 C. ci. se refiere, bien puede interpretarse en el sentido de que el

¹²⁴¹ Mediando aceptación, si es heredero -art. 989 C. ci.-, o sin ella -aunque con facultad a renunciar-, si es legatario -art. 882 C. ci.-.

¹²⁴² Vid. *supra* VIII.1.2.2.2..

¹²⁴³ Vid. *supra* VIII.3..

que de buena fe reciba valores anotados en concepto de acreedor pignoraticio adquirirá, en virtud de ese acto, el derecho real de prenda sobre ellos ¹²⁴⁴.

El contenido del art. 545 C. co. -en el que se recoge el principio de la no reivindicación, relacionado con los títulos-valores- también es aplicable para el caso de que los títulos se hayan adquirido a título de prenda y, por analogía, podemos entender trasladables a los valores anotados la prescripciones de ese artículo.

Por su parte, el art. 324 C. co. declara expresamente que los valores pignorados "no estarán sujetos a reivindicación mientras no sea reembolsado el prestador". La actual redacción de este artículo 324 C. co. ha sido dada, precisamente, por la DA 4ª LMV. En la anterior redacción se hacía referencia sólo a la irreivindicabilidad de "efectos cotizables al portador" pignorados ¹²⁴⁵, mientras que la redacción

¹²⁴⁴ Siempre y cuando -establece el segundo inciso del art. 464.1 C. ci.- no se tratase de un bien perdido o del que se hubiese privado de su posesión ilegalmente al titular.

Vid., sobre el particular comentado en el texto, PEÑA Y BERNALDO DE QUIRÓS, M., "Notas sobre adquisiciones «a non domino»...", cit., págs. 745 y ss..

¹²⁴⁵ El art. 324 C. co., en su redacción anterior a la LMV, decía así: "Los efectos cotizables al portador, pignorados en la forma que determinan los artículos

de la LMV se refiere a los "valores pignorados"¹²⁴⁶, dando así cabida no sólo a los títulos-valores, sino también a los valores anotados en cuenta¹²⁴⁷. La lectura a *sensu contrario* de este artículo nos puede llevar a pensar que no se ha producido una adquisición a *non domino* del derecho de prenda, pues el titular de los valores puede recuperar la plena potestad dominical si reembolsa al prestador el importe del crédito¹²⁴⁸. Sin embargo, un análisis más detenido de la situación nos permite concluir que esa facultad, que se le reconoce al acreedor frente al *verus dominus*, de retener los valores mientras no se le pague el crédito garantizado, no es sino un muestra evidente

anteriores, no estarán sujetos a reivindicaciones mientras no sea reembolsado el prestador, sin perjuicio de los derechos y acciones del propietario desposeído contra las personas responsables según las Leyes, por los actos en virtud de los cuales haya sido privado de la posesión y dominio de los efectos dados en garantía."

¹²⁴⁶ Leemos en la redacción del art. 324 C. co., dada por la LMV: "Los valores pignorados conforme a lo que se establece en los artículos anteriores no estarán sujetos a reivindicación mientras no sea reembolsado el prestador, sin perjuicio de los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los valores dados en garantía."

¹²⁴⁷ MADRID PARRA puntualiza que "no se limita ya el precepto al supuesto de los «efectos cotizables al portador», sino que engloba a todos los valores, esto es, los títulos (nominativos, a la orden o al portador) y los anotados en cuenta" (cfr. "La circulación de valores al portador...", cit., pág. 100).

¹²⁴⁸ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., págs. 422-423.

de que había adquirido un derecho de prenda sobre los valores y que, por ello, ejerce el *ius retentionis* ¹²⁴⁹ que le atribuye la Ley para defender su derecho ¹²⁵⁰.

En el art. 9.3 LMV se reconoce la irreivindicabilidad de los valores anotados en cuenta y se detallan las circunstancias y requisitos precisos para que ésta se pueda dar. Este artículo, en el que se contempla la irreivindicabilidad y, en su caso, adquisición a *non domino* de un *derecho real pleno* sobre valores anotados, abre las puertas, con mayor motivo, a la adquisición a *non domino* de un *derecho real limitado*, como es la prenda ¹²⁵¹.

Es importante no olvidar el carácter registral de la prenda de valores anotados en cuenta, de lo que se deduce que para que se verifique la adquisición a *non domino*, la prenda debe inscribirse en el registro contable a favor

¹²⁴⁹ Art. 1866 C. ci., cuyo párrafo primero establece: "El contrato de prenda da derecho al acreedor para retener la cosa en su poder o en el de la tercera persona a quien hubiese sido entregada, hasta que se le pague el crédito".

¹²⁵⁰ "Si no hubiese adquirido tal derecho simplemente habría de sufrir la acción reivindicatoria del propietario" (cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 423).

¹²⁵¹ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 426.

del adquirente, ya que, de otro modo, las relaciones entre pignorante y acreedor no tendrían trascendencia jurídico-real. Igualmente, la naturaleza registral del sistema de anotaciones en cuenta exige que la adquisición tendrá que provenir de persona que aparezca en los asientos del registro contable legitimada para constituir la garantía ¹²⁵².

Lo mismo que en el caso de la irreivindicabilidad del dominio pleno, sucede con relación a la prenda de valores anotados que la ley exige del adquirente *tan sólo ausencia de mala fe o culpa grave*. Es decir, el grado de exigencia en cuanto a la diligencia y cuidado con el que tiene que haber actuado el acreedor en todo lo que se refiere a la adquisición del derecho de prenda se ha visto rebajado, pues en otros artículos de nuestro ordenamiento que tratan situaciones semejantes ¹²⁵³ se exige, positivamente, haber actuado *con buena fe* ¹²⁵⁴.

¹²⁵² Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 427.

¹²⁵³ Arts. 34 LH, 464 C. ci., 19.2 LCC.

¹²⁵⁴ *Vid. supra* VIII.3.1..

Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 428-429.

2.2.3. SOBRE LA POSIBILIDAD DE CONSTITUIR PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA MEDIANTE LA ENTREGA DEL CERTIFICADO DE LEGITIMACIÓN.

No sería válida la prenda que se pretendiera constituir entregando al acreedor el certificado de legitimación correspondiente a los valores anotados que quisiesen darse en garantía ¹²⁵⁵.

La primera razón por la que debe negarse la posibilidad de constituir la prenda mediante la entrega del certificado de legitimación es que el art. 12.2, proposición segunda, LMV dispone que "serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados" ¹²⁵⁶ y por acto de disposición se ha de tener no sólo la enajenación de los valores, sino también la constitución de gravámenes sobre ellos.

Pero es que, además de la sanción de nulidad del art. 12 LMV, el propio procedimiento de constitución de prenda sobre los certificados se revela inadecuado para constituir una auténtica garantía real en favor del acreedor. El certificado

¹²⁵⁵ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 397.

Contra FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", *cit.*, pág. 1221.

¹²⁵⁶ *Vid.* también art. 20.2 RD 116/1992.

no es instrumento hábil para crear la situación de indisponibilidad sobre los valores que se debe desprender de la constitución de la prenda ¹²⁵⁷. A primera vista, podría parecer que sí, pues el art. 12.4 establece que "las entidades encargadas de los registros contables y los miembros de los mercados de valores no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones si el disponente no ha restituido previamente los certificados expedidos a su favor" ¹²⁵⁸. Pero esto no supone una situación insalvable para el titular de los valores, ya que, en fraude de su acreedor, podría alegar ante la Entidad encargada del registro la pérdida o sustracción del certificado y solicitar la expedición de otro ¹²⁵⁹, momento en el cual el anterior certificado -el que obra en poder del supuesto acreedor pignoraticio-

¹²⁵⁷ Contra FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., pág. 1221.

¹²⁵⁸ Vid. también art. 21 RD 116/1992.

En el que, bajo la rúbrica "Inmovilización registral de los valores", se detalla esta situación.

Vid. supra VII.2.3..

FERNÁNDEZ DEL POZO admite que este aspecto es un inconveniente derivado de esta forma de constitución de la prenda (vid. "Un nuevo registro jurídico de «bienes»...", cit., pág. 1221).

¹²⁵⁹ DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 397.

queda privado de valor sin que sea necesario procedimiento de amortización alguno ¹²⁶⁰ -ya que "no podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado" (arts. 12.3 LMV y 19.3 RD 116/1992)-.

La razón por la que no es válida la prenda mediante entrega del certificado estriba en que *el certificado no es en sí mismo fuente de legitimación*, pues, como sabemos, la legitimación en el sistema de anotaciones se fundamenta en el contenido de los asientos registrales, es una legitimación *ex registri*, y los certificados sólo son un documento probatorio de la titularidad registral, por tanto la privación de la posesión del certificado, además de no bloquear el registro, no priva legitimación al titular de los valores. Por eso, si la prenda no se inscribe, si no se deja constancia de ella en el registro:

a) el titular de los valores no se verá restringido en su legitimación para el ejercicio de sus derechos.

b) el acreedor, en su calidad de *mero poseedor del certificado*, no gozaría del *ius distrahendi*, ni ocuparía una situación de

¹²⁶⁰ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 398 y nota 79.

preferencia frente a los demás acreedores del deudor.

Otra cuestión que debe ser tomada en consideración es la restringida eficacia temporal que, en el supuesto de que fuese admisible, podría llegar a tener la prenda que se constituyese mediante la entrega del certificado, pues el plazo máximo de vigencia para los certificados es de seis meses ¹²⁶¹. Para la prórroga de la garantía sería preciso que el deudor solicitase la expedición de un nuevo certificado cada vez que este caducase y se lo entregara al acreedor, lo que situaría a éste en una posición especialmente débil.

2.3. Oponibilidad de la prenda constituida sobre valores anotados en cuenta.

La prenda será oponible frente a terceros desde el momento de su constitución, que es aquél en que resulte inscrita en el registro contable. Este principio viene claramente enunciado en el

¹²⁶¹ Art. 21.5 RD 116/1992.

En el que, junto con ese plazo máximo de seis meses, también se establece un plazo menor -de tres meses- para aquellos certificados en los que no se explicita su caducidad.

art. 10.2 LMV y es reiterado en el art. 13.2 RD 116/1992 ¹²⁶².

En este punto la prenda de valores anotados difiere de la prenda posesoria, pues en ésta, aunque la prenda puede nacer *inter partes* con la simple tradición de la cosa, sólo será oponible a terceros cuando conste por instrumento público la certeza de la fecha ¹²⁶³; en aquélla, como hemos dicho, la oponibilidad no depende de que se haya dejado constancia de su fecha en póliza o escritura pública ¹²⁶⁴. Por tanto, el art. 10.2 LMV deja sin aplicación al art. 1865 C. ci. en el ámbito de los valores anotados en cuenta, lo cual debe entenderse como un acierto, pues la exigencia contenida en el art. 1865 C. ci. supone violentar los principios rectores de los derechos reales, conforme a los cuales la mera constitución del derecho es suficiente para su oponibilidad *erga omnes* ¹²⁶⁵.

¹²⁶² Vid. MADRID PARRA, A., "La circulación de valores al portador...", *cit.*, pág. 90.

¹²⁶³ Art. 1865 C. ci..

¹²⁶⁴ Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 398-399.

¹²⁶⁵ Cfr. DÍAZ MORENO, A./PRIES PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones...", *cit.*, pág. 347.

En efecto, la prenda de valores anotados podrá formalizarse en un simple *documento privado*, que será título bastante para solicitar a la Entidad encargada la inscripción en el registro contable ¹²⁶⁶. Sin embargo, es innegable que la formalización de la prenda en documento público introduce un grado mayor de seguridad jurídica, motivo por el cual, voluntariamente, se acude también a este cauce.

Por remisión del art. 51 RD 116/1992, en el art. 50 RD 116/1992 se establece cómo se practicará la inscripción de los derechos reales limitados en el registro contable ¹²⁶⁷. En este artículo se contempla la posibilidad de que la prenda se haya formalizado tanto en documento público, como en documento privado. Se admite que la Entidad encargada proceda a la inscripción de la prenda simplemente con que tenga "*constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción*" ¹²⁶⁸.

¹²⁶⁶ Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 127.

¹²⁶⁷ Vid. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", *cit.*, pág. 218.

¹²⁶⁸ Art. 50.2 RD 116/1992.

Quando la prenda recae sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, serán aplicables también los arts. 320 y ss. C. co., en los que se dispone la necesidad de que la prenda se formalice en escritura pública o en póliza intervenida por Corredor Colegiado de Comercio ¹²⁶⁹ -es decir, el régimen que prevé el art. 1865 C. ci.- ¹²⁷⁰. Sin embargo, hemos de entender que es ésta tan sólo una exigencia formal, es decir, no se hará depender de este requisito la eficacia de la prenda, pues, como hemos dicho, por imperio del art. 10.2 LMV, la oponibilidad frente a terceros de la prenda de valores anotados depende de la inscripción registral y no de la formalización en documento público ¹²⁷¹ -vid.

Sí que se muestra riguroso el art. 50 RD 116/1992 en la exigencia de que, en todo caso, las Entidades encargadas del registro se procuren "la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos" -art. 50.4 RD 116/1992-.

¹²⁶⁹ Así, cuando el acreedor pignoraticio quiera realizar su deuda sobre los valores, deberá entregar "a los organismos rectores del correspondiente mercado secundario oficial la póliza o escritura de préstamo, acompañada (...) del certificado acreditativo de la inscripción de la garantía, expedido por la entidad encargada del correspondiente registro contable" -art. 322.1 C. co.-.

Vid. también SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como objeto de derechos reales...", cit., pág. 450.

¹²⁷⁰ Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 110.

¹²⁷¹ Observa SÁNCHEZ CALERO que la prenda de valores anotados sólo será oponible a terceros desde el momento de su inscripción en el registro contable y no desde el día de la formalización de la póliza o la escritura (cfr. "Régimen de

también, acerca de la inscripción registral de la prenda sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, art. 39 RD 116/1992, que remite a los arts. 50 y 51 RD 116/1992-¹²⁷².

2.4. EJERCICIO DE LOS DERECHOS CORRESPONDIENTES A LOS VALORES PIGNORADOS.

En este tema es preciso tener presentes las especificidades que se desprenden del hecho de que, en la prenda de valores anotados, *no se produce realmente un desplazamiento posesorio del bien pignorado.*

Para el estudio de esta cuestión nos será de utilidad tener como término de referencia el conjunto de derechos que otorga a su titular el valor acción, pues es éste el valor que comprende un conjunto más amplio de derechos¹²⁷³.

los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 110).

¹²⁷² Especialmente interesantes, sobre la oponibilidad de la prenda de valores anotados, son las observaciones que hace DÍAZ MORENO, distinguiendo entre la oponibilidad *frente a los acreedores del constituyente de la garantía* y la oponibilidad *frente a los terceros adquirentes de los valores* (vid. "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., págs. 398-414).

¹²⁷³ Vid. art. 48 LSA, en el que, bajo la rúbrica "La acción como conjunto de derechos", se hace mención de la mayoría de éstos, si bien no se hace referencia a todos, pues

Como *principio general* habrá de entenderse que el *ejercicio de los derechos continúa correspondiendo al titular de los valores* y que el *acreedor pignoraticio deberá facilitar dicho ejercicio* ¹²⁷⁴.

Entrando en el análisis del ejercicio de los distintos derechos que pueden derivarse de la titularidad de los valores, en primer lugar, podemos plantearnos cómo deben ejercerse los llamados *derechos económicos*: el derecho al dividendo o a la percepción de intereses, el derecho al reembolso del principal por amortización de los valores, derecho de suscripción preferente de acciones nuevas, derecho a la conversión de

se omiten, entre otros, el *derecho de transmisión*, el de *impugnación de acuerdos sociales*, el *derecho de separación*.

La bibliografía sobre este particular es amplia, a título indicativo, pues se escapa del objeto de nuestro trabajo el análisis pormenorizado de esta cuestión, *vid.* GARRIGUES, *Curso...*, Tomo I, 7ª ed., *cit.*, págs. 517 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, 15ª ed., *cit.*, págs. 212 y ss.; URÍA GONZÁLEZ, R., *Derecho mercantil*, 14ª ed., *cit.*, págs. 220 y ss.; BROSETA PONT, M., *Manual...*, *cit.*, págs. 253 y ss.; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio...*, Tomo I, Volumen 1º, *cit.*, págs. 481 y ss., esp. 488 y ss..

Específicamente, sobre el ejercicio de los derechos de socio titular de valores pignorados, *vid.* SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., "Prenda y embargo de acciones", *cit.*, págs. 798-816.

¹²⁷⁴ Así se pronuncia, con relación a las acciones de sociedad anónima, el art. 72.1 LSA. El art. 73 LSA recoge el mismo principio para el caso del embargo de acciones, siempre que sea compatible con el régimen específico del embargo.

Vid. SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., "Prenda y embargo de acciones", *cit.*, págs. 798-804.

obligaciones convertibles, derecho a la cuota correspondiente por liquidación de la sociedad o reducción de capital, etc.. Por lo que se refiere al ejercicio de éstos derechos la pignoración de los valores, en la mayoría de los casos, influye muy poco. Es decir, la entidad encargada del registro se dirigirá directamente al titular de los valores -y no al acreedor pignoraticio- para rendirle cuentas de cuanto a este tema se refiera, ya que, en virtud del art. 11 LMV es él el titular legitimado ¹²⁷⁵. Además, ha de tenerse presente que, habitualmente, el ejercicio de estos derechos se realizará de modo automático ¹²⁷⁶, puesto que, al no tener modalidades en su forma de ejercicio, la Entidad encargada actuará de oficio y se limitará a informar al titular *a posteriori*.

Este principio de ejercicio directo de los derechos por el titular de los valores, a pesar de que éstos se encuentren sometidos a prenda, viene

¹²⁷⁵ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 303.

"No obstante cabría pacto en contrario que, para que surtiese efectos ante la entidad encargada de la anotación en cuenta correspondiente habría de serle notificado" (*op. cit.*, pág. 303).

¹²⁷⁶ No sucede así con el ejercicio del derecho de suscripción preferente, o con el de conversión de obligaciones en acciones, o derechos similares, en los que será preciso que la Entidad encargada consulte previamente al titular de los valores cuál es su opinión al respecto.

claramente enunciado para las acciones en el art. 72 LSA ¹²⁷⁷. Con relación a los demás tipos de valores anotados, lo más acertado parece seguir el mismo criterio ¹²⁷⁸.

Sí que merecen comentario el derecho a la percepción de intereses o prestaciones periódicas y el derecho al reembolso del principal en caso de amortización.

Con relación al primero de ellos, se plantea si es aplicable a la prenda de valores anotados el contenido del art. 1868 C. ci. ¹²⁷⁹, en el que se establece que "si la prenda produce intereses, *compensará* el acreedor los que perciba con los que se le deben; y si no se le deben, o en cuanto excedan de los legítimamente debidos, los *imputará al capital*". Parece que la cuestión debe resolverse respondiendo negativamente ¹²⁸⁰. El art. 1868 C. ci.

¹²⁷⁷ "En el caso de prenda de acciones corresponderá al propietario de éstas, salvo disposición contraria de los estatutos, el ejercicio de los derechos de accionista."

¹²⁷⁸ Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 416.

¹²⁷⁹ Vid. SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., "Prenda y embargo de acciones", *cit.*, pág. 808.

Un análisis detallado del contenido del art. 1868 C. ci. en MARTÍNEZ-PEREDA RODRÍGUEZ, J. M., "La prenda de cosa fructífera...", *cit.*, págs. 1096 y ss..

¹²⁸⁰ De esta opinión se manifiesta la mayoría de nuestra doctrina, vid. GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, pág. 262; SÁNCHEZ CALERO, F., *La*

no es aplicable a la prenda de valores anotados, toda vez que es un artículo claramente fundamentado sobre el hecho de que el bien pignorado se encuentre en posesión del acreedor. Este artículo no está atribuyendo al acreedor pignoraticio un derecho sobre los frutos de la cosa -pues no es ésa la naturaleza del derecho de prenda ¹²⁸¹, sino del de anticresis-. El art. 1868 C. ci. no extiende la prenda a los frutos en intereses, tan sólo admite la compensación como forma de extinción de la obligación del deudor, partiendo de la posición de

determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima, Roma-Madrid, 1955, pág. 162; URÍA (en GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J./ URÍA GONZÁLEZ, R., *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, Tomo I, cit., págs. 493-494); BALLARÍN MARCIAL, A., "Prenda de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada", en *RDM*, 1956, págs. 310-311. También son de este parecer RUBIO y BÉRGAMO -citados por SÁNCHEZ GONZÁLEZ (en "La acción como objeto de derechos reales...", cit., pág. 450)-.

Contra GARRIGUES (en *Contratos bancarios*, cit., pág. 311, donde defiende la aplicación del art. 1868 C. ci. a los títulos pignorados, con el consiguiente reconocimiento del derecho del acreedor pignoraticio a percibir los intereses o dividendos.

Téngase presente, sin embargo, que este debate doctrinal tuvo lugar con anterioridad a la promulgación de la LSA de 1989. Después de esta fecha han continuado virtiéndose opiniones contrastadas. En contra del reconocimiento del ejercicio del derecho en favor del acreedor prendario se muestra SÁNCHEZ-PARODI PASCUA (en "Prenda y embargo de acciones", cit., pág. 809); también parece de esta opinión SÁNCHEZ GONZÁLEZ (en "La acción como objeto de derechos reales...", cit., pág. 450); contra PANTALEÓN PRIETO, F., "Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo...", cit., págs. 122-123.

¹²⁸¹ Ya que nuestro Código civil *no regula la prenda fructífera* (cfr. MARTÍNEZ-PEREDA RODRÍGUEZ, J. M., "La prenda de cosa fructífera...", cit., pág. 1108).

poseedor en que se encuentra constituido el acreedor pignoraticio. Como esa situación no se reproduce en la prenda de valores anotados, no procede buscar la predicación analógica del contenido del art. 1868 C. ci. al ámbito de los valores anotados ¹²⁸².

En cuanto al ejercicio del derecho a reembolso del principal por amortización, sí que será determinante el hecho de que los valores se encuentren pignorados ¹²⁸³. Parece evidente que si la amortización de los valores se produce antes de que llegue el vencimiento de la obligación garantizada, el importe resultante de la amortización deberá resultar indisponible para el titular de los valores. La inmovilización que existía con relación a los saldos de valores pignorados se trasladará al importe de la liquidación, que deberá depositarse en una cuenta a la que no podrá acceder el deudor pignoraticio sin consentimiento del acreedor ¹²⁸⁴.

¹²⁸² Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 416-418.

¹²⁸³ Con relación al procedimiento de amortización de valores anotados, *vid.* art. 40 RD 116/1992.

¹²⁸⁴ Esta es la solución adoptada con relación a la Deuda Pública anotada -*vid.* art. 17 OM de 19 de marzo de 1987 y norma sexta de la Circular del Banco de España 16/1987, de 19 de mayo-, en consonancia con los arts. 5 LHM y 40 LCS.

El ejercicio de los derechos políticos seguirá correspondiendo al titular de los valores pignorados, que se valdrá para ello de los certificados que al efecto expida a su favor la Entidad encargada del registro contable ¹²⁸⁵.

Si el titular de los valores pignorados ejercita el derecho de transmisión, el adquirente de los valores no recibirá la titularidad plena sobre ellos ¹²⁸⁶; en tanto que se mantenga el

Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 419.

¹²⁸⁵ Vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., págs. 419-421.

¹²⁸⁶ Antes de la promulgación del RD 116/1992 -en el que se regula el procedimiento para la transmisión de los valores pignorados-, objetaba DÍAZ MORENO que "-tal y como está diseñado el régimen de anotaciones en cuenta en la LMV, esto es, sin previsión acerca de un auténtico sistema de publicidad- la seguridad, la certeza y, por tanto, la eficiencia del sistema, requieren considerar intransmisibles los valores empeñados" -el subrayado es nuestro- (cfr. "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 414).

Abogando por la posibilidad de que los valores pignorados puedan ser transmitidos -"creo que es la opción menos restrictiva para las facultades del titular de los valores y, por tanto, la que debe adoptarse, si ello es posible"-, propugnaba este Autor el establecimiento de "un sistema que permita a los interesados cerciorarse de que los valores que están en trance de adquirir se encuentran libres de cargas o, en su caso, conocer los gravámenes que pesen sobre ellos". Rondando lo que se ha definido como solución definitiva, sugería DÍAZ MORENO que "a tal efecto podrían ser útiles los certificados a que se refiere el artículo 12.3 LMV. Estos documentos -que acreditan la legitimación para transmitir o para ejercitar los derechos- podrían incluir una mención referente a las cargas o gravámenes que pesaran sobre los valores a que se refieren" (cfr. op. cit., pág. 413 y nota 102).

De la misma opinión -que, a la vista de lo dispuesto por el art. 50.3 RD 116/1992, no podemos compartir- se manifestaba ANGULO RODRÍGUEZ (en "Derechos de crédito

gravamen, el adquirente deberá soportar que su potestad dominical se encuentre restringida ¹²⁸⁷. En cuanto al procedimiento ¹²⁸⁸, será preciso que la Entidad encargada del registro contable, en cuanto se practique la inscripción, notifique al acreedor pignoraticio la transmisión -ya que este hecho supone que ha cambiado el titular del bien con el que se garantiza el pago de su crédito-. Además, el acreedor pignoraticio, tan pronto como le sea notificada la transmisión, deberá restituir el certificado acreditativo que se hubiese expedido a su favor, sin perjuicio de que pueda solicitar la expedición de un nuevo certificado, que acreditará su derecho ¹²⁸⁹ conforme a la nueva configuración de la titularidad de los valores pignorados ¹²⁹⁰. Si el

representados mediante anotaciones en cuenta...", cit., pág. 303).

¹²⁸⁷ Cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 218-219.

¹²⁸⁸ Previsto en el art. 50.3 RD 116/1992.

¹²⁸⁹ Ya que, lógicamente, "seguirá gozando de su derecho real de garantía conforme al principio de prioridad que ampara su inscripción anterior" (cfr. MADRID PARRA, A., "Representación y transmisión de acciones...", cit., pág. 219).

¹²⁹⁰ Esta obligación que se impone al acreedor pignoraticio, de tener que estar restituyendo y solicitando la reexpedición de certificados, podría resultar incómoda si los valores pignorados son objeto de frecuentes transmisiones en un breve periodo de tiempo, lo cual -en cuanto reminiscencia de las *servidumbres del papel* de las que se ha pretendido huir con los valores anotados- es criticable y discordante con los criterios inspiradores del sistema de anotaciones en cuenta.

deudor del crédito garantizado incumpliese, el acreedor pignoraticio realizará su deuda sobre los valores, sin que la transmisión que éstos han sufrido influya negativamente en su facultad para ejercer el *ius distrahendi* ¹²⁹¹.

2.5. EJECUCIÓN DE LA PRENDA.

Si el acreedor pignoraticio tuviera que realizar su deuda sobre los valores, por haber resultado impagada la obligación principal que garantizaban, dispone de varios cauces para ejecutar la prenda y hacer efectivo su derecho ¹²⁹².

Uno de ellos es el procedimiento del art. 322 C. co. -reformado por la DA 4ª LMV-. El acreedor sólo podrá acudir a este procedimiento cuando: 1º) se trate de *valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial* y 2º) además, el préstamo o crédito garantizado se derive de un *contrato formalizado en póliza intervenida por Corredor Colegiado de Comercio o en escritura pública* ¹²⁹³. En este caso el acreedor aportará a

¹²⁹¹ Vid. art. 322 C. co., redactado por la DA 4ª LMV.

¹²⁹² La LMV, sin embargo, no se ha ocupado de esta cuestión y tampoco lo ha hecho el RD 116/1992 (vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., pág. 429).

¹²⁹³ Art. 320.1 C. co..

los órganos rectores del mercado ¹²⁹⁴ la póliza o escritura en la que se haya formalizado el préstamo ¹²⁹⁵, acompañada "del certificado acreditativo de la inscripción de la garantía, expedido por la entidad encargada del correspondiente registro contable" ¹²⁹⁶.

Después de realizar las oportunas comprobaciones, el organismo rector del mercado dará curso a la enajenación de los valores pignorados, "en el mismo día en que reciba la comunicación del acreedor, o, de no ser posible,

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 110; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", cit., pág. 303; DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", cit., págs. 429 y 437; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 129.

¹²⁹⁴ Si se trata de valores negociados en Bolsa, el organismo competente será la Sociedad de Bolsas -cuando los valores se encuentren incluidos en el Sistema de Interconexión Bursátil- o la Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente -si los valores son cotizados en una sola Bolsa- (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 129).

¹²⁹⁵ Si bien, "aunque el artículo 322 parece dar a entender que dicha garantía ha de prestarse en la propia póliza o escritura de préstamo o crédito, estimamos posible (...) que se estipule póliza o escritura de pignoración en garantía de préstamos o créditos futuros. En este supuesto, se acompañaría al documento público de instrumentalización del préstamo o crédito aquel en que se formalizó la garantía." (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", cit., pág. 129).

¹²⁹⁶ Art. 322.1 C. co..

Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", cit., pág. 110.

en el día siguiente, a través de un miembro del correspondiente mercado secundario oficial" ¹²⁹⁷.

El acreedor pignoraticio sólo podrá acudir al procedimiento ejecutivo especial del art. 322 C. co. en el *plazo de los tres días hábiles* siguientes al vencimiento del préstamo ¹²⁹⁸. A la rapidez de este procedimiento contribuye el hecho de que no será preciso requerir de pago al deudor, ni será precisa su citación ni la del dueño de la prenda - si fuese distinto del deudor- para su participación en la ejecución ¹²⁹⁹.

El acreedor pignoraticio también podrá ejecutar la prenda acudiendo a los *procedimientos judiciales ordinarios*, o bien por medio del

¹²⁹⁷ Art. 322.2 C. co.; vid. también art. 36 LMV.

Cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 129.

Sobre la participación de un miembro del correspondiente mercado en la enajenación de los valores, vid. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 438-439.

¹²⁹⁸ Art. 322.3 C. co..

Aunque "parece que este plazo podrá ser ampliado por acuerdo entre las partes en la correspondiente póliza o escritura" (cfr. MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 128).

¹²⁹⁹ A diferencia de lo previsto en el procedimiento del art. 1872 C. ci..

Cfr. DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 430; MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas...", *cit.*, pág. 128.

procedimiento específico que hubiese pactado con el deudor ¹³⁰⁰, como puede ser, por ejemplo, el procedimiento con intervención de Corredor Colegiado de Comercio, establecido en el art. 1482.2 LEC ¹³⁰¹.

3. TRANSMISIÓN DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTROS GRAVÁMENES SOBRE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.

Además de ocuparse de su constitución, el RD 116/1992 dedica también especial atención a la transmisión de los derechos reales limitados y demás gravámenes sobre valores anotados ¹³⁰².

Hay dos circunstancias en la transmisión de gravámenes sobre valores anotados que la revisten de un claro carácter excepcional. La primera de

¹³⁰⁰ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 303.

En efecto las partes, en ejercicio del principio de autonomía de la voluntad y dentro de los límites del art. 1255 C. ci., pueden configurar el procedimiento de ejecución de la prenda conforme a la medida de sus necesidades. Así, DÍAZ MORENO sugiere, por ejemplo, que las partes pueden ampliar de común acuerdo el brevísimo plazo de tres días previsto por el art. 322 C. co. e, incluso, pactar que sea posible acudir al procedimiento del art. 322 C. co. aunque el préstamo no hubiese sido formalizado en documento público (*vid.* "La prenda de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 438 y nota 138).

¹³⁰¹ Modificado por la DA 5ª LMV.

¹³⁰² Arts. 50, 51 y 39 RD 116/1992.

ellas es que los valores gravados, mientras que están sometidos al gravamen -y, en consecuencia, desglosados en cuenta-, pierden la fungibilidad que es propia de los valores anotados ¹³⁰³ y, por esta razón, no pueden ser sometidos al régimen ni a los procedimientos habituales de negociación de los valores anotados ¹³⁰⁴.

La otra circunstancia que concurre en la transmisión de gravámenes sobre valores anotados es que no podrán considerarse operaciones de mercado secundario oficial ¹³⁰⁵. Es requisito esencial de las operaciones de mercado secundario oficial que

¹³⁰³ Art. 17 RD 116/1992.

En el art. 17 RD 116/1992 se establecen los términos conforme a los cuales se entenderá que los valores anotados son "fungibles entre sí".

La pérdida de la fungibilidad de los valores pignorados viene establecida en el art. 17.3 RD 116/1992, en el que se lee: "Lo dispuesto en los números precedentes se entiende *sin perjuicio de las necesidades de especificación o desglose* de valores inscritos derivadas de situaciones especiales, como la *constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes*".

¹³⁰⁴ Con relación a los valores cotizados en Bolsa, vid. art. 39.2 RD 116/1992.

En el art. 39.2 RD 116/1992 se dispone que los valores *afectados por desgloses* -como consecuencia de la constitución de un derecho real limitado sobre ellos o su sometimiento a gravamen- "*no podrán ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que las Bolsas tengan establecidos*"; añade este artículo que "*las Entidades adheridas no los pondrán a disposición del Servicio en el proceso de compensación y liquidación*".

¹³⁰⁵ Art. 37 LMV.

sean realizadas por título de compraventa ¹³⁰⁶. En consecuencia, la transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores anotados *deberá efectuarse fuera de los mercados secundarios oficiales* ¹³⁰⁷.

a) El art. 51 RD 116/1992 se ocupa de estas transmisiones cuando afectan a valores *no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*.

En este ámbito no existe la diferenciación que se desprende de los artículo 36 y 37 LMV. Por eso dispone el art. 51.1 RD 116/1992 que la inscripción de la transmisión se practicará de acuerdo con las reglas previstas para la transmisión del dominio pleno ¹³⁰⁸.

Se deduce del art. 50.3 RD 116/1992 que el transmitente del gravamen deberá entregar a la

¹³⁰⁶ Art. 36 LMV.

¹³⁰⁷ También en el supuesto de que los valores pignorados se encontrasen admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, para la transmisión de la prenda habrá que acudir a cauces distintos de los sistemas de contratación interna del correspondiente mercado.

¹³⁰⁸ Contempladas en el art. 50 RD 116/1992.

Vid. ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta...*, cit., pág. 550.

Entidad encargada el certificado acreditativo de su derecho que se hubiera expedido a su favor ¹³⁰⁹.

b) En el art. 39 RD 116/1992 se contempla la *transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*. En cuanto a la forma de acreditación de la transmisión ante la Entidad adherida, las normas son las establecidas en los arts. 50 y 51 RD 116/1992.

Pero, una vez practicada la inscripción, la Entidad adherida no podrá dar curso a la transmisión ni practicar ulteriores inscripciones mientras que no tenga constancia de que la transmisión ha sido comunicada al organismo rector del mercado en el que se encuentran admitidos a negociación los valores gravados ¹³¹⁰. La necesidad

¹³⁰⁹ Y, en este caso -al contrario del supuesto que contempla el art. 50.3 RD 116/1992- ya no tendrá derecho a que se le expida uno nuevo.

¹³¹⁰ Arts. 39.2, proposición segunda, 38.2 RD 116/1992 y 37 LMV.

La regulación de detalle de este deber de notificación o comunicación a los organismos rectores de los mercados ha sido llevada a cabo por los arts. 8 y 10 a 14 RD 1416/1991.

En el art. 8.2 RD 1416/1991 se dispone cuáles son los datos que debe comprender la comunicación de la transmisión al organismo rector del mercado: "La referida comunicación, además de indicar qué valores se han transmitido, deberá mencionar la identidad del transmitente y del adquirente, el título o causa de la transmisión, la fecha de ésta y, si es el caso, la contraprestación recibida".

de esta comunicación y el rigor con que se exige se desprenden de la obligación que pesa sobre los organismos rectores de los mercados de mantener la transparencia dentro de éstos, así como de velar por la correcta formación de los precios y la protección de los inversores ¹³¹¹. Para cumplir este cometido es preciso que los órganos rectores de los mercados dispongan de la mayor información posible y aseguren su difusión ¹³¹².

4. CARACTERES ESPECÍFICOS DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVÁMENES SOBRE VALORES DE DEUDA PÚBLICA ANOTADA.

Los derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores de Deuda Pública anotada presentan algunas características específicas. Estas singularidades son debidas, fundamentalmente, *al régimen y estructura particulares que presentan los registros contables de Deuda Pública anotada*

¹³¹¹ Vid. ARRANZ PUMAR, G., "Comunicación sobre transmisiones de valores", *cit.*, págs. 61-62.

¹³¹² Así, dice el art. 13 LMV: "La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines".

Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., "Comunicación de las transmisiones...", *cit.*, pág. 190.

-distinto del establecido con relación a los demás valores anotados- ¹³¹³.

El RD 505/1987 contempla la constitución de derechos reales u otra clase de gravámenes, pero se ocupa tan sólo de algunos aspectos, sin llegar a detallar su régimen ¹³¹⁴.

Prescribe el art. 2.2 RD 505/1987 que la constitución de prenda y demás derechos de garantía sobre anotaciones en cuenta se comunicará a la Central de Anotaciones, "que procederá a su desglose dentro de las cuentas incluidas en la Central, de forma que permita la individualización e identificación de los saldos en garantía, y extenderá la certificación oportuna" ¹³¹⁵. El desglose de los valores provocará la

¹³¹³ Vid. *supra* III.2.2.2..

¹³¹⁴ Arts. 2, párrafos 2 y 3, y 12.3 RD 505/1987.

Vid. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 122; MENDOZA VILLAR, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", *cit.* pág. 18.

¹³¹⁵ Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE, J., "Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 669; MENDOZA VILLAR, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", *cit.* pág. 18; ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 287.

Vid. también art. 17.1 OM de 19 de mayo de 1987.

El desglose, como sabemos, tiene como finalidad individualizar e identificar unos valores que, debido al gravamen que pesa sobre ellos, no pueden ser fungibles con los restantes de su misma emisión.

indisponibilidad de éstos por el deudor, de modo que el acreedor pignoraticio, caso de incumplimiento de la obligación garantizada, podrá enajenar los valores realizando su crédito sobre ellos ¹³¹⁶.

La comunicación de la constitución de la prenda o derecho de garantía a la Central de Anotaciones la realizará la Entidad Gestora correspondiente. Si la titularidad de los valores gravados correspondiese a la propia Entidad Gestora, el desglose e individualización en las cuentas de la Central se hará con cargo al propio saldo de valores que tenga la Entidad Gestora en su calidad de titular directo; si la titularidad de los valores gravados correspondiese a un cliente de la Entidad Gestora, el desglose e individualización se realizará con cargo al saldo de la cuenta de terceros que la Entidad Gestora tenga abierta en la Central ¹³¹⁷.

En cuanto a los elementos personales intervinientes en la relación, puede suceder que,

¹³¹⁶ Cfr. MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", *cit.* pág. 19.

¹³¹⁷ Art. 6.4 RD 505/1987.

Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 287.

en una prenda de valores, el acreedor pignoraticio sea la propia Entidad Gestora. Así sucedería si el titular de los valores ha solicitado un crédito para la adquisición de la Deuda Pública y el acreditante es una entidad bancaria que tiene la condición de Entidad Gestora y el acreditante garantiza el crédito con la propia Deuda Pública anotada ¹³¹⁸.

La comunicación de la constitución de la prenda y el desglose de los valores no son suficientes para que la prenda tenga efectos *erga omnes*, pues el régimen específico de este derecho exige que para ello la fecha de constitución de la prenda conste en *instrumento público* ¹³¹⁹.

Cuando sobre los valores "se constituya algún derecho o traba que impida la fungibilidad con los restantes de la misma emisión" ¹³²⁰ cabe distinguir tres supuestos distintos:

¹³¹⁸ Cfr. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 123.

¹³¹⁹ Art. 1865 C. ci..

Cfr. MENDOZA, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado...", *cit.* pág. 19.

¹³²⁰ Arts. 2.3 RD 505/1987 y 17.1 OM de 19 de mayo de 1987.

a) Si se trata de una traba por embargo o retención que afecta a valores de titulares directos de cuentas en la Central de Anotaciones, la autoridad judicial o administrativa que haya ordenado la traba podrá comunicarlo directamente a la Central para que esta proceda al desglose ¹³²¹.

b) Si los valores trabados corresponden a un titular indirecto el desglose no podrá hacerse en la Central, ya que allí no es posible la individualización de sus valores, sino que la autoridad judicial o administrativa deberá dirigirse a la Entidad Gestora de la que sea cliente el titular de los valores. La Entidad Gestora deberá practicar el desglose en sus cuentas y comunicarlo a la Central de Anotaciones, para que ésta, a su vez, practique un desglose con cargo al saldo de terceros de aquella Entidad Gestora. Cuando la Central de Anotaciones haya practicado el desglose, extenderá la certificación a la que se refiere el art. 17.1 *in fine* OM de 19 de mayo de 1987 y la remitirá a la autoridad judicial o administrativa correspondiente ¹³²².

¹³²¹ Cfr. ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 287; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 124.

¹³²² Cfr. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, pág. 124; ANGULO RODRÍGUEZ, L.,

c) Cuando se trate de la constitución de un usufructo será la Entidad Gestora la que realice la comunicación a la Central de Anotaciones.

CAPÍTULO X

CONCLUSIONES

CAPÍTULO X

CONCLUSIONES

I.- Catalogación del sistema de anotaciones en cuenta de la LMV como un modelo mixto o de desmaterialización total facultativa.

La LMV establece en España un sistema generalizado de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, que da cabida a todo tipo de valores negociables, tanto públicos como privados. El régimen establecido por la LMV no impone que los valores negociables deban representarse en todo caso por medio de anotaciones en cuenta. Sigue subsistiendo la posibilidad de representación por medio de títulos-valores -así, en el art. 5 LMV se afirma que "los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos"- . Es, por tanto, un sistema de desmaterialización total facultativa.

La solución aportada por el sistema de anotaciones de la LMV confirma el sistema del RD 505/1987 y -por lo que a desmaterialización de los valores se refiere- sitúa nuestro sistema

financiero en lo que parece la senda definitiva - dentro de la que todavía caben mejoras y desarrollos del sistema, pues no hay más que recordar, las numerosas remisiones contenidas en la LMV a ulteriores desarrollos reglamentarios- ¹³²³.

II.- El sistema de anotaciones en cuenta es fundamentalmente un sistema registral.

Las anotaciones en cuenta, como forma de representación de los valores negociables, han podido configurarse como un **sistema tabular** -o, con mayor precisión, podemos decir un **sistema registral**-, alternativo al **sistema cartular** de los títulos-valores gracias a la presencia de elementos propios del sistema inmobiliario registral. Es decir, la componente de Derecho registral, que integra el régimen jurídico de los valores anotados, es la que ha permitido que éstos se constituyan como un sistema nuevo, distinto del de los títulos, un sistema **sustitutivo**, superador de los sistemas correctores.

III.- Concepto y definición de valor anotado en cuenta.

¹³²³ Vid. Epígrafe II.3.1.2..

La realidad que se pretende identificar con el término "valor anotado en cuenta" tiene una componente objetiva y una componente formal. La primera de estas vertientes -la objetiva- nos sitúa ante los valores negociables: la realidad sustantiva u objetiva comprendida por los valores anotados en cuenta son los valores negociables. El aspecto formal de los valores anotados no puede ser otro sino la anotación en cuenta, como forma de representación de los valores. Es decir, el valor anotado en cuenta es una figura compleja, que permite comprender y tratar de modo unitario la institución que nace de la representación formal de los valores negociables por medio de anotaciones en cuenta.

De acuerdo con esta concepción, sugerimos la siguiente definición de valor anotado en cuenta:

"Valor negociable inscrito en un registro contable a nombre de aquél al que le corresponda la titularidad real plena, quien, en virtud de su legitimación registral, podrá ejercer los derechos que del valor se deriven, así como constituir

derechos reales limitados o gravámenes sobre éste." ¹³²⁴

IV.- Mayor precisión conceptual de la denominación "valores anotados" frente su alternativa "derechos-valores".

En efecto, es más acertada la expresión valores anotados que su alternativa derechos-valores. Puede predicarse del término "valores anotados" la misma virtud que reside en el ya consagrado "título-valor" y es que en ambos se hace mención explícita tanto del elemento objetivo de la institución, como del elemento formal. En las dos figuras el elemento objetivo es el valor. En los títulos-valores el elemento formal -la forma de representación del valor- es un documento y a él se hace referencia con la palabra "título"; en los valores anotados la forma de representación es la anotación en cuenta y de ello se deja constancia al adjetivar estos valores como "anotados".

Por contraposición al concepto de título-valor, los valores representados por medio de anotaciones en cuenta pueden ser denominados **derechos-valores**. Pero lo cierto es que el término

¹³²⁴ Vid. Epígrafe IV.4.3..

derechos-valores no tiene tradición en nuestra doctrina y resulta muy poco definitorio. Por eso, sin dejar de afirmar que los valores a los que nos referimos están integrados dentro de la categoría que la doctrina alemana identifica como *Wertrechte*, podemos acudir a la expresión **valores anotados** para denominar esta institución ¹³²⁵.

V.- Preferencia de nuestro ordenamiento por las anotaciones en cuenta -frente a los títulos-valores- como forma de representación de los valores negociables.

A pesar del carácter facultativo que tiene el sistema español de anotaciones en cuenta, no hay que pasar por alto la clara tendencia favorable de nuestro ordenamiento a propiciar la generalización de los valores anotados. Lo más representativo en este sentido es la medida adoptada por la DA 1^a.5 LSA, conforme a la cual "las acciones y las obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta". Es también muy significativo, por otro lado, que la LMV afirme en el número segundo de su Exposición de Motivos que

¹³²⁵ Vid. Epígrafes V.1.1. y V.1.2.2..

la representación de los valores mediante anotaciones en cuenta "conducirá a una previsible pérdida de importancia de los tradicionales títulos-valores".

VI.- Aplicación a los valores anotados de elementos del régimen de los títulos-valores.

Algunos Autores consideran las anotaciones en cuenta como una forma evolucionada del título-valor, el régimen jurídico aplicable a los valores anotados sigue siendo el mismo que el de los títulos. No es ésta, sin embargo, nuestra postura, pues nos parece que lo más acertado es comprender la anotación en cuenta como una figura distinta del título-valor. Pero no tenemos intención de negar la clara inspiración de una figura en la otra y admitimos lo que no es sino una lógica consecuencia de tal inspiración: la adopción de elementos del régimen de los títulos-valores como parte integrante del régimen de los valores anotados ¹³²⁶.

VII.- Incidencia de la forma de representación en la naturaleza del derecho subjetivo representado.

¹³²⁶ Vid. Epígrafe V.2.1..

Entendemos que es precisamente la forma de representación la que determina la esencia de un valor, tanto cuando es representado en forma de título-valor -acto en virtud del cual el valor escapa al régimen de la cesión de créditos y pasa a formar parte de una categoría nueva, con su propio régimen-, como cuando es representado por medio de anotación en cuenta -forma de representación que, igualmente, atribuye al valor una naturaleza propia, una esencia específica- ¹³²⁷.

VIII.- Naturaleza real de la titularidad sobre los valores anotados en cuenta.

El eje o centro de apoyo de la construcción dogmática de los valores anotados cambia radicalmente con relación al que lo fuera en la concepción de los títulos-valores. Ya no es el documento, sino el **registro**.

La titularidad sobre el valor ya no viene determinada por la posesión del documento en concepto de dueño, sino que ahora es el **titular inscrito en el registro contable** el que se presume titular legítimo -arts. 11.1 LMV y 15.1 RD 116/1992-.

¹³²⁷ Vid. Epígrafes V.1.1.; V.2.1. y II.2.1..

Por eso, aunque el derecho comprendido por el valor anotado pueda ser un derecho de crédito, en virtud de la inscripción del valor en el registro contable, el titular del valor podrá hacer valer su derecho *erga omnes*, por lo que podemos afirmar que **la titularidad sobre los valores anotados, en cuanto titularidad registral, es una titularidad real** -que no opera tan sólo respecto a la sociedad emisora, sino también respecto a los terceros en general-. El titular del valor podrá hacer efectiva su legitimación frente a terceros en todos los ámbitos -cumpliéndose así el llamado **aspecto externo del derecho real**-, no sólo en el ejercicio de los derechos comprendidos por el valor, sino también en cuanto se refiere al poder de disposición sobre los valores: es decir, el titular de los valores ha de considerarse *dominus* de los mismos y, en cuanto tal, podrá transmitir su titularidad real plena o constituir derechos reales limitados sobre los valores -arts. 9 y 10 LMV y 12 y 13 RD 116/1992-.

IX.- Naturaleza contable de los valores anotados.

Uno de los rasgos más determinantes de la naturaleza de los valores anotados es su carácter contable. La normativa relativa a los valores

anotados en cuenta trata de modo explícito y reiterado aquellos aspectos conforme a los cuales se puede predicar la dimensión contable de estos valores -*vid.*, entre otros, los arts. 6, 7, 8, 9, 11, 12 LMV, 3, 4, 6, 7, 8 RD 116/1992 y un largo etcétera-.

Sin embargo, es este un aspecto que ha pasado inadvertido a la mayor parte de la doctrina -o, al menos, que apenas ha sido objeto de comentario-.

La consideración de los valores anotados en cuenta como una realidad de **naturaleza contable** se muestra en total consonancia con el concepto de **valor negociable** que es manejado por la LMV, ya que la **negociabilidad** de los valores, como sabemos, se define prestando especial atención a los términos económicos en que se produce la transmisión -*vid.* EM LMV, número segundo-. Por ello el **hecho contable** -como forma de **representación** de la realidad económico-social- resulta un marco propicio para acoger los valores negociables; con mayor motivo, además, si pensamos que el origen del hecho contable y del Derecho es compartido: el interés por introducir **orden** en la conducta del hombre en sociedad. En el caso del hecho contable, la preocupación por el orden se traduce en "expresar lo cualitativo en términos cuantitativos". La

expresión de lo cualitativo en términos cuantitativos es, efectivamente, el tratamiento que reciben los valores anotados, que son agrupados en **saldos** dentro de los **registros contables** de valores para posibilitar la atribución de titularidades entre los sujetos que ostenten derechos sobre ellos -*vid.*, entre otros, art. 31 RD 116/1992-.

Además, desde una perspectiva funcional, ya en los **sistemas correctores** la transmisión de los valores por medio de operaciones contables se reveló como un **cauce seguro**, en el que eran menores los riesgos de robo, extravío, falsificación de los títulos, etc..

X.- El pacto de transferencia en el régimen de los valores anotados en cuenta.

En el Derecho español la transferencia bancaria tiene su origen en un **pacto de transferencia** entre las partes, en virtud del cual se acuerda sustituir la entrega material de efectivo por el abono de numerario en la cuenta del beneficiario. La semejanza con la transferencia de valores es grande; en ésta la **entrega material** de los valores también se ve sustituida por el abono en cuenta -*vid.*, entre otros, arts. 9.1 LMV, 12.1, 31.4 RD 116/1992-.

En el ámbito bancario, en ocasiones, resulta difícil esclarecer cuándo ha tenido lugar el pacto de transferencia; pero en el caso de los valores anotados *ab initio* concurren dos circunstancias conforme a las cuales el cauce por el que discurren las transmisiones de valores no puede ser otro sino la transferencia contable.

La primera de ellas es la propia forma de representación de los valores -la anotación en cuenta-, que no da lugar a escoger entre la entrega material y la transferencia -mientras que el dinero, dependiendo de la voluntad de las partes, puede ser tratado como dinero contable o como dinero en efectivo, la representación de los valores en forma de anotaciones en cuenta es, en principio, irreversible (arts. 5.2 LMV y 3 RD 116/1992) y los valores contabilizados no son susceptibles de entrega material-.

La segunda circunstancia es que en el caso de los valores anotados no existe posibilidad de concertar o no el pacto de transferencia que desencadena o da paso a que la relación jurídica se desenvuelva utilizando como instrumento la transferencia contable. Quien se somete al régimen de los valores

anotados en cuenta tácitamente está acatando un pacto de transferencia para el tratamiento de los valores de que sea titular; o, si se quiere, ni siquiera llega a formularse tal pacto tácito, pues realmente es una disposición de Derecho imperativo la que exige el recurso a la transferencia contable -vid. arts. 9.1 LMV, en el que se impone que "la transmisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable", y 12.1 RD 116/1992-.

XI.- La transferencia contable no constituye ninguna categoría de negocio jurídico.

La transferencia de valores, que es un elemento necesario para que pueda verificarse la transmisión de éstos, no tiene la condición de negocio jurídico: es un acto jurídico. La transferencia, en sí misma considerada, no es más que una operación contable -un mecanismo económico-, que puede integrarse en un negocio jurídico como un elemento más.

XII.- El pacto de contabilidad en el régimen de los valores anotados en cuenta.

Hay otro aspecto que tampoco ha sido tratado por la incipiente doctrina del ámbito de los valores anotados y que es fundamental para un adecuado desarrollo de la transferencia contable de valores: nos referimos a la existencia de un **pacto de contabilidad** entre el titular de los valores y la Entidad encargada de la llevanza del registro contable. En el Derecho bancario encontramos que el pacto de cuenta corriente es comprensivo de un pacto de contabilidad, por el que se traslada al banco la responsabilidad u obligación de llevar la contabilidad de las relaciones contenidas en la cuenta e informar periódicamente de la evolución y resultado de esa contabilidad.

Cabe entender, por analogía con el contrato de cuenta corriente bancaria, que, en el caso que nos ocupa, efectivamente la Entidad encargada del registro asume la llevanza de la contabilidad -*vid.* art. 278 C. co.- y que, por su parte, el titular de los valores debe contestar manifestando su conformidad o no con el saldo de la cuenta.

XIII.- Autonomía de la voluntad y transferencia contable de valores.

A raíz de algunas de las consideraciones que hemos formulado -relativas a la ausencia de pacto de transferencia y de aceptación del abono en la

transferencia contable de valores anotados en cuenta-, podemos observar que los márgenes de la autonomía de la voluntad se ven más recortados en la transferencia contable de valores que en la transferencia bancaria.

XIV.- El cauce por el que se ha alcanzado la desmaterialización de los valores anotados no ha sido el recurso a la informática, sino la inclusión de elementos de Derecho registral en el régimen jurídico de estos valores. La informatización de los registros no es un elemento configurador de la naturaleza de los valores anotados en cuenta.

La llevanza informática de los registros de valores anotados ha causado un efecto deslumbrador en algunos sectores de la doctrina, que han acogido este hecho confiriéndole, quizá, una relevancia mayor de la que merece. Es cierto que la herramienta informática -frente a su alternativa, que son los libros de papel- supone una gran ventaja a la hora de agilizar el registro de los valores. Incluso, a la hora de verificar las transmisiones de valores, la informática supone no tan sólo una ventaja, sino un medio insustituible, que ha permitido que el sistema 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. Pero, más allá de estos aspectos operativos -de innegable importancia-, el papel de la informática en el sistema de valores anotados no tiene más relevancia.

Es innecesario introducir la informática en otros ámbitos del régimen de los valores anotados como si se tratara de un elemento esencial en la concepción jurídica de éstos. Especialmente, entendemos que es un error atribuir a la informática el mérito de la nueva concepción de los valores como valores desmaterializados. La función de la informática ha sido una función técnico-instrumental. Por el contrario, lo que ha permitido que, desde la lógica jurídica, se afirme la desmaterialización de los valores ha sido la configuración de un sistema registral específico - un sistema registral que habitualmente se gestiona por medios informáticos, pero no simple y llanamente un sistema informático- en el que, gracias a la atribución de fuerza constitutiva a las inscripciones registrales relativas a valores

inmateriales y el ejercicio de los derechos que de ellos se derivan.

En los arts. 5 a 12 LMV, en los que se configura el régimen de los valores anotados, no se hace mención alguna de la informática -tampoco en los arts. 11 a 17 RD 116/1992, que, bajo el título "Régimen jurídico de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta", integran la sección tercera, del capítulo primero, del título primero-. Aparece una referencia a la informática en el art. 24 RD 116/1992 cuando, al ocuparse del libro diario de inscripciones, establece, con carácter potestativo, que "la Entidad encargada o adherida llevará un libro o fichero informático de inscripciones". Cabe, por tanto, la posibilidad de que las anotaciones en cuenta sean llevadas en un libro de papel, pues para la concepción dogmática de las anotaciones en cuenta es indiferente que las inscripciones se efectúen en un libro de papel o en un fichero informático -por supuesto que no nos cabe duda acerca de las ventajas de la informática y de la conveniencia de optar por la informática a la hora de llevar los registros contables de valores; pero, insistimos, aquí lo que pretendemos es disociar el plano práctico del teórico y afirmar que, en éste segundo, la informática es prescindible-.

Por lo demás, conviene también observar que la necesidad de dotar de **operatividad** al sistema ha llevado -con acierto- a exigir que en los mercados secundarios -en los que el volumen de las operaciones es siempre elevado- la llevanza de los registros sea siempre informatizada ¹³²⁸.

XV.- El registro de valores anotados es un registro público, aunque su publicidad formal sea defectuosa.

Afirmar lo contrario, mientras que el régimen de los valores anotados reconoce la publicidad material del contenido de los asientos contables inscritos en el registro -arts. 9 y 11 LMV y 12 y 15 RD 116/1992-, equivale a admitir el establecimiento de una situación de desamparo para los terceros que se relacionan con los titulares de valores anotados.

A pesar de su deficiente publicidad formal este registro llega a generar una situación de apariencia que fundamenta la irreivindicabilidad y la adquisición *a non domino* de valores anotados ¹³²⁹.

¹³²⁸ Vid. Epígrafes IV.4.1.; IV.4.3. y III.1.1..

¹³²⁹ Vid. Epígrafes III.1.2. y VIII.3.1..

XVI.-

Si no fuese público el registro de valores, no tendría fundamento que, al hablar de la presentación de los certificados, los arts. 12 LMV y 18 RD 116/1992 digan que tal presentación es potestativa, dando así a entender que cabe la legitimación registral directa -ya que, salvo estas dos formas de legitimación, no existe por el momento en el régimen de los valores anotados ningún otro cauce establecido- ¹³³⁰.

XVII.- Diversidad en el régimen de evaluación de la buena fe del adquirente, necesaria para admitir la irreivindicabilidad, dependiendo del ámbito en que tenga lugar la adquisición de los valores anotados.

Al tomar en consideración conjuntamente los distintos regímenes de transmisión de valores anotados, se podría concluir que existe un régimen distinto para la evaluación de la buena fe en las adquisiciones dependiendo de que los valores hayan sido transmitidos de un modo directo entre las partes o que, por el contrario, se hayan

¹³³⁰ Vid. Epígrafe VII.2..

transmitido siguiendo las normas de un mercado secundario oficial -especialmente el mercado bursátil-. En este segundo caso, dado que no existe un contacto directo entre el *tradens* y el *accipiens* y toda vez que éste, de modo habitual, no tiene ocasión de comprobar la titularidad registral de su transmitente, resulta difícil hablar de la buena fe del adquirente como confianza en la apariencia de titularidad que ofrece el registro.

Contra este planteamiento -o, al menos, restándole parte de su fuerza- hay que tener presente la redacción actual del art. 9.3 LMV - pues su enunciado hace referencia expresa a la titularidad que se deduzca de "los asientos del registro contable"- ¹³³¹.

XVIII.- Conveniencia de la inclusión en el régimen de los valores anotados en cuenta de medios que potencien la publicidad formal de los registros contables.

La publicidad material y la publicidad formal son dos componentes de un mismo fenómeno. Los registros de valores anotados están dotados de publicidad material y se pretende que, igualmente,

¹³³¹ Vid. Epígrafe VIII.3.1..

se encuentren revestidos de publicidad formal. Sin embargo, esta segunda pretensión tan sólo se ha alcanzado de forma parcial, con lo que los terceros quedan en una relativa situación de desamparo; pues, por un lado, se ven afectados por el rigor que impone la publicidad material del registro, pero, por otro, no están asistidos de todos los medios necesarios para conocer su contenido.

En la situación actual el modo habitual de conocer el contenido del registro es que el propio titular muestre un certificado de legitimación expedido al efecto. Debieran incluirse en el sistema de anotaciones en cuenta medios similares a las "manifestaciones" del sistema inmobiliario registral. Podría introducirse un medio de consulta del registro de valores anotados similar a la "nota simple" e, incluso, también cabría dotar a los registros de un medio equivalente a la "exhibición de libros". La "exhibición de libros" debería adaptarse al modo de llevanza del registro de valores anotados, que habitualmente será por medios informáticos. Las Entidades encargadas de la llevanza de los registros de valores podrían tener pantallas de consulta a disposición de aquellos que muestren un "interés conocido" sobre la titularidad o situación de determinados valores.

Con la inclusión de estos nuevos medios de publicidad cobraría más fuerza y eficacia la posibilidad que ofrecen los arts. 12 LMV y 18 RD 116/1992 de acudir, para el ejercicio de los derechos derivados de los valores anotados, a otros medios de legitimación distintos de la presentación de los certificados de legitimación -ya que, actualmente, la única alternativa es la legitimación registral directa y ésta es muy limitada- ¹³³².

XIX.- Única Entidad encargada por emisión de valores, pero no única Entidad encargada por Emitente.

La Entidad emisora de los valores deberá atribuir la llevanza del registro contable de cada emisión a una única Entidad encargada -art. 7.1 LMV-, lo cual introduce un gran criterio de orden en el mercado. El sistema sería todavía más ordenado si -como ha propuesto algún Autor- se exigiese incluso una única Entidad encargada por emitente, a la cual la Entidad emisora encomendase la llevanza del registro de todas las emisiones de valores que efectuase.

¹³³² Vid. Epígrafes III.1.2. y VII.2..

Lo cierto, sin embargo, es que la Ley no exige la vinculación de cada emisora a una única Entidad encargada y que, por otro lado, también resulta positivo que la Entidad emisora goce de libertad para escoger la encargada del registro cada vez que efectúa una nueva emisión de valores. Si su relación con la encargada del registro ha sido buena, seguramente volverá a designarla para una nueva emisión. Pero, si no ha sido así, la emisora podrá buscar otra entidad que preste mejor su servicio de llevanza del registro. No tendría sentido establecer una relación de dependencia o encadenamiento de las Entidades emisoras a las Entidades encargadas cuando la inspiración del sistema -en lo que a este punto se refiere- parece querer apoyarse en la libre iniciativa privada ¹³³³.

XX.- Responsabilidad civil objetiva de las Entidades encargadas de los registros contables de valores anotados.

Dada la configuración objetiva del régimen de responsabilidad civil de estas Entidades, la Entidad incumplidora responderá del perjuicio causado en todo caso, "salvo culpa exclusiva del perjudicado", que habrá de ser probada en el

¹³³³ Vid. Epígrafe VI.1.3..

supuesto de que concurra -arts. 7.6 LMV y 27.1 RD 116/1992-. 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. El llamado riesgo de empresa o riesgo profesional es una causa más que justifica esta exigencia en la responsabilidad de las Entidades encargadas, que habrán de aceptar cargar ellas -en vez de sus clientes- con las consecuencias perjudiciales de la actividad que es fuente de su lucro. Consiguientemente la responsabilidad se desprenderá del dolo, de la mera culpa e incluso del caso fortuito. Es decir, la Entidad encargada responde por su malicia o negligencia y también cuando el daño se cause por defectos de organización o funcionamiento del servicio, aunque 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.

XXI.- Corresponsabilidad del SCLV.

El art. 27.2 RD 116/1992 permite afirmar la corresponsabilidad del SCLV por los perjuicios que causen las Entidades Adheridas, si el SCLV no ha sido diligente en su deber de control y vigilancia de sistema.

XXII.- Los registros contables de valores anotados en cuenta han adoptado una organización más flexible que la de los otros tipos de registros en los que se han inspirado.

La organización de los registros de valores anotados viene determinada, principalmente, por el régimen de negociación de los valores inscritos. Cuando los valores inscritos no son negociados en un mercado secundario oficial, la organización del registro es sencilla, pues bastará con que el emisor de los valores acuda a una entidad facultada para la llevanza del registro contable de valores anotados y ésta se hará cargo del registro de la emisión. Si los valores son admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, será preciso seguir un sistema de **doble escalón** en el que existe un Registro Central y otros registros adheridos a éste. Pero, en todo caso, la organización de los registros de valores anotados ha sido diseñada con

más flexibilidad que la de otros registros, como pueden ser el Registro de la Propiedad, el Registro de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin desplazamiento de posesión o el Registro Mercantil ¹³³⁴.

XXIII.- Acerca del efecto legitimador de la inscripción registral.

Se considerará legitimado pasivamente aquel que realice una prestación o facilite el ejercicio de un derecho a quien figure en los asientos del registro como titular legítimo. Explicitan los arts. 11.2 LMV y 15.2 RD 116/1992 que la Entidad emisora se liberará si realiza la prestación en favor del legitimado, aunque éste no sea el titular del valor. La emisora no tendrá que realizar un doble pago ni se le podrá exigir responsabilidad alguna. Pero, para que la liberación tenga lugar, la entidad deberá haber actuado de buena fe y sin culpa grave. Aunque la Entidad emisora albergue dudas sobre la autenticidad de la titularidad del que aparece formalmente legitimado, no se pide que desarrolle una especial labor de investigación, pues eso excede de sus obligaciones y, además, iría contra la agilidad y celeridad que se persigue con el sistema de anotaciones. Sí se pide, lógicamente,

¹³³⁴ Vid. Epígrafe III.2..

que la emisora obre sin mala fe y que no actúe de modo negligente, realizando la prestación en favor de quien, sin gran esfuerzo, podría evidenciarse que no es titular -es trasladable a las anotaciones la doctrina establecida sobre esta cuestión en el Derecho cambiario (art. 46.3 LCC), tanto por lo que se refiere a la exigencia de la buena fe para que se produzca el efecto liberatorio del pago, como por lo que se refiere a la diligencia mínima que es exigible de quien realiza la prestación (ya que no se liberaría si conociendo la falta de titularidad de quien se haya legitimado y teniendo medios de prueba líquidos para demostrarlo hubiese realizado la prestación)-. Por lo demás, basta con que la Entidad emisora confíe en el contenido del registro. Más allá de estas exigencias, a quien habrá que pedir responsabilidad no será a la Entidad emisora, sino a la Entidad encargada del registro, que permitió la práctica irregular de la inscripción en favor del no titular, salvo culpa exclusiva de los perjudicados ¹³³⁵.

XXIV.- La presentación del certificado de legitimación es potestativa, ergo cabe legitimación registral directa.

¹³³⁵ Vid. Epígrafe VII.1.2..

La configuración del sistema de valores anotados ha dejado claro que la legitimación es *ex registri*, que la fuente de la legitimación no son los certificados sino el registro y que los certificados no son sino una acreditación de lo inscrito en el registro, de modo que, **caso de divergencia**, se primará lo expresado en el registro frente a lo indicado en el certificado.

Por otra parte, el legislador no exige en todo caso el recurso a esta forma de legitimación, suavizando así el peso de esta carga documental que suponen los certificados. Así se deduce de las expresiones utilizadas en el art. 12.1 LMV -"podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados"- y en el art. 18.1 RD 116/1992 -"cuando ello se considere conveniente la legitimación (...) podrá acreditarse"- que dejan abierta la posibilidad de acudir a la legitimación registral directa ¹³³⁶.

XXV.- La estructura del acto transmisivo de los valores anotados ha sido configurada siguiendo la teoría del título y el modo.

¹³³⁶ Vid. Epígrafe VII.2..

La transmisión de valores anotados ha sido configurada por el art. 9 LMV -*vid.* también art. 12 RD 116/1992- manteniendo en su esencia el esquema de la teoría del título y el modo del art. 609 C. ci.. Por tanto, el proceso transmisivo deberá estar integrado por un negocio causal y por la tradición de los valores.

XXVI.- Exigencia de forma escrita en el negocio causal de transmisión de valores anotados.

El art. 44 LMV se refiere a esta cuestión y reconoce la facultad del Gobierno, en función de los casos, para exigir que los contratos se formalicen por escrito; para dictar normas por las que se exija el cumplimiento de unos determinados requisitos formales en los contratos y regular los documentos acreditativos de la ejecución de las operaciones.

Para las transmisiones de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales el art. 50 RD 116/1992 prevé que, al menos, deberá acreditarse documentalmente la concurrencia de los consentimientos. En su párrafo primero este artículo dispone que la Entidad encargada del registro practicará la inscripción "en cuanto se presente documento público o

documento expedido por una Sociedad o Agencia de Valores acreditativo del acto o contrato traslativo". Esta disposición del art. 50.1 RD 116/1992 no busca imponer que los contratos de transmisión de valores anotados siempre tengan que constar en documento público o expedido por las referidas Sociedades y Agencias, sino prescribir la obligación que las Entidades encargadas tienen de inscribir la transmisión siempre que se acredite por este medio. Así se deduce de la lectura del art. 50.2 RD 116/1992: "Lo previsto en el número anterior se entiende sin perjuicio de que la Entidad deba proceder también a inscribir en cuanto tenga constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción.". Pero esa constancia, como decíamos, siempre ha de ser documental, como dispone el art. 50.3 RD 116/1992: "Las Entidades deberán procurarse siempre la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y se quedarán con copia de los documentos acreditativos de los actos, *contratos* y notificaciones mencionadas en los números anteriores."

Estas mismas previsiones del art. 50 RD 116/1992 serán también de aplicación en las transmisiones de valores admitidos a negociación en

mercados secundarios oficiales cuando éstas se realizasen por título distinto del de compraventa -ya fuese título oneroso o lucrativo- (vid. art. 38.1 RD 116/1992). Nada dice el art. 37 RD 116/1992 acerca de la necesidad de recoger por escrito el consentimiento de las partes en las transmisiones bursátiles. Pero, a este respecto, sí que encontramos indicaciones precisas en los arts. 8, 14 y 15 del RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios ¹³³⁷.

XXVII.- La inscripción de la transmisión de valores en el registro contable es una *ficta traditio*.

La tradición o entrega de los valores anotados es una tradición fingida -una *ficta traditio*-. La peculiaridad en la transmisión de valores anotados reside en que la tradición tiene lugar a través de la inscripción de los valores en el registro contable -la inscripción equivale a la tradición, produce sus mismos efectos-. La inscripción es el modo de adquirir la propiedad, toda vez que no es posible la entrega física de un bien incorporal como son los valores anotados. Esto

¹³³⁷ Vid. Epígrafe VIII.1.1..

supone una superación de los mecanismos de transmisión de los títulos-valores, cuyas desventajas, derivadas de la materialidad nos son ya conocidas ¹³³⁸.

XXVIII.- Incidencia del título de la adquisición en el carácter constitutivo de la inscripción registral en la transmisión de la propiedad de los valores anotados.

Tan sólo tendrá carácter constitutivo la inscripción registral en la transmisión de valores cuando ésta se verifique *inter vivos* y por título oneroso. En la transmisión *mortis causa* y en la transmisión *inter vivos* por título gratuito la inscripción no afectará a la constitución del derecho sobre los valores, si bien será necesaria para que el titular de los valores esté plenamente legitimado frente a la emisora para la disposición o el ejercicio de los derechos anotados -arts. 11 LMV y 15 RD 116/1992- y para que pueda oponer a terceros su titularidad -arts. 9.2 LMV y 12.2 RD 116/1992- ¹³³⁹.

¹³³⁸ Vid. Epígrafe VIII.1.2.1..

¹³³⁹ Vid. Epígrafe VIII.1.2.2..

XXIX.- No cabe tradición por otorgamiento de escritura pública en las transmisiones inter vivos a título oneroso.

La propiedad de los valores anotados no se podrá adquirir *inter vivos* por título oneroso si no se procede a la inscripción de la transmisión. Sin embargo, hay quien entiende que es posible la transmisión de los valores supliendo la inscripción por su tradición documental mediante el otorgamiento de escritura pública, conforme a las previsiones de los arts. 1462.2 y 1464 C. ci..

Admitir esta forma de transmisión extrarregistral supondría ir contra la lógica del sistema de anotaciones en cuenta. En primer lugar, porque sin la inscripción registral no pueden surtir sus efectos las previsiones de los arts. 9.2 y 11 LMV -*vid.* también arts. 12.2 y 15 RD 116/1992-; es decir, la adquisición no sería oponible frente a terceros y el adquirente no estaría legitimado registralmente para el ejercicio de sus derechos, ni podría legitimar a otros. Otro motivo es que la tradición documental de los valores anotados tiraría por tierra todas las pretensiones del sistema de anotaciones para dotar de seguridad el tráfico de valores; pues, mientras no se inscribiese la transmisión, la legitimación para el

ejercicio de los derechos estaría, en cierto sentido, desdoblada: el deudor que realizara su prestación al titular registral no tendría seguridad sobre la eficacia liberatoria de su cumplimiento -habríamos retrocedido a la situación que se produce en la cesión de créditos, siendo necesario notificar la transmisión al deudor, con la consiguiente pérdida de seguridad y celeridad-. Estos inconvenientes, que, en su día, fueron superados por el sistema de títulos-valores, han sido resueltos por el sistema de anotaciones, precisamente, atribuyendo a la inscripción registral los mismos efectos que la tradición de los títulos. Del mismo modo que en el sistema cartular la transmisión de la posesión del documento no puede ser sustituida por escritura pública -sino que necesariamente tiene que haber una tradición real-, en el sistema tabular no puede obviarse la inscripción registral de la transmisión.

De la opinión debatida, resulta también cuestionable la interpretación dada a los arts. 1462 y 1464 C. ci.. La posibilidad de sustituir la inscripción por el otorgamiento de escritura pública se fundamenta en la remisión que hace el art. 1464 al 1462.2 C. ci. para aquellos casos en que la entrega tenga por objeto bienes

incorporales. Esa remisión se explica porque los bienes incorporales no son susceptibles de entrega material y es necesario facilitarles una forma alternativa de tradición. Pero en el caso de los valores anotados esa alternativa ya existe. Es más, la inscripción registral no es tan sólo una alternativa de la tradición material, sino un modo **equivalente** de ésta, por lo que acudir al otorgamiento de escritura pública parece innecesario ¹³⁴⁰.

XXX.- Adquisición a non domino de valores anotados en cuenta.

Cabe cuestionarse si el art. 9.3 LMV se refiere a un supuesto de mera irreivindicabilidad o si contempla también la posibilidad de una auténtica adquisición a *non domino*. Para que tenga lugar una adquisición de valores anotados debe existir un título, en el que la transmisión encuentre su causa, y debe inscribirse el derecho a favor del adquirente. Ambos elementos se dan en el caso que nos ocupa y, por ello, podemos decir que se trata de una verdadera adquisición y no de una mera irreivindicabilidad -el adquirente asume una

¹³⁴⁰ Vid. Epígrafe VIII.1.2.2..

posición fuerte no sólo frente a terceros, sino también frente al antiguo titular de los valores-.

Por lo que se refiere a la posible ausencia de título adquisitivo o justa causa, ésta se ve sanada por la propia disposición legal del art. 9.3 LMV. Aunque la inscripción no convalida el acto o negocio que da lugar al propio asiento -art. 12.5 RD 116/1992; *vid.* también arts. 20.2, prop. 1ª, C. co. y 7.2 RRM-, la nulidad o resolución que afecten a una transmisión anterior no llegan a privar de protección al que adquiere al amparo de la fe pública registral.

Hubiese sido mejor que el régimen de los valores anotados contara con una disposición expresa que, como el art. 20.2, prop. 2ª, C. co., aclarase que “la declaración de inexactitud o nulidad no perjudicará a los derechos de terceros de buena fe, adquiridos conforme a derecho”; pero, implícitamente, ha de entenderse que tal regla existe, pues ése es el espíritu de los principios conformadores del sistema de anotaciones ¹³⁴¹.

XXXI.- Evaluación de la ausencia de mala fe del tercero adquirente en los

¹³⁴¹ *Vid.* Epígrafe VIII.3..

supuestos de irreivindicabilidad de valores anotados.

En cuanto a la fe con que el tercero se haya dejado guiar por la apariencia, lo que se exige es que no haya actuado con **mala fe**, lo que supone una medida menos rigurosa que la exigencia explícita de **buena fe**. Por su parte, el art. 34.2 LH dispone que "la buena fe del tercero se presume siempre mientras no se pruebe que conocía la inexactitud del registro". En el art. 9.3 LMV no se contiene de modo expreso una presunción de buena fe como la del art. 34.2 LH, pero no es muy aventurado afirmar que tal presunción alcanza también al ámbito de los valores anotados.

La fe con que actúa el adquirente ha de ser juzgada con distinto rigor en cada uno de los regímenes existentes para la transmisión de valores anotados, pues es diverso el grado de contacto que se verifica entre adquirente y transmitente en unos y en otros y, por consiguiente, es también diferente el grado de apariencia. Se podría concluir que existe un régimen distinto para la evaluación de la fe con que obró el adquirente dependiendo que los valores hayan sido transmitidos de un modo directo entre las partes -en cuyo caso el juicio de la mala fe concurrente es más

riguroso- o que, por el contrario, se hayan transmitido siguiendo las normas de un mercado secundario oficial -especialmente el mercado bursátil-.

En cuanto al momento en el que hubo de existir la ausencia de mala fe y culpa grave, éste habrá de limitarse al momento de la adquisición, que en el caso de los valores anotados será el de la inscripción de la transmisión en el registro

1342.

XXXII.- El registro contable de valores es susceptible de generar una apariencia de titularidad que haga irreivindicable la adquisición del tercero adquirente.

Para que el tercero adquirente de valores anotados pueda beneficiarse de una situación de irreivindicabilidad, debe haberse dejado guiar por una situación de apariencia de titularidad en la persona del transmitente. A este respecto se plantea cuál es la apariencia de titularidad ofrecida por el sistema de anotaciones. No es la apariencia ofrecida por la publicidad posesoria de los bienes materiales. Y, si se trata de la

1342 Vid. Epígrafe VIII.3.1..

aparición de un sistema registral, entonces lo que nos cuestionamos es si la publicidad formal del registro de anotaciones es lo suficientemente consistente como para generar en los terceros una creencia de titularidad digna de la protección que supone la irreivindicabilidad.

Lo cierto es que tal aparición de titularidad sí que se produce. A este respecto, conviene recordar que la protección del tercero adquirente se produce a partir del momento en que ha completado su acto adquisitivo. Para ello la transmisión de valores anotados requiere la inscripción de la transmisión a favor del adquirente y tal inscripción sólo puede tener lugar si el transmitente, en el momento de la transmisión, aparece inscrito en el registro como titular de los valores que transmite -art. 11.3 LMV-. Por tanto, ante el tercero adquirente sí que se ha formado una aparición de titularidad, pues deduce que si la transferencia contable de los valores -exigida por el art. 9.1 LMV- ha podido verificarse es porque éstos estaban inscritos a nombre de su transmitente, lo que significa que estaba legitimado. Lo más destacable -y, en cierto sentido, lo más conflictivo- es la coincidencia temporal que se produce entre el momento de la adquisición y el momento en que se hace evidente

ante el tercero la apariencia de titularidad. Antes de que le sean transmitidos los valores el tercero no podía verificar la titularidad de su tradens - salvo que ésta se haya probado por medio de un certificado de legitimación o el tercero haya desarrollado una especial labor de investigación-. Por el contrario, en el mundo de las cosas muebles la posesión permite presumir la titularidad del transmitente antes de que la tradición perfeccione la adquisición y no exclusivamente en el mismo momento en que ésta tiene lugar. Pero, en definitiva, podemos concluir que, a pesar de su deficiente publicidad, los registros de valores anotados pueden generar apariencia ante los terceros ¹³⁴³.

XXXIII.- Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones anotadas.

De la interpretación conjunta de los arts. 52 y 60.2 LSA, se puede deducir que, en términos generales, la transmisibilidad de los valores anotados en cuenta puede someterse a restricciones. Sin embargo, esta afirmación debe ser interpretada en sus justos términos a la luz de lo preceptuado

¹³⁴³ Vid. Epígrafe VIII.3.1..

por la DA 1ª.4 RD 291/1992, en la que se establece que "los valores que vayan a ser objeto de admisión a negociación en un mercado secundario no podrán estar sujetos a ningún tipo de restricción a su libre transmisibilidad". La admisión a negociación en un mercado secundario, cuando se trata de acciones, no es otra sino la admisión a cotización en Bolsa, pues las acciones -y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción- no pueden ser negociadas en ningún mercado secundario organizado distinto de las Bolsas de Valores -art. 46.2.a) LMV-.

Por consiguiente, de la lectura conjunta de estas disposiciones se deduce que cuando las acciones estén representadas por medio de anotaciones en cuenta sólo podrá someterse a restricciones su transmisibilidad si no cotizan en Bolsa ¹³⁴⁴.

XXXIV.- Naturaleza mixta de la prenda de valores anotados.

La prenda de valores se configura como una institución de naturaleza mixta, reuniendo elementos de la prenda posesoria y de la hipoteca

¹³⁴⁴ Vid. Epígrafe VIII.6.2..

mobiliaria. La asociación de la prenda de valores con la hipoteca inmobiliaria, en vez de acudir a la prenda sin desplazamiento, encuentra sentido en la mayor semejanza que existe entre el objeto de la prenda de valores y el de aquella. Tanto el objeto de la prenda sin desplazamiento, como el de la hipoteca mobiliaria son bienes muebles, pero en el caso de esta segunda institución deberá tratarse, además, de bienes de perfecta identificación registral.

Lógicamente, postulamos una aplicación analógica de la disciplina propia de la hipoteca mobiliaria, toda vez que el objeto de la hipoteca mobiliaria -al igual que el de la prenda sin desplazamiento- es específico y está integrado sólomente por aquellos bienes que aparecen en la enumeración *numerus clausus* contenida en la Ley de 16 de diciembre de 1954 ¹³⁴⁵.

¹³⁴⁵ Vid. Epígrafe IX.2.1..

BIBLIOGRAFÍA

ABBRESCIA, D., "La legge 289: conseguenze e applicazioni pratiche", en *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli s.p.a., Atti del Convegno di Verona del 23 maggio 1987*, Padova, 1989, págs. 14 y ss..

ABELLA SANTAMARÍA, J., "La Directiva relativa a los Servicios de Inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores", en *RDBB*, 1994, n° 53, págs. 55 y ss..

AIROLDI, A., "Pegno di titoli conferiti alla Monte Titoli", en *Dir. banca merc. fin.*, 1987, I, págs. 367 y ss..

ALBALADEJO GARCÍA, M., *Derecho civil*, Tomo III, Volumen 2º, 5ª ed., Barcelona, 1983.

ALBELLA, S., "El desarrollo de la Ley del Mercado de Valores", en *RVDPP*, n° 14, 1989, págs. 114 y ss..

ALFARO AGUILA-REAL, J., "Observaciones sobre la transferencia bancaria", en *CDC*, 1995, (en prensa).

- "Cuenta corriente bancaria", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, págs. 1833 y ss..

- "Transferencia bancaria", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, págs. 6619 y ss..

- "Contribución al estudio de los problemas generales de la cuenta corriente bancaria", 1995 (*manuscrito*).

ALONSO ESPINOSA, F. J., "Configuración estatutaria de las acciones [en torno a los artículos 9.ºg) y k) de la Ley de Sociedades Anónimas y 122-123 del Reglamento del Registro Mercantil]", en *RGD*, 1990, nº 550-551, págs. 5517 y ss..

- "Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones", en *RDBB*, 1992, nº 45, págs. 35 y ss..

- "Intereses del inversor y Derecho del Mercado de Valores", en *RDM*, 1993, nº 208, págs, 415 y ss..

- "Las excepciones al ámbito de aplicación del RD 291/1992, sobre ofertas públicas de

suscripción y venta de valores negociables", en *DN*, 1993, nº 32, págs. 1 y ss..

ALONSO UREBA, A./ BONARDELL LENZANO, R./ GARCÍA VILLAVERDE, R. (coords.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990.

ALONSO UREBA, A./ CHICO ORTIZ, J. M./ LUCAS FERNÁNDEZ, F. (coord.) *La reforma del Derecho español de sociedades de capital. (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)*, Madrid, 1987.

ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), Madrid, 1991; Tomo II (*Capital y acciones*), Vols. 1 y 2, Madrid, 1994.

AMORÓS GUARDIOLA, M., "Los registros jurídicos de bienes en Derecho español", en *II Congreso Internacional de Derecho Registral, Principios y desarrollo legislativo de los registros jurídicos de bienes*, Madrid, 1973, pág. 759.

ANGELICI, C., "La legittimazione dell'azionista nel sistema Monte Titoli", en *RDCiv*, 1988, I, págs. 249 y ss..

ANGULO RODRÍGUEZ, L., "Supresión de cláusulas restrictivas de la circulación de las acciones, mediante modificación estatutaria aprobada por mayoría", en *RCAG*, 1973, n° 95, pág. 605 y ss..

- "Derechos de crédito representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos", en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados...*, págs. 261 y ss..

- "La representación de valores por anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero", en *DN*, 1992, n° 19, págs. 1 y ss..

ARIAS RAMOS, J./ ARIAS BONET, J. A., *Derecho romano*, Tomo I, *Parte general. Derechos reales*, 18ª ed., 1ª reimpr., Madrid, 1988.

ARRANZ PUMAR, G., "La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: información periódica sobre entidades cotizadas, instituciones de inversión colectiva, participaciones significativas de entidades cotizadas, información privilegiada y servicios de inversión", en *ICE*, n° 703, 1992, págs. 135 y ss..

- "Comunicación sobre transmisiones de valores", en *DN*, 1995, n° 53, págs. 58 y ss..

ARROYO MARTÍNEZ, I., "Prólogo", *Ley del Mercado de Valores*, Tecnos, Madrid, 1988, págs. 9 y ss..

- "Reflexiones en torno a los denominados títulos valores impropios y documentos de legitimación", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, págs. 149 y ss..

ASCARELLI, T., "Diritto di opzione e usufructo di azioni", en *Studi in tema di Società*, Milán, 1952.

- "Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V libro IV del nostro codice", en *BBTC*, 1954, I, págs. 367 y ss..

AULETTA, G./ SALANITRO, N., "La gestione accentrata dei valori mobiliari", en *BBTC*, 1987, I, págs. 721 y ss..

- AULETTA, G./ SALANITRO, N., *Diritto commerciale*, 6ª ed., Milano, 1990.

AVÉRAN-HORTEUR, L., *De la CCDVT à la SICOVAM. Le compte courant d'actions*, Paris, 1959.

BALLARÍN MARCIAL, A., "Prenda de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada", en *RDM*, 1956, págs. 299 y ss..

- "Restricciones estatutarias a la transmisión de acciones. Validez y clases", en GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima...*, págs. 123 y ss..

Banco de España, *Manual de la Central de Anotaciones de Deuda Pública*, Madrid, 1994.

BARBA DE VEGA, J., *Las prestaciones accesorias en las sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid, 1984.

- Comentario a la sentencia de 27 de diciembre de 1985, en *CCJC*, 1986, n° 10, (268), págs. 3363 y ss..

BARBUZZI, G., "La «nuova» Monte Titoli: dalla legge 19 giugno 1986, n. 289 alla piena operatività del sistema", en *impresa*, 1987, n° 9, págs. 1247 y ss..

BATISTA MONTERO-RÍOS, J., "Las restricciones a la transmisibilidad «mortis causa» de las acciones mercantiles", en *RDN*, 1959, n° 24, págs. 53 y ss..

BAYONA DE PEROGORDO, J. J./ SOLER ROCH, M^a T., *Derecho financiero*, Vol. II, Alicante, 1989.

- *Compendio de Derecho financiero*, Alicante, 1991.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A., "El Derecho del mercado de capitales", en *RDBB*, 1988, n° 29, págs. 67 y ss..

BISBAL MÉNDEZ, J./ LLEBOT MAJÓ, J. O., "Bancos privados", en *VV. AA., Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, págs. 756 y ss..

- "Entidad de crédito", en *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, págs. 2818 y ss..

BLANQUER UBEROS, R., "Reflexiones acerca de la influencia del régimen de gananciales en la capacidad y responsabilidad de cada cónyuge", en *RDN*, 1981, págs. 7 y ss..

- "La idea de comunidad en la sociedad de gananciales", en *RDN*, 1982, págs. 7 y ss..

Bolsa de Madrid, *Informe de la Bolsa de Madrid acerca del Anteproyecto de Ley sobre el Mercado de Valores*, publicado en *RDBB*, n° 29, págs. 181 y ss..

BONET, J. I., "Régimen legal de la transmisión de valores mobiliarios", en *HM*, 1993, n° 14, págs. 2 y ss..

BROSETA PONT, M., *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, 2ª ed., Madrid, 1985.

- *Manual de Derecho mercantil*, 9ª ed., Madrid, 1991.

BRUNS, G., "Die Organisation des Wertpapierdienstes und der Abrechnung der Börsengeschäfte in Deutschland", en VV. AA., *Curso de Conferencias sobre "Organización y funcionamiento de los Servicios...."*, págs. 47 y ss..

BUYLE, "La carte de paiement électronique", en *Rev. dr. banc.*, 1988, pág. 44 y ss., 87 y ss..

CACHÓN BLANCO, E., *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables en Bolsa*, Madrid, 1990.

- (Coord.), *Estudios sobre el régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991.

- *Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, 1992.

CAMMARANO, G., "Il ruolo dei fondi comuni di investimento nello sviluppo del mercato dei capitali", en *Banc. impr. soc.*, 1987, nº 1, págs. 15 y ss..

CAMPOBASSO, G. F., *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 1988.

CANARIS, C.-W., "Bankvertragsrecht", en *Großkommentar zum Handelsgesetzbuch*, Parte 3ª, 2ª

ed., Berlin-New York, 1981 (hay ediciones posteriores).

CANO RICO, J. R., *Mediación, Fe Pública Mercantil y Derecho Bursátil*, Madrid, 1982.

CAPÓ BONNAFOUS, E., "Algunas consideraciones sobre la prenda de créditos", en *RCDI*, 1931, n° 76, págs. 282 y ss..

CAPRIGLIONE, F., "Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari", en *BBTC*, 1987, I, págs. 265 y ss..

CARRERA RAYA, *Antecedentes histórico-jurídicos de la Deuda Pública española*, Málaga, 1987.

CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil español, común y foral*, Tomo II, Vol. 2, Madrid, 1983.

CASTELLANO, G., "I titoli di massa", en *BBTC*, 1987, I, págs. 23 y ss..

CHIOMENTI, F., *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, 1977.

- "Biglietti di ammissione in assemblea per azioni depositate al Monte Titoli", en *RDComm*, 1984, I, págs. 235 y ss..

CLEMENTE DE DIEGO, F., *Curso de Derecho civil español, común y foral*, Tomo III (*Derechos reales*), Madrid, 1920.

CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., "En torno a la creación por la Ley 10/1992 de un nuevo título ejecutivo (artículo 1429 LEC) referido a los valores anotados en cuenta", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, págs. 579 y ss..

CRISTOBAL MONTES, A., *Introducción al Derecho inmobiliario registral*, Zaragoza, 1986.

CUERVO GARCÍA, A./ PAREJO SÁIZ, J. A./ RODRÍGUEZ SÁIZ, L., *Manual del Sistema Financiero*, Barcelona, 1987.

CUESTA RUTE, J. M. DE LA, *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972.

D'ORS, J. A., *Derecho privado romano*, 8ª ed., revisada, Pamplona, 1991.

DALLÈVES, L., "La dématérialisation des papiers-valeurs: un décalage croissant entre droit et réalité", en SAG, 1987, págs. 43 y ss..

DANIEL PETIT, M., "Organisation et fonctionnement des Services de Titres et de Compensations en Bourse de Paris", en VV. AA., *Curso de Conferencias sobre "Organización y funcionamiento de los Servicios...*, págs. 15 y ss..

DESCHAMPS, C., *Wertrechte im Effekten giroverkehr. Zum redlichen Erwerb stückeloser Effekten*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1989.

DI CHIO, G., "I vincoli sui titoli depositati presso la Monte Titoli s.p.a.", en *IF*, 1986, n° 3, págs. 21 y ss..

DÍAZ MORENO, A., "La necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de valores", en *DN*, Tomo 1990-1991, págs. 28 y ss..

- "La prenda de anotaciones en cuenta", en *RCDI*, 1991, n° 603, págs. 355 y ss..

DÍAZ MORENO, A./PRIÉS PICARDO, A., "Negocios sobre acciones representadas en anotaciones en cuenta", en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., *Negocios sobre derechos no incorporados...*, págs. 309 y ss..

DÍAZ RUIZ, E., "Reflexiones sobre competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de mercados secundarios de valores", en *RDM*, n° 193-194, págs. 817 y ss..

DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L., "La tradición y los acuerdos traslativos en el Derecho español", en *ADC*, 1966, n° 19, págs. 555 y ss..

- *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, Tomo II, (Relaciones jurídico reales. Registro de la Propiedad, La posesión), Madrid, 1983.

DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho civil*; Vol. III, 4ª ed., Madrid, 1989; Vol. IV, 5ª ed., Madrid, 1989.

DROBNIG, U., "Dokumenteloser Effektenverkehr", en *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung*, KREUZER, K. (dir.), Neuwied/Frankfurt, 1988, págs. 11 y ss..

DRUEY, J. N., "Die Entmaterialisierung des Wertpapiers. Einige rechtsvergleichende Hinweise", en *SAG*, 1987, págs. 65 y ss..

EINHORN, T. A., "A Banker's Guide to the Electronic Fund Transfer Act", en *The Banking Law Journal*, 1979, págs. 772 y ss..

EIZAGUIRRE, J. M. DE, "Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores", en *RDM*, 1982, nº 163, págs. 7 y ss..

- "Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores (Sentencia

del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985)", en *RDBB*, 1987, n° 25, págs. 179 y ss..

- "El régimen de las acciones: documentación y transmisión", en *Jornadas sobre el nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, Madrid, 1991, págs. 71 y ss..

- "La opción por el concepto amplio de título-valor", en *RDBB*, 1995, n° 57, págs. 9 y ss..

ENNECCERUS, L./ KIPP, T./ WOLFF, M., *Tratado de Derecho civil*, Tomo III (*Derecho de cosas*), Vol. 1° (*Posesión-Derecho inmobiliario-Propiedad*), Barcelona, 1971.

ESPINA, D., *Las Anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos*, Madrid, 1995.

ESTEBAN VELASCO, G., "El Mercado de Valores", en *RDM*, 1984, n° 172-173, págs. 385 y ss..

- "Sociedad anónima", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, págs. 6270.

ETTER, E., "Gedanken zur Sammelverwahrung von Wertschriften", en *SJZ*, 1978, págs. 101 y ss..

FARRANDO, I., "La riforma del mercato spagnolo dei valori mobiliari", *RdS*, fasc. 2/3, 1991, págs. 858 y ss..

FASQUELLE, D., "Le nantissement des valeurs mobilières", en *RTD com.*, 1995, 48 (1), págs. 1 y ss..

FELDMAN, A. R., *Electronic Fund Transfers*, ed. Practising Law Institute, Nueva York, 1981.

FERNÁNDEZ, J. L., *Elementos de Derecho Mercantil*, Bilbao, 1994.

FERNÁNDEZ ARMESTO/ DE CARLOS BELTRÁN, *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Un nuevo registro jurídico de «bienes»: el sistema de anotaciones en cuenta de valores", en *RCDI*, 1989, n° 593, págs. 1213 y ss..

- *El nuevo registro mercantil: sujeto y función mercantil registral*, Madrid, 1990.

- "La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos", en *RCDI*, 1991, n° 605, págs. 1843 y ss..

FERNÁNDEZ PIRLA, J. M., *El hecho contable y el Derecho*, Barcelona, 1983.

- *Una aportación a la construcción del Derecho Contable*, Madrid, 1986.

FERNÁNDEZ RUIZ, J. L., *Fundamentos de Derecho Mercantil*, Madrid, 1991.

- "Copropiedad y usufructo de acciones", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 2, págs. 745 y ss..

FERREIRO LAPATZA, J. J., *Curso de Derecho financiero español*, 12^a ed., Madrid, 1990.

FERRI, G., "La necessità del documento nell'esercizio del diritto cartolare", en *BBTC*, 1964, I, págs. 1 y ss..

FORNIÉS BAIGORRI, A., "Concepto General de la Fe Pública Mercantil", *I Seminario sobre la Fe Pública Mercantil*, Pamplona, 1975.

- "La reforma del mercado de valores", en *RGD*, 1989, n° 536, págs. 2661 y ss..

FORSTMOSER, P./ LÖRTSCHER, T., "Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck. Ein Konzept zur Rationalisierung der Verwaltung und des Handels von

Schweizer Namenaktien", en *Schweiz. Akt.*, 1987, págs. 50 y ss..

FOSCHINI, M., "Sull'intestazione fiduciaria dei titoli azionari", en *BBTC*, I, 1962, págs. 19 y ss..

FOYER, V. J., *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, Lausanne, 1985.

FRANCESCHELLI, V., "Informatica e sistema bancario", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo I, págs. 855 y ss..

FUERTES, M., "La supervisión «objetiva» de la Comisión Nacional en el Mercado de Valores", en *RDBB*, 1993, n° 49, págs. 7 y ss..

GALGANO, F., "Sulla circolazione dei titoli di credito", en *Contratto e impresa*, 1987, 2, págs. 382 y ss..

GAMMELTHOF-HANSEN, H./ GOMARD, B./ PHILIP, A., *Danish Law. A general survey*, Copenhagen, 1982.

GARCÍA DE ENTERRÍA, E./ FERNÁNDEZ, T. R., *Curso de Derecho administrativo*, Vol. I, 4ª ed., Madrid, 1983.

GARCÍA LUENGO, R./ SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (Comentarios y jurisprudencia)*, Granada, 1991.

- "Limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La Fundación*), págs. 167 y ss..

GARCÍA RUBIO, J. L., "Las cláusulas estatutarias restrictivas en las sucesiones «mortis causa»", en *RDM*, 1950-2, págs. 83 y ss..

GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L., "Acciones nominativas y acciones al portador", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 1, págs. 523 y ss..

- *Los títulos-valores en general* (en prensa).

GARRIDO DE PALMA, V. M. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1991.

GARRIDO DE PALMA, V. M./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La sociedad anónima en sus principios configuradores",

en GARRIDO DE PALMA, V. (dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, págs. 21 y ss..

GARRIDO DE PALMA, V. M./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./
ARANGUREN URRIZA, F. J./ MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./
GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, 3ª ed., Madrid, 1990.

GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., "Los títulos-valores", en *RDM*, 1951, nº 36, págs. 305 y ss..

- *Tratado de Derecho mercantil*, Tomo II, Madrid, 1955.

- *El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles, desde el punto de vista del Derecho mercantil*, Madrid, 1974.

- *Contratos bancarios*, 2ª ed., por Moll, S., Madrid, 1975.

- *Curso de Derecho mercantil*, Tomo I, 7ª ed., Madrid, 1982.

GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J./ URÍA GONZÁLEZ, R., *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3ª ed., Tomo I, Madrid, 1976.

GAVALDA, C./ STOUFFLET, J., *Droit del affaires*, Paris, 1988, págs. 169 y ss..

GERACI, L., "I poteri del creditore sequestrante o pignoranti di azioni", en *BBTC*, 1979, I, págs. 180 y ss..

GIANNANTONIO, E., *Transferimenti elettronici dei fondi e autonomia privata*, Milán, 1986.

GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952.

- *Estudios de Derecho mercantil*, Madrid, 1955.

- "Contribución al estudio de la transferencia bancaria", en GIRÓN TENA, J., *Estudios de Derecho mercantil*, págs. 401 y ss..

GONZÁLEZ, J., "La teoría del título y el modo", en *Estudios de Derecho hipotecario y Derecho civil*, I, Madrid, 1948, págs. 297 y ss..

GORÈ, F., "Le nouveau régime des valeurs mobilières. (Comentaires des décrets du 30 octobre 1948, du 4 août 1949 et du 10 novembre 1949)", en *Sem. Jur.*, 1951, I (Doctr.), n° 948.

GUALANDI, L., *Il Monte Titoli. Le operazioni*. Milano, 1983.

- "Commento alla legge 19 giugno 1986, n. 289", en *Giur. comm.*, 1986, II, págs. 814 y ss..

GUILARTE ZAPATERO, V., "Comentario a los artículos 1857 a 1862 del Código Civil", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo II, págs. 1858 y ss..

GUITARD MARÍN, J., "Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles", en *DN*, 1992, nº 17, págs. 62 y ss..

- "Resolución de la DGTPF, de 23 de marzo de 1993 y Circular 6/1993, de 26 de marzo, del Banco de España, a entidades gestoras del MDPA, sobre modificaciones de las Circulares 6/1991 y 8/1991", en *DN*, 1993, nº 32, págs. 56 y ss..

- "Circular 3/1993, de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, sobre Normas de Contratación de Valores de Renta Fija y Régimen Específico Bursátil de la Deuda Pública Anotada", en *DN*, 1993, nº 32, págs. 57 y ss..

GUYON, Y., "Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières", en *Rev. Sociétés*, 1984, págs. 451 y ss..

- "Die neuere Entwicklung des französischen Gesellschaftsrecht", en *ZGR*, 1985, págs. 74 y ss..

HANDSCHIN, L., *Papierlose Wertpapiere*, Basel-Frankfurt am Main, 1987.

HARTER, W./ FRANKE, J./ HOGREFE, J./ SEGER, R., *Wertpapiere in Theorie und Praxis*, 4ª ed., Stuttgart, 1993.

HILL, P. D., "The demise of TAURUS", en *Palmer's in company*, issue 5/93, may 19, 1993, págs. 1 y ss..

HUECK, A./CANARIS, C.-W., *Derecho de los títulos-valor*, Barcelona, 1988.

HUGON, J., "Une petite révolution: le paiement des marchés publics par lettre de change-relevé", en *Rev. dr. banc.*, 1988, págs. 84 y ss..

IGLESIAS, J., *Derecho romano. Instituciones de Derecho privado*, 9ª ed., 4ª reimpr., Barcelona, 1989.

IZQUIERDO, M., "Los mercados de valores en la CEE. (Derecho comunitario y adaptación al Derecho español)", Madrid, 1992.

JÄGGI, P./ DRUEY, J. N./ GREYERZ, C. VON, *Wertpapierrecht: unter besonderer Berücksichtigung von Wechsel und Check*, Basel-Frankfurt am Main, 1985.

JACQUELINE, M. R., "La lettre de change-relevé", en *Banque*, 1972, págs. 15 y ss..

- "La place des effets de commerce et des effets financiers dans le systeme bancaire français", en *Banque*, 1975, págs. 937 y ss..

JAEGER, P. G./ DENOZZA, F., *Appunti di Diritto commerciale*, Tomo I, Milano, 1989.

JAMES, J., *Richardson's Guide to Negotiable Instruments*, 8ª ed., London-Dublin-Edinburgh, 1991.

JEANTET, C. F., "Le dépôt collectif des titres au porteur à la CCDVT", en *Jour. Soc.*, 1945, págs. 161 y ss..

JEANTIN, M., *Droit commercial. Instrument de paiement et de crédit. Entreprises en difficulté*, Paris, 1988.

JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho Público del mercado de valores*, Madrid, 1989.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., "Efectos de la intervención de los fedatarios públicos sobre el régimen tradicional de la circulación de los títulos al portador", en *II Seminario de Estudios sobre la Fe Pública Mercantil*, Sevilla, 1976, págs. 36 y ss..

- "La experiencia de los pagarés", en *VV. AA., Anotaciones en cuenta...*, págs. 35 y ss..

- "Los negocios sobre las acciones en la Ley de Sociedades Anónimas", en *DN*, Tomo 1990-1991, págs. 368 y ss..

- (Coord.), *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, Madrid, 1992.

- *Lecciones de Derecho Mercantil*, 2ª ed., Madrid, 1993.

- (Coord.), *Derecho mercantil*, Tomo I, 2ª ed., 1ª reimpr., Barcelona, 1994; Tomo II, 2ª ed., Barcelona, 1992.

Junta Sindical del Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid, "Alegaciones de la Junta Sindical del Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid en relación con el Proyecto de Real

Decreto de 9 de febrero de 1987", en *VV. AA., Anotaciones en cuenta...*, págs. 331 y ss..

KOLLER, I., "Wertpapierrecht (Empfiehl sich eine Neuordnung und Ergänzung des Wertpapierrechts im BGB?)", en *Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts*, Tomo 2, Köln, 1981, págs. 1431 y ss..

KÜMPEL, S., "Der Bestimmtheitsgrundsatz bei Verfügungen über Sammeldepotguthaben", en *WM*, 1980, págs. 422 y ss..

- "Zur Umstellung des französischen Effektenwesens auf Bucheffekten", en *WM*, 1984, págs. 577 y ss. (1ª parte), págs. 613 y ss. (2ª parte).

LACRUZ BERDEJO, J. L./ LUNA SERRANO, A./ DELGADO ECHEVERRÍA, J., *Elementos de Derecho civil*, Tomo II, Vol. 3º, 2ª ed., Barcelona, 1986.

LACRUZ BERDEJO, J. L./SANCHO REBULLIDA, F. DE A., *Elementos de Derecho civil*, Tomo III, Vol. 2º, Barcelona, 1980; Tomo V, 2ª ed., Barcelona, 1988.

- *Derecho inmobiliario registral*, 2ª ed., Barcelona, 1984.

LANZAS GALVACHE, *Comentarios prácticos a la Ley de Sociedades Anónimas y Reglamento del Registro*

Mercantil en lo aplicable a dicho tipo societario, Madrid, 1991.

LASARTE ÁLVAREZ, J., "Los Pagarés del Tesoro. La Deuda Pública en el período 1979-1984", en *Estudios sobre tributación bancaria*, Madrid, 1985, págs. 409 y ss..

LECUONA, P., "El mercado de valores", en *BEE*, n° 147, 1992, págs. 265 y ss..

LENER, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano, 1989.

- "Il nuovo regolamento della Monte Titoli s.p.a.", en *BBTC*, 1990, I, págs. 199 y ss..

LIBERTINI, M., "Premesse a una revisione della teoria unitaria dei titoli di credito", en *BBTC*, 1972, I, págs. 192 y ss..

LIBONATI, B., "Commento all'art. 12 della legge n. 77/1983", en *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, págs. 506 y ss..

- "Introduzione", en *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli s.p.a.*, Atti del Convegno di Verona del 23 maggio 1987, Padova, 1989, págs. 3 y ss..

LOJENDIO OSBORNE, I., "La acción. Documentación y transmisión", en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J. (coord.), *Derecho mercantil*, Tomo I, págs. 232 y ss..

LÓPEZ SÁNCHEZ, M. A., "La configuración estatutaria de las prestaciones accesorias en la sociedad anónima", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), págs. 835 y ss..

LÓPEZ ZABALLOS, J., "El sistema de anotaciones en cuenta", en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (dir.), *Curso de Bolsa*, Vol. I, págs. 359 y ss..

Loss, L., *Fundamentals of securities regulation*, 2ª ed., Boston-Toronto, 1988.

LUIS Y DÍAZ MONASTERIO, F. DE, "Aspectos fiscales del sistema de anotaciones en cuenta", en VV. AA., *Anotaciones en cuenta...*, págs. 229 y ss..

MADRID PARRA, A., "Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito", en *RDBB*, 1989, nº 36, págs. 703 y ss..

- "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", en *RDBB*, 1990, nº 37, págs. 23 y ss..

- "La transmisión de valores", en *DN*, Tomo 1990-1991, págs. 90 y ss..

- "Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas", en *RDM*, 1992, nº 203-204, págs. 147 y ss..

MALARET I GARCÍA, E., "La Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una aproximación a su configuración institucional", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVIROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo II, págs. 1591 y ss.

MANZANARES SECADES, A., "Algunas notas sobre la prenda de dinero a raíz de la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985", en *ADC*, 1986, págs. 1293 y ss..

MARTÍ SÁNCHEZ, J.-N., "Apuntes para un examen realista y actualizado del Derecho mercantil y de su estructura en ciertos sectores, particularmente de los títulos-valores", en VV. AA., *Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, Vol. IV, págs. 645 y ss..

- "Las Sociedades y Agencias de Valores, miembros de las Bolsas de Valores, en el Derecho español", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-

RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo II, págs. 1633 y ss..

MARTÍN QUERALT, J./ LOZANO SERRANO, C., *Curso de Derecho financiero y tributario*, 2ª ed., Madrid, 1991.

MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. Mª C., "La Deuda Pública y el Sistema de anotaciones en cuenta", en *CREDF*, 1990, nº 66, págs. 221 y ss..

MARTÍNEZ MUÑOZ, J. F., "Los valores representados en anotaciones en cuenta: algunos interrogantes operativos", en *DN*, 1992, nº 26, págs. 16 y ss..

MARTÍNEZ SALINAS, *La Bolsa de Valores. Su ordenación legal*, Madrid, 1993.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., "El fracaso de TAURUS. Los problemas del proceso de desmaterialización de los valores en el Reino Unido", en *RDBB*, 1993, nº 50, págs. 607 y ss..

- "Comunicación de las transmisiones a título oneroso distinto del de compraventa o a título lucrativo de valores admitidos a negociación en Bolsa y de las transmisiones de valores cuya negociación en Bolsa esté suspendida", en *RDBB*, 1995, nº 57, págs. 189 y ss..

MARTÍNEZ-PEREDA RODRÍGUEZ, J. M., "La prenda de cosa fructífera y el artículo 1868 del Código Civil", en *RCDI*, 1989, n° 593, págs. 1049 y ss..

MARTORANO, F., "Gestione accentrata dei titoli di credito nel Diritto italiano. La Monte Titoli s.p.a.", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo II, págs. 1767 y ss..

MEIER, A., "Neuere Entwicklungen im französischen Wertpapierrecht", en *RIW*, 1986, págs. 678 y ss..

MEIER-HAYOZ, A., "Abschied vom Wertpapier?", en *ZBJ*, 1986, págs. 385 y ss..

MEIER-HAYOZ, A./ VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, Bern, 1985.

MEJÍAS GÓMEZ, J., "Las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Transmisión y pignoración", en *AC*, 1992, n° 10, págs. 109 y ss..

MENDOZA VILLAR, M., "Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado. Análisis jurídico", en *SSF-PEE*, 1987, n° 19, págs. 15 y ss..

MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. (dir.), *Derecho cambiario (Estudios sobre la Ley cambiaria y del cheque)*, Madrid, 1992.

MEO, "Decartolarizzazione dei valor mobiliari e liquidazione e compensazione delle operazioni di borsa nella nuova disciplina spagnola", *RdS*, 1992, págs. 1066 y ss..

MERCADAL, B./ JANIN, PH., en *Memento pratique Francis Lefebvre, Sociétés commerciales*, Paris, 1991, págs. 713 y ss..

MERLE, P., *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Paris, 1988.

MICHELSSEN, A., *Company Law*, en GAMMELTHOF-HANSEN, H./ GOMARD, B./ PHILIP, A., *Danish Law. A general survey*, Copenhagen, 1982, págs. 267 y ss..

MIGEOT, PH., "La dématérialisation des valeurs mobilières françaises", en *Banque*, 1984, págs. 827 y ss..

MINERVINI, G., *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989.

- "Note sul contratto di deposito nel sistema Monte Titoli", en *Dir. banca merc. fin.*, 1990, n° 3, págs. 272 y ss..

- "Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di credito", en *BBTC*, 1990, I, págs. 145 y ss.

MÍNGUEZ, R., "La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: admisión a cotización, folleto de admisión a cotización, folleto de emisión y de oferta pública y ofertas públicas mobiliarias", en *ICE*, n° 703, 1992, págs 125 y ss..

MIQUEL, J., *Curso de Derecho romano*, Barcelona, 1987.

MIQUEL GONZÁLEZ, J. M^a., "Comentario a los artículos 446 a 466 del Código civil", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo I, págs. 1201 y ss..

- "Comentario al artículo 609 del Código civil", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo I, págs. 1543 y ss..

MOTOS GUIRAO, M., "Sobre si el ingreso en la cuenta corriente bancaria del acreedor libera al deudor", *RDM*, 1958, págs. 245 y ss..

MOZOS Y DE LOS MOZOS, J. L., "Crisis del principio de abstracción y presupuestos romanistas de la adquisición del dominio en el Derecho español", en *ADC*, 1982, n° 25, págs. 1027 y ss..

NIETO CAROL, U., "Las Sociedades y Agencias de Valores como sociedades anónimas especiales", en *RDBB*, 1992, n° 46, págs. 439 y ss..

O'CALLAGHAN MUÑOZ, X., *Compendio de Derecho civil*, Tomo III, Madrid, 1985.

OLIVENCIA RUIZ, M., "La incorporación del derecho al título y su desincorporación. (Análisis histórico dogmático)", en *VV. AA., Anotaciones en cuenta...*, págs. 13 y ss..

- "Ley del Mercado de Valores y Agentes mediadores del Comercio. (Nueva fase en la historia de una profesión)", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, págs. 1967 y ss..

OPITZ, G., "Wertrechte und Wertpapiere", en *Bank-Archiv*, 1941, págs. 36 y ss. y en *Fünfzig depotrechtliche...*, págs. 426 y ss..

- "Ein Wertrechtsgiro", en *ZKW*, 1950, págs. 343 y ss., 366 y ss. y 391 y ss. y en *Fünfzig depotrechtliche...*, págs. 538 y ss..

-
- "Il depósito cumulativo di titoli nelle banche tedesche", en *MC*, 1953, págs. 482 y ss..
 - *Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954.
 - "Der stückelose Effektenverkehr, ein Gegenstück zum bargeldlosen Zahlungsverkehr", en *Fünfzig depotrechtliche...*, pág. 94.
 - "Die Girosammelverwahrung von Inhaberteilschuldverschreibungen und Orderpapieren", en *Bank-Archiv*, XXXIX, págs. 432 y ss., 449 y ss. y 481 y ss. y en *Fünfzig depotrechtliche...*, págs. 146 y ss..
 - "Die Sammelverwahrung von Wertpapieren mit Gruppenauslösung", en *Fünfzig depotrechtliche...*, págs. 371 y ss..
 - "Von der Girosammelverwahrung zur Girosammelverwaltung", en *Fünfzig depotrechtliche...*, págs. 384 y ss..
 - "Die Wertpapiersammeldepots in Deutschland", en *Fünfzig depotrechtliche...*, págs. 601 y ss..
 - *Depotgesetz*, 2ª ed., Berlin, 1955.

OPPO, G., "Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)", en *RDCiv*, 1986, I, págs. 15 y ss..

- "Dal progetto alla legge Monte Titoli", en *RDCiv*, 1986, II, págs. 440 y ss..

ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Los pagarés del Tesoro: un nuevo instrumento de deuda pública", en *RDBB*, 1983, n° 9, págs. 115 y ss..

- "Presentación", en *SSF-PEE*, 1987, n° 19, págs 9 y ss..

ORTELLS RAMOS, M., *El embargo preventivo*, Barcelona, 1984.

ORTIZ NAVACERRADA, "El nuevo título ejecutivo del número 7° del artículo 1429 de la Ley de Enjuiciamiento Civil", en *AC*, 1992, n° 39, págs. 647 y ss..

PALAO TABOADA, C., *Derecho financiero y tributario*, I, 2ª ed., Madrid, 1987.

PANTALEÓN PRIETO, F., "Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo (arts. 66 a 73 LSA)", en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, Vol. 3º, Madrid, 1992, págs. 160 y ss..

-
- "Comentario a los artículos 1526 a 1536 del Código civil", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo II, págs. 1019 y ss..
 - "Copropiedad de acciones", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, págs. 1734 y ss..
 - "Prenda de acciones", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. III, págs. 5003 y ss..

PANZARINI, G., *Autonomía e circolazione nei titoli di credito nominativi e al portatore*, Milano, 1969.

PARICIO SERRANO, L., "La evolución del título-valor y el artículo 1.384 del Código civil (Comentario a la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 de mayo de 1987)", en *RDBB*, 1988, n° 31, págs. 673 y ss..

PARTESOTTI, G., "Profili cartolari del sistema Monte Titoli", en *BBTC*, 1987, I, págs. 601 y ss..

PAU PEDRÓN, A., "Publicidad del Registro Mercantil", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, págs. 5394 y ss..

-
- "Registro Mercantil", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, págs. 5721 y ss..

PAVONE LA ROSA, A., "La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli", en *BBTC*, 198, I, págs. 288 y ss..

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., "Seguridad jurídica y seguridad del tráfico", en *RDM*, 1985, n° 175-176, págs. 7 y ss..

- "La naturaleza jurídica de la letra de cambio", en MENÉNDEZ, A. (dir.), *Derecho cambiario...*, págs. 95 y ss..

- "La desincorporación de los títulos-valor. (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)", en VV. AA., *El nuevo Mercado de Valores...*, págs. 81 y ss..

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ Díez-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomos I y II, 2ª ed., Madrid, 1993.

PEDROL RÍUS, A., "Cláusulas estatutarias restrictivas de la libre transmisibilidad de las acciones en las

sociedades anónimas", en *RDP*, 1949, págs. 717 y ss..

PELLIZI, G. L., *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967.

PENNINGTON, *Company Law*, 5ª ed., London, 1985.

PEÑA BERNALDO DE QUIRÓS, M., *Derecho de familia*, Madrid, 1989.

- "Comentario a los artículos 1384 y 1385 del Código civil", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ DÍEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo II, Madrid, 1993, págs. 738 y ss..

PEÑA VELASCO, G. DE LA , "Deuda Pública y Ley de Presupuestos", en *Las Cortes Generales*, Vol. III, Madrid, 1987, págs. 1907 y ss..

PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., "Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, págs. 2115 y ss..

PÉREZ ESCOLAR, R., "El Derecho bancario en el siglo XXI (Derecho y Tecnología)", *LA LEY*, 1991, n° 2671, págs 987 y ss..

PETERS, K., "Bucheffekten -eine Alternative zum Wertpapier?", en *WM*, 1976, págs. 890 y ss..

PETIT LAVALL, M^a. V., "Ley del Mercado de Valores. Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de sociedades", en *RGD*, 1990, n° 546, págs. 1517 y ss..

- "Acciones de sociedades anónimas, limitaciones a la libre transmisibilidad de acciones y aumento de capital mixto, con recursos propios y ajenos", en *RGD*, 1990, n° 559, págs. 3076 y ss..

PIÑEL, E., "Las entidades gestoras en el sistema de anotaciones en cuenta", en *VV. AA., Anotaciones en cuenta...*, págs. 151 y ss..

PLEYER, K./ SCHLEIFFER, G., "Neuere Entwicklungen im Depotrecht", en *Betr.*, 1972, págs. 77 y ss..

POLO, A., "La admisión de valores a cotización oficial", en *VV. AA., Coloquio de Derecho bursátil*, págs. 29 y ss..

POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Madrid, 1994.

PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho civil*, Tomo III, Volumen 3º, 3ª ed., Barcelona, 1983.

RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad", en *RDBB*, 1993, nº 50, págs. 361 y ss..

- "Título-valor", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, págs. 6576 y ss..

- "La desmaterialización de los valores privados en España (El sistema de anotaciones en cuenta)", en VV. AA., *Homenaje a Broseta Pont*, Valencia, 1995, págs. 3093 y ss..

- "Depósito administrado de valores (depósito abierto de valores)", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, págs. 2135 y ss..

RECKHORN-HENGEMÜHLE, M., *Die spanische Aktiengesellschaft nach der Reform des Aktiengesetzes von 1989*, München, 1992.

RICHARD, R., *Wertpapierrecht*, Heidelberg, 1987.

RICKENBACHER, R., *Globalurkunden und Bucheffekten*, Zürich, 1981.

RINGSMUTH, N., "La experiencia americana en el sistema de anotaciones en cuenta de la deuda del Gobierno", en VV. AA., *Anotaciones en cuenta...*, págs. 63 y ss..

RIPERT, G., "Le régime des valeurs mobilières et le décret du 4 août 1949", en *Rev. Soc.*, 1949, págs. 261 y ss..

RIPERT, G./ ROBLLOT, R., *Traité de Droit commercial*, Tomo I, 13^a ed., Paris, 1989; Tomo II, 12^a ed., Paris, 1990.

RIVES-LANGE, J.-L./ CONTAMINES-RAYNAUD, M., *Droit bancaire*, Paris, 1990, págs. 1018 y ss..

ROBLLOT, R., "La dématérialisation des valeurs mobilières", *Brochure A.N.S.A.*, n° 185, 1984.

ROCA FERNÁNDEZ-CASTANYS, J. A., "La actividad de gestión de valores mobiliarios en Italia. Notas sobre su situación en España", en *RDBB*, 1990, n° 37, págs. 107 y ss..

ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "El sistema español de anotaciones en cuenta. (Análisis del Real Decreto Regulador)", en VV. AA., *Anotaciones en cuenta...*, págs. 83 y ss..

ROSENDE HONRUBIA, M., "La prenda de créditos", en *RCDI*, 1927, n° 32, págs. 561 y ss..

- "La prenda de créditos (continuación)", en *RCDI*, 1927, n° 33, págs. 641 y ss..

ROUX, A., "Le compte courant et le virement de titres en France", en *Banque*, 1963, págs. 16 y ss..

RUFF, A./ BELAN, P., *L'ordinateur de la banque*, Paris, 1974.

SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima*, Roma-Madrid, 1955.

- "Evolución y perspectivas del régimen jurídico de los títulos-valores (letra de cambio, cheque y otros títulos)", en VV. AA., *Jornadas sobre la reforma de la Legislación Mercantil...*, págs. 217 y ss..

- "La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta", en VV. AA., *Anotaciones en cuenta...*, págs. 177 y ss..

- *Instituciones de Derecho mercantil*, 15ª ed., Madrid, 1991.

- (Dir.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1993.

- "Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta", en VERDERA Y TUELLS, E. (dir.), *El nuevo Mercado de Valores...*, págs. 91 y ss..

- *Instituciones...*, Tomo II (Títulos y valores, contratos mercantiles, Derecho concursal y marítimo), 17ª ed., Madrid, 1994.

- "Comentario al art. 2", en SÁNCHEZ CALERO, F. (dir.), *Comentario del R.D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Madrid, 1995, (en prensa).

- *Instituciones...*, Tomo II (Títulos y valores...), 18ª ed., Madrid, 1995.

SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., "A modo de prontuario sobre una reforma polémica: la Ley 24/1988 del mercado de valores", en *RDM*, 1989, nº 191, págs. 261 y ss..

- "La reforma del Mercado de Valores español: algunas claves orientadoras", en *RDBB*, 1990, nº 39, págs. 11 y ss..

- "Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la «Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y

-
- Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles»", en *RGD*, 1992, n° 571, págs. 2843 y ss..
- "La reforma de los mercados de títulos en España", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, págs. 2345 y ss..
- "Bolsa de Valores", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, págs. 821 y ss..
- "Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, págs. 1139 y ss..
- "Contrato bursátil", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. I, págs. 1561 y ss..
- "Cotización (de valores)", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, págs. 1747 y ss..
- "Derecho del Mercado de Capitales", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. II, págs. 2270 y ss..

-
- "Mercado de Deuda Pública en Anotaciones", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. III, págs. 4277 y ss..
 - "Mercado Financiero", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. III, págs. 4280 y ss..
 - "Sociedad de Valores", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, págs. 6316 y ss..
 - "Valor negociable", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, págs. 6797 y ss..

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (dir.), "Curso de Bolsa, Vol. I, Barcelona, 1992.

SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., "La acción como título y como valor mobiliario negociable. La transmisión de acciones", en GARRIDO DE PALMA, V. M./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ ARANGUREN URRIZA, F. J./ MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./ GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F. J., *Las sociedades de capital...*, cit., págs. 327 y ss..

- "La acción como objeto de derechos reales y otros gravámenes", en GARRIDO DE PALMA, V. M./ SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C./ ARANGUREN URRIZA, F. J./ MARTÍNEZ FERNÁNDEZ, T. A./ GARDEAZÁBAL DEL RÍO, F.

J., *Las sociedades de capital...*, cit., págs. 429 y ss..

SÁNCHEZ GUILARTE, J., "Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta", en ALONSO UREBA, A./ BONARDELL LENZANO, R./ GARCÍA VILLAVARDE, R. (coords.), *Nuevas entidades, figuras contractuales...*, págs. 647 y ss..

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "La «desmaterialización» de los valores en la experiencia francesa", en *RDBB*, 1987, nº 26, págs. 431 y ss..

- "Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 2, págs. 1255 y ss..

SÁNCHEZ-PARODI PASCUA, J. L., "Prenda y embargo de acciones", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVARDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 2, págs. 773 y ss..

SANTINI, G., "La cassa centrale di deposito e giro dei titoli azionari", en *RTDPC*, 1948, pág. 482 y ss..

- *Il bancogiro*, 2ª ed., Bologna, 1950.

SANTOS MARTÍNEZ, V., *Valores informatizados*, en *Congreso Internacional sobre la Reforma del Derecho contractual y la Protección de los Consumidores*, Zaragoza, 15-18 de noviembre de 1993, (manuscrito).

- "Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta", en ALONSO UREBA, A.; DUQUE DOMÍGUEZ, J.; ESTEBAN VELASCO, G.; GARCÍA VILLAVERDE, R.; SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), en *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo II (*Capital y acciones*), Vol. 1, págs. 341 y ss..

SCHLEGEL, A., *Die schweizerische Effektingiro AG un ihre Beziehung zum Bankkunden in der Verwahrung von Wertpapieren*, Bern-Stuttgart, 1983.

SCHÖNLE, H., *Bank- und Börsenrecht*, 2ª ed., München, 1976, págs. 294 y ss..

SCHULTZ, H./ OPITZ, G., "Sammeldepots beim Kassenverein", en *Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen*, Berlin, 1954, págs. 1 y ss..

SCHULTZE, H. A., *Beiträge zur Geschichte des Wertpapierrechts*, Marburg in Hessen, 1931.

SCHULZ, F., *Derecho romano clásico*, Barcelona, 1960.

Sin firma, "El «Taurus» abandonado tras un largo recorrido", en *Bolsa de Madrid*, 1993, n° 9, pág. 43.

SENES MOTILLA, C., "Notas sobre el tratamiento procesal-ejecutivo de los valores representados mediante anotaciones en cuenta", en *RGD*, 1994, n° 595, págs. 3561 y ss..

SEQUEIRA MARTÍN, A., "La transferencia bancaria de crédito", en POLO, A./ URÍA, R./ MARTÍN-RETORTILLO, S./ GARCÍA AÑOVEROS, J./ OLIVENCIA, M./ ANES, G./ ÁLVAREZ RENDUELES, J. R./ BLANCO CAMPAÑA, J., *Estudios de Derecho bancario...*, Tomo III, *cit.*, págs. 2531 y ss..

SERRA MALLOL, A. J., "La descorporización de los valores mobiliarios: las acciones no cotizadas en Bolsa y cesiones de acciones", en *RGD*, 1993, n° 591, págs. 11943 y ss..

SERRANO ALONSO, E., "Comentario a los artículos 1863 a 1873 del Código Civil", en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C./ DíEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ BERCOVITZ, R./ SALVADOR CODERCH, P. (dirs.), *Comentario del Código civil*, Tomo II, págs. 1874 y ss..

SPADA, P., "Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio", en *BBTC*, 1986, I, págs. 13 y ss..

- "La Monte Titoli s.p.a. tra legge ed autonomia statutaria", en *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli s.p.a., Atti del Convegno di Verona del 23 maggio 1987*, Padova, 1989, págs. 93 y ss..

SPAUDE, K. H., *Das dänische Rechtswesen*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1976.

STALLONE, F., "La forma dell'atto giuridico elettronico", en *Contrato e impresa*, 1990, n° 2, págs. 756 y ss..

STEUER, S., "Zum neuen stückelosen Wertpapierrecht in Frankreich", en *WM*, 1984, págs. 1385 y ss..

STÜDEMANN, *Die Globalaktie*, Berlin, 1960.

TAPIA HERMIDA, A. J., "La desmaterialización de los valores mobiliarios en Francia", en *RDBB*, 1988, n° 29, pág. 239.

- "El desarrollo reglamentario del régimen de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles", en *RDBB*, 1992, n° 45, págs. 267 y ss..

- "Las Normas de actuación en los mercados de valores. (Primeras reflexiones sobre el Real

Decreto 629/1993)", en *RDBB*, 1993, n° 50, págs. 315 y ss.

TAPIA HERMIDA, A./ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "La adaptación del mercado de valores al Derecho comunitario", en *RDBB*, 1991, n° 44, págs. 966 y ss..

TARRAGONA COROMINA, M., "Pactos restrictivos a la libre transmisibilidad de acciones", en *AAMN*, XXXI, 1992, págs. 63 y ss..

TERCEIRO, J. B. (dir.), *Estudio sobre el Mercado de Valores*, Madrid, 1988.

TRUJILLO DEL VALLE, J. A. y CUERVO-ARANGO, C., *El sistema financiero español*, Barcelona, 1985.

TUNC, A., "La représentation des actions par la comptabilité de la Caisse centrale de dépôts et de virements de titres", *Sem. jur.*, 1947, I (Doctr.), pág. 659, n° 4 y ss..

UBIRÍA ZUBIZARRETA, S., "La central de anotaciones y su operativa", en *VV. AA., Anotaciones en cuenta...*, págs. 133 y ss..

URÍA GONZÁLEZ, R., "Conclusiones", en *VV. AA., Anotaciones en cuenta...*, págs. 261 y ss..

- *Derecho mercantil*, 14ª ed., Madrid, 1987.

- *Derecho mercantil*, 16ª ed., Madrid, 1989.

URÍA/ MENÉNDEZ/ MUÑOZ-PLANAS, "La junta general de accionistas", en URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ OLIVENCIA RUIZ, M. (coords.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo V, Madrid, 1992.

VALLET DE GOYTISOLO, J., "Introducción al estudio de la hipoteca mobiliaria y a la prenda sin desplazamiento", en *RDP*, 1953, págs. 493 y ss..

VARA DE PAZ, N., *Pérdida, sustracción y destrucción de los títulos-valores*, Madrid, 1986.

VASSEUR, M., "La lettre de change-relevé", en *Rev. trim. dr. com.*, 1975, págs. 203 y ss..

- "La Lettre de Change-Relevé. De l'influence de l'informatique sur le Droit", Paris, 1976.

VAUPLANE, H. DE, "Le régime juridique de transfert de propriété des titres cotés", *Banque et droit*, nº 35, 1994, págs. 11 y ss.

VELASCO SAN PEDRO, L. A., "La adquisición a non domino de letra de cambio", en *RDM*, 1986, págs. 423 y ss..

- "La documentación de la posición de socio", en ALONSO UREBA, A./ DUQUE DOMÍNGUEZ, J./ ESTEBAN

VELASCO, G./ GARCÍA VILLAVERDE, R./ SÁNCHEZ CALERO, F. (coords.), *Derecho de Sociedades Anónimas*, Tomo I (*La fundación*), págs. 307 y ss..

- "Restricción a la libre transmisibilidad de acciones", en VV. AA., *Enciclopedia Jurídica Básica*, Vol. IV, págs. 5970 y ss..

VERDERA Y TUELLS, E., "Las actividades parabancarias. Innovación y desintermediación en el sistema financiero español", en RESTUCCIA, G. (dir.), *L'attività parabancaria*, Milán, 1987, págs. 143 y ss..

- (Dir.) *El nuevo Mercado de Valores*, Bolonia, 1993.

VICENT CHULIÀ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, Tomo I, Volumen 1º (*Comerciantes-Sociedades-Derecho Industrial*), 3ª ed., Barcelona, 1991; Tomo II (*Contratos-Títulos valores-Derecho Concursal*), 3ª ed., Barcelona, 1990.

VISENTINI, G., "I valori mobiliari", en RESCIGNO, P. (dir.), *Trattato di diritto privato*, Vol. XVI, Torino, 1985, págs. 665 y ss..

VV. AA., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987.

- *Coloquio de Derecho bursátil*, Bilbao, 1970.

-
- *Curso de Conferencias sobre "Organización y funcionamiento de los Servicios para la conservación y administración de los valores mobiliarios y liquidación de las operaciones de Bolsa"*, Madrid, 1971.
 - *El nuevo Mercado de Valores*, Madrid, 1995.
 - *Enciclopedia Jurídica Básica*, Madrid, 1995.
 - *Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, Vol. IV, Madrid, 1988.
 - *Jornadas sobre la reforma de la Legislación Mercantil*, Madrid, 1979.

WESSELEY, W., "Der Bundesschatzbrief als Sammelschuldbuchforderung und seine Emission", en *WM*, 1969, págs. 1094 y ss..

WITZ, C., "Die Entmaterialisierung des Effektenwesens in Frankreich", en *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten-, Gütertransport- und Zahlungsverkehr. Arbeiten zur Rechtsvergleichung*, KREUZER, K. (dir.), Neuwied/Frankfurt, 1988, págs. 47 y ss..

ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, 14^a ed., München, 1987.

- "Die Zurückdrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren", en *Funktionswandel der Privatrechtsinstitutionen, Festschrift für Ludwig Raiser*, Tübingen, 1974, págs. 249 y ss..

ZUNZUNEGUI, F., "Adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de Servicios de Inversión", en *DN*, 1995, nº 56, págs., 1 y ss..

ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., "Las compras simultáneas de valores", en *VV. AA., Anotaciones en cuenta...*, págs. 203 y ss..

- "El Derecho europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español", en *RDBB*, 1986, nº 21, págs. 69 y ss..

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	v
SUMARIO	ix
ABREVIATURAS	xi
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO PRELIMINAR	9
LOS DERECHOS INCORPORADOS A TÍTULOS Y LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES	9
1. EL PORQUÉ O RAZÓN DE SER DE LA INCORPORACIÓN DE LOS DERECHOS A LOS TÍTULOS-VALORES	11
2. LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES	22
2.1. LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES. LOS RIESGOS Y PROBLEMAS DEL PAPEL - RIESGOS Y PROBLEMAS DE LA INCORPORACIÓN, EN ÚLTIMO TÉRMINO-	23
2.2. ANÁLISIS DOGMÁTICO DE LA CRISIS DE LOS TÍTULOS-VALORES.	27
CAPÍTULO I	33
EL PROCESO DE DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES. SISTEMAS CORRECTORES Y SISTEMAS SUSTITUTIVOS	33
1. ALEMANIA. EL SISTEMA DE DEPÓSITO COLECTIVO ESTABLECIDO POR EL <i>DEPOTGESETZ</i>	35

1.1. ORÍGENES Y FUNDAMENTO DEL SISTEMA.	35
1.2. LOS BANCOS COLECTORES DE TÍTULOS-VALORES <i>-WERTPAPIERSAMMELBANKEN-</i>	37
1.3. TRANSMISIÓN DE LOS VALORES Y EJERCICIO DE LOS DERECHOS QUE DE ELLOS SE DESPRENDEN.	39
1.4. EL DECRETO DE 5 DE ENERO DE 1940; LOS CRÉDITOS REGISTRADOS DE LA DEUDA PÚBLICA <i>-SCHULBUCHFORDERUNGEN-</i>	40
2. FRANCIA. LA CAISSE CENTRALE DE DÉPÔTS ET DE VIREMENTS DE TITRES -CCDVT- Y LA SOCIÉTÉ INTERPROFESSIONNELLE POUR LA COMPENSATION DES VALEURS MOBILIÈRES -SICOVAM-.	42
2.1. EL DEPÓSITO OBLIGATORIO DE ACCIONES AL PORTADOR EN LA <i>CCDVT</i>	42
2.2. LA ORIGINARIA <i>SICOVAM</i> COMO SISTEMA DE DEPÓSITO <i>FACULTATIVO</i> DE ACCIONES AL PORTADOR.	45
2.3. MODIFICACIÓN DE LA <i>SICOVAM</i> POR LA LEY DE 30 DE DICIEMBRE DE 1981: ESTABLECIMIENTO DE UN SISTEMA DE DESMATERIALIZACIÓN TOTAL Y OBLIGATORIA DE LOS VALORES MOBILIARIOS.	46
3. ITALIA. LA MONTE TITOLI S.P.A.	48
3.1. CONTRATO DE DEPÓSITO DE LOS VALORES EN LOS OPERADORES INTERMEDIARIOS Y CONTRATO DE SUBDEPÓSITO EN LA <i>MONTE TITOLI</i>	50
3.2. SISTEMA DE <i>NEGOZIAZIONE ACCENTRATA</i> DE LOS VALORES INCLUIDOS EN EL SISTEMA.	53
3.3. EJERCICIO DE LOS DERECHOS QUE SE DERIVEN DE LOS VALORES INCLUIDOS EN EL SISTEMA.	56
4. OTRAS EXPERIENCIAS DE DERECHO COMPARADO.	57
4.1. ESTADOS UNIDOS.	57
4.2. DINAMARCA.	59
4.3. SUIZA: LA <i>SCHWEIZERISCHE EFFEKTEN-GIRO AG -Sega-</i>	60

4. 4. REINO UNIDO: EL SISTEMA <i>TALISMAN -TRANSFER ACCOUNTING, LODGEMENT FOR INVESTORS AND STOCK MANAGEMENT FOR JOBBERS-</i>	61
CAPÍTULO II	65
LA DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES EN EL MODELO DEL DERECHO ESPAÑOL	65
1. LOS INTENTOS DE SOLUCIÓN DE LOS SISTEMAS CORRECTORES	67
1.1. LOS TÍTULOS MÚLTIPLES.	68
1.2. EL SISTEMA DE FUNGIBILIDAD EN EL RD 1128/1974, DE 25 DE ABRIL, SOBRE LIQUIDACIÓN Y COMPENSACIÓN DE OPERACIONES EN BOLSA Y DE DEPÓSITO DE VALORES MOBILIARIOS.	72
2. LA DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES. EL SISTEMA SUSTITUTIVO O SOLUCIÓN RUPTURISTA DE NUESTRO ORDENAMIENTO	75
2.1. INTRODUCCIÓN.	75
2.2. ANTECEDENTES DE LA DESINCORPORACIÓN DE LOS VALORES EN EL DERECHO ESPAÑOL.	79
2.2.1. <i>La previsión de Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta en la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, y en las leyes de Presupuestos del Estado para 1979, 1980 y 1981. La efectiva emisión de Pagars del Tesoro representados por medio de anotaciones en cuenta -RD 1849/1981 y OM de 16 de septiembre de 1981-</i>	79
2.2.2. <i>RD 656/1982, de 3 de abril, sobre emisión de Deuda Pública interior y amortizable</i>	84
2.2.3. <i>La ampliación del ámbito objetivo de los valores anotados en cuenta a los bonos del Estado. Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos</i>	

<i>Generales del Estado para 1987; RD 2640/1986, de 30 de diciembre; OM de 22 de enero de 1987.</i>	86
<i>2.2.4. RD 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.</i>	87
2.2.4.1. Antecedentes legales y actual vigencia del RD 505/1987.	88
2.2.4.2. Fines perseguidos por el sistema de anotaciones en cuenta de Deuda Pública.	92
2.2.4.3. Estructura del sistema de Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta. Sistema de registro de <i>doble escalón</i>	94
2.2.4.4. Operaciones sobre la Deuda Pública anotada.	96
3. EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA ESTABLECIDO POR LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.	99
3.1. CONSIDERACIONES GENERALES.	99
3.1.1. <i>Marco legal.</i>	99
3.1.2. <i>Catalogación del sistema de anotaciones en cuenta de la LMV como un sistema de desmaterialización total facultativa.</i>	101
3.1.3. <i>Aportaciones de la LMV que afectan de modo especial a nuestro objeto de estudio.</i>	104
3.2. ÁMBITO DE APLICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.	109
3.2.1. <i>Ámbito objetivo de aplicación.</i>	109
3.2.2. <i>Ámbito subjetivo de aplicación.</i>	114
3.2.2.1. Vinculación originaria.	114
3.2.2.2. Vinculación voluntaria.	120
CAPÍTULO III	124
LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA...	124

1. CONSIDERACIONES GENERALES.....	126
1.1. NATURALEZA JURÍDICA Y RASGOS TÉCNICOS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES.	126
1.2. PUBLICIDAD MATERIAL Y PUBLICIDAD FORMAL EN LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES.	135
2. ORGANIZACIÓN DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES Y ENTIDADES ENCARGADAS DE LA LLEVANZA DE ESTOS REGISTROS.147	
2.1. REGISTROS DE VALORES NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.	151
2.2. REGISTROS DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.	160
2.2.1. <i>Registros de valores admitidos a cotización en Bolsa.</i>	<i>160</i>
2.2.2. <i>Registros de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.</i>	<i>181</i>
3. RESPONSABILIDAD DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS DE LOS REGISTROS CONTABLES DE VALORES.	190
3.1. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD CIVIL OBJETIVA.	190
3.1.1. <i>Circunstancias en las que se hace efectiva la responsabilidad civil de las Entidades encargadas.</i>	<i>190</i>
3.1.2. <i>Indemnización.....</i>	<i>194</i>
3.2. SOMETIMIENTO DE LAS ENTIDADES ENCARGADAS A UN RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA.....	196
CAPÍTULO IV	198
CONCEPTO DE VALOR ANOTADO EN CUENTA.....	198

1. AUSENCIA DE UNA DEFINICIÓN DE “VALOR” EN EL TEXTO DE LA LMV.	200
2. CONCEPTO DE “VALOR”. EL CONCEPTO <i>AMPLIO</i> DE “VALOR MOBILIARIO”; LA <i>IDENTIDAD CONCEPTUAL</i> EXISTENTE ENTRE LAS EXPRESIONES “VALOR MOBILIARIO” Y “VALOR NEGOCIABLE”. ...	202
3. CONCEPTO DE “VALOR NEGOCIABLE” -O “VALOR MOBILIARIO”-. 	214
3.1. LA <i>DOBLE TÉCNICA</i> SEGUIDA POR EL RD 291/1992 PARA LA DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO DE VALOR NEGOCIABLE.	214
3.2. ACOGIDA DE LOS <i>VALORES ATÍPICOS</i> DENTRO DEL CONCEPTO <i>AMPLIO</i> DE VALOR NEGOCIABLE MANEJADO POR EL RD 291/1992.	218
3.3. CARACTERES DEFINITORIOS DE LOS VALORES NEGOCIABLES.	221
3.3.1. <i>Contenido patrimonial del derecho que el valor representa.</i>	221
3.3.2. <i>Agrupación en emisiones -EM LMV, número segundo; arts. 2 LMV y 4 RD 291/1992-. </i>	222
3.3.3. <i>Negociabilidad -EM LMV, número segundo; art. 2 LMV-. </i>	227
3.3.4. <i>Unidad en la forma de representación.</i>	231
4. CONCEPTO DE “VALOR ANOTADO EN CUENTA”.	234
4.1. LA ANOTACIÓN EN CUENTA COMO <i>FORMA DE REPRESENTACIÓN</i> DE LOS VALORES NEGOCIABLES.	235
4.2. CARACTERES ESPECÍFICOS DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.	243
4.2.1. <i>Carácter esencialmente nominativo.</i>	244
4.2.2. <i>Irreversibilidad de la forma de representación.</i>	248
4.2.3. <i>Reserva de denominación.</i>	250
4.2.4. <i>Fungibilidad.</i>	251
4.3. DEFINICIÓN PROPUESTA DE “VALOR ANOTADO EN CUENTA”.	254

CAPÍTULO V	264
NATURALEZA JURÍDICA DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.....	264
1. LOS VALORES ANOTADOS COMO UNA CATEGORÍA ESPECÍFICA DENTRO DE LOS VALORES MOBILIARIOS.....	266
1.1. COMPONENTE OBJETIVO -EL VALOR MOBILIARIO O NEGOCIABLE- Y COMPONENTE FORMAL -LA REPRESENTACIÓN CONTABLE REGISTRAL- DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.	266
1.2. CALIFICACIÓN JURÍDICA DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.	267
1.2.1. <i>La equivocada pretensión de identificar los valores anotados con una forma evolucionada de los títulos-valores.</i>	269
1.2.2. <i>Los valores anotados tienen naturaleza jurídica propia.</i>	277
1.2.2.1. Naturaleza real de la titularidad sobre los valores anotados en cuenta. ..	286
1.2.2.2. Identidad de la <i>función económica</i> ejercida por los títulos-valores y por los valores anotados en cuenta.	288
2. CONFLUENCIA DE LOS PRINCIPIOS PROPIOS DE LOS DERECHOS REALES Y LOS PRINCIPIOS DEL DERECHO REGISTRAL.	290
2.1. DISTINCIÓN, DENTRO DEL RÉGIMEN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA, DE LOS ELEMENTOS INSPIRADOS EN EL SISTEMA REGISTRAL Y LOS INSPIRADOS EN EL SISTEMA DE TÍTULOS.....	292
2.2. EL SISTEMA DE ANOTACIONES ES, FUNDAMENTALMENTE, UN SISTEMA REGISTRAL.	305
3. DIMENSIÓN CONTABLE DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.	308
3.1. ELEMENTOS DE CARÁCTER CONTABLE CONFIGURADORES DE LA NATURALEZA Y RÉGIMEN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.	308
3.2. LA TRANSFERENCIA CONTABLE DE VALORES -PIEZA CLAVE DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA-.....	313

CAPÍTULO VI	326
CONSTITUCIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA	326
1. CONSTITUCIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA	328
1.1. OTORGAMIENTO DE ESCRITURA PÚBLICA.	330
1.2. INSCRIPCIONES EN EL REGISTRO MERCANTIL NECESARIAS EN EL RÉGIMEN <i>ESPECÍFICO DE LAS ACCIONES</i>	333
1.3. INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DE LA CNMV DE LA DESIGNACIÓN DE LA ENTIDAD ENCARGADA DEL REGISTRO CONTABLE DE LOS VALORES.	335
1.4. DEPÓSITO DE COPIAS DE LA ESCRITURA PÚBLICA Y PUBLICIDAD DE ÉSTA.	338
1.5. MODIFICACIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES.	345
1.6. INSCRIPCIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA EN EL REGISTRO CONTABLE.	346
2. CONTENIDO DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA	351
3. TRANSFORMACIÓN DE TÍTULOS EN ANOTACIONES EN CUENTA ..	354
3.1. TRANSFORMACIÓN NECESARIA DE TÍTULOS EN ANOTACIONES EN CUENTA.	355
3.1.1. <i>Transformación en anotaciones en cuenta de títulos fungibles</i>	356
3.1.2. <i>Transformación en anotaciones en cuenta de títulos negociados en Bolsa no incluidos en el sistema previsto en el D 1128/1974</i>	362
3.1.2.1. Títulos al portador.	364
3.1.2.2. Títulos nominativos.	369
3.1.3. <i>Transformación de títulos sujetos a derechos reales o gravámenes</i> . ..	371
3.2. TRANSFORMACIÓN VOLUNTARIA DE TÍTULOS EN ANOTACIONES EN CUENTA. ..	372
CAPÍTULO VII	380
LEGITIMACIÓN REGISTRAL PARA EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS ..	380
1. EFECTO LEGITIMADOR DE LA INSCRIPCIÓN REGISTRAL	382

1.1. LEGITIMACIÓN ACTIVA.	387
1.2. LEGITIMACIÓN PASIVA.....	390
2. CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN -ARTS. 12 LMV Y 18 Y SS. RD	
116/1992-.....	392
2.1. NATURALEZA Y CARACTERES GENERALES DE LOS CERTIFICADOS.....	395
2.2. EXPEDICIÓN DE LOS CERTIFICADOS.	403
2.3. INMOVILIZACIÓN REGISTRAL DE LOS VALORES; LA RESTITUCIÓN DE LOS CERTIFICADOS Y SU CADUCIDAD.	411
2.4. EXTRAVÍO, DESTRUCCIÓN Y SUSTRACCIÓN DE LOS CERTIFICADOS.....	417
2.5. EJECUTIVIDAD PROCESAL DE LOS CERTIFICADOS DE LEGITIMACIÓN.	418
CAPÍTULO VIII.....	426
TRANSMISIÓN DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.	426
1. ESTRUCTURA DEL ACTO TRANSMISIVO; IUSTA CAUSA Y TRADITIO.428	
1.1. EL <i>NEGOCIO CAUSAL</i> O <i>IUSTA CAUSA</i> EN LA TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.	430
1.2. LA <i>INSCRIPCIÓN</i> DE LA TRANSMISIÓN EN EL REGISTRO CONTABLE.	437
1.2.1. <i>La inscripción como ficta traditio; su Fundamento y significado.....</i>	438
1.2.2. <i>Necesidad de la inscripción en la transmisión de valores anotados en cuenta -incidencia del título de la transmisión en el carácter constitutivo de la inscripción-.....</i>	448
1.2.2.1. Transmisión <i>inter vivos</i> a título oneroso.....	448
1.2.2.2. Transmisión <i>mortis causa</i>	454
1.2.2.3. Transmisión <i>inter vivos</i> a título gratuito.....	457
1.2.3. <i>Aplicación de los principios de prioridad y de tracto sucesivo a la inscripción registral de la transmisión.....</i>	458

2. OPONIBILIDAD DE LA TRANSMISIÓN TRAS SU INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DE VALORES ANOTADOS.....	461
3. IRREIVINDICABILIDAD DE LOS VALORES ANOTADOS EN CUENTA.	465
3.1. REQUISITOS.....	471
3.2. PROTECCIÓN DEL LEGÍTIMO TITULAR.....	486
3.3. EXCEPCIONES OPONIBLES FRENTE AL ADQUIRENTE DE BUENA FE.....	488
4. REGÍMENES ESPECÍFICOS DE TRANSMISIÓN, EN FUNCIÓN DE QUE LOS VALORES SE ENCUENTREN O NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.....	489
4.1. TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA NO ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES.....	490
4.2. TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS.....	494
4.2.1. <i>Transmisión de valores cotizados en Bolsa.....</i>	<i>496</i>
4.2.2. <i>Transmisión de la Deuda Pública anotada en cuenta. Negociación de estos valores en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y en las Bolsas de Valores.....</i>	<i>505</i>
5. LA EXIGENCIA DE INTERVENCIÓN DE TERCERO EN LA TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.....	519
5.1. ANTECEDENTES NORMATIVOS.....	519
5.2. RÉGIMEN ESTABLECIDO POR LA LMV (DA 3ª.1 LMV).....	525
5.3. INOBSERVANCIA DE LA EXIGENCIA DE INTERVENCIÓN DE FEDATARIO PÚBLICO O SOCIEDAD O AGENCIA DE VALORES.....	536
6. DOS SUPUESTOS PARTICULARES.....	539

6.1. TRANSMISIÓN DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA QUE TENGAN NATURALEZA DE BIENES GANANCIALES.....	539
6.2. RESTRICCIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES ANOTADAS EN CUENTAS.....	543
CAPÍTULO IX	552
CONSTITUCIÓN DE DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVÁMENES SOBRE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.....	552
1. CONSIDERACIONES GENERALES.	554
2. ANÁLISIS DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA. ..	558
2.1. NATURALEZA JURÍDICA DE LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS EN CUENTA. ..	558
2.2. CONSTITUCIÓN DE LA PRENDA.	571
2.2.1. <i>Constitución de la prenda de valores anotados en cuenta por vía de contrato.....</i>	<i>572</i>
2.2.1.1. Estructura del acto constitutivo de la prenda de valores anotados en cuenta.	572
2.2.1.1.1. Negocio causal originario de la prenda de valores anotados.....	572
2.2.1.1.2. Inscripción registral de la prenda de valores anotados. Carácter constitutivo de la inscripción y su equivalencia con el desplazamiento posesorio del título.....	573
2.2.1.2. Requisitos para la constitución de la prenda de valores anotados.	580
2.2.2. <i>Otras formas de constitución del derecho de prenda sobre valores anotados en cuenta.</i>	<i>583</i>
2.2.2.1. Usucapión.	584
2.2.2.2. Negocio jurídico <i>mortis causa</i>	585
2.2.2.3. Adquisición <i>a non domino</i>	586

2.2.3. <i>Sobre la posibilidad de constituir prenda de valores anotados en cuenta mediante la entrega del certificado de legitimación.</i>	591
2.3. Oponibilidad de la prenda constituida sobre valores anotados en cuenta.	594
2.4. Ejercicio de los derechos correspondientes a los valores pignorados.	598
2.5. Ejecución de la prenda.....	606
3. TRANSMISIÓN DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTROS GRAVÁMENES SOBRE VALORES ANOTADOS EN CUENTA.....	609
4. CARACTERES ESPECÍFICOS DE LOS DERECHOS REALES LIMITADOS U OTRA CLASE DE GRAVÁMENES SOBRE VALORES DE DEUDA PÚBLICA ANOTADA.....	613
CAPÍTULO X	620
CONCLUSIONES	620
BIBLIOGRAFÍA	664
ÍNDICE	717