

La prenda de anotaciones en cuenta

SUMARIO: I. PLANTEAMIENTO.—II. LOS VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA: II. 1. VALORES SUSCEPTIBLES DE SER REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA. II. 2. CONCEPTO Y SIGNIFICADO DE LOS VALORES ANOTADOS: II. 2. A. Introducción; II. 2. B. Las experiencias en Derecho comparado; II. 2. C. El sistema español de anotaciones en cuenta: a) Antecedentes y significado; b) Los registros contables: organización y carácter.—III. LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS: III. 1. CONSIDERACIONES PREVIAS. III. 2. LA CONSTITUCIÓN DE LA PRENDA. III. 3. Oponibilidad de la prenda: III. 3. A. Oponibilidad frente a los acreedores del constituyente de la garantía; III. 3. B. Oponibilidad frente a terceros adquirentes de los valores. III. 4. EJERCICIO DE LOS DERECHOS CORRESPONDIENTES A LOS VALORES. III. 5. LA ADQUISICIÓN "A NON DOMINO" DEL DERECHO DE PRENDA. III. 6. EJECUCIÓN DE LA PRENDA.

I. PLANTEAMIENTO

1. El recurso a garantías reales como medio de asegurar el cumplimiento de las obligaciones es algo sumamente extendido en el tráfico mercantil. Los acreedores, sobre todo los acreedores profesionales —que son, en definitiva, los que dominan la actividad económica en el sector del crédito— pocas veces se contentan con la garantía que para sus intereses establece el artículo 1911 del Código Civil. Es más fácil confiar en el cumplimiento futuro de una obligación —y a esto se reduce, en esencia, la idea de crédito— cuando tal obligación se encuentra garantizada por otras personas (fiadores, avalistas) o por la afección de determinados bienes.

Con relación, precisamente, al campo de las garantías reales, es conocida la preferencia del tráfico mercantil por la constitución de garantías mobiliarias. La prenda de mercancías (o de documentos representativos de las mismas) y la de valores son figuras de rancio abolengo en el Derecho Mercantil, bien estudiadas por la literatura jurídica y frecuentemente utilizadas en la práctica. En particular, la prenda de valores recibió regulación específica en el Código de Comercio, lo que parece confirmarla como la

garantía real "mercantil" o "comercial" por excelencia (junto con la prenda de títulos de tradición que, en su modalidad de prenda de resguardos de depósito en almacenes generales, está expresamente contemplada en los arts. 196 y 197 CCo). Se trata, sin duda, de una figura de innegable raigambre en nuestro ordenamiento. A pesar de ello, presenta hoy en día aspectos decididamente novedosos. Téngase en cuenta, en este sentido, la posibilidad —introducida en nuestro Derecho por la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 (LMV)— de constituir una prenda sobre valores no representados a través de títulos, esto es, de pignorar meras anotaciones en cuenta. Tal posibilidad, viable actualmente, abre un extenso abanico de problemas y cuestiones nuevos que requieren a veces de los juristas soluciones también originales.

Resulta así, en efecto, que la prenda de valores mobiliarios presenta dos modalidades o aspectos bien distintos. De un lado, aparece como una prenda sobre títulos-valores, es decir, como una prenda sobre cosas muebles, con lo que se mueve en las coordenadas tradicionales, en el sendero conocido. Pero, de otro, se manifiesta como una prenda de valores anotados, o sea, de valores no documentados. Y es esta segunda modalidad la que, en sí misma, supone una importante novedad. Nótese que no se trata, ni mucho menos, de una prenda de créditos, sino de algo diferente: el objeto de la prenda es un bien incorporal, pero no es un crédito, llamémoslo, "ordinario". Son valores mobiliarios desmaterializados, no sometidos a la ley de circulación de los derechos, sino a una disciplina propia que presenta numerosos puntos de contacto con el régimen de los títulos-valores.

2. En las páginas que siguen estudiaremos, precisamente, la prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta. Nos detendremos, fundamentalmente, en los aspectos sustantivos y esenciales de la figura, es decir, en las grandes líneas de su disciplina. Dejaremos aparte la regulación del funcionamiento y organización de los registros contables, los sistemas de identificación y control de los valores y las relaciones con los emisores de las entidades encargadas de la llevanza de los registros, así como su intervención en la administración de los valores. Todos estos aspectos, que pueden denominarse operativos en cuanto hacen referencia al modo en que va a funcionar y organizarse el sistema "registral" de anotaciones en cuenta, serán regulados por la vía reglamentaria (art. 7.5 LMV). No obstante, y a pesar de la ausencia de esta normativa específica, creo posible ya, en el estado actual de la legislación, iniciar el estudio de algunos de los problemas fundamentales que, sin lugar a dudas, va a plantear la prenda de anotaciones en cuenta.

3. Una última precisión es necesaria para dejar correctamente planteado y delimitado nuestro estudio. Conviene recordar, en efecto, que la

expresión "prenda de anotaciones en cuenta" no es totalmente nueva en nuestro Derecho. Lo que ocurre es que con ese nombre se venía haciendo referencia a una figura muy diferente en su régimen y significación a la prenda de valores regulada en la LMV. Tanto el artículo 2.2 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, como el artículo 17 de la Orden de 19 de marzo de 1987 se ocuparon de regular la prenda de Deuda del Estado representada mediante anotaciones en cuenta. "Nominalmente", por tanto, la institución ya era conocida entre nosotros con anterioridad a la promulgación de la LMV. Ahora bien, es necesario aclarar desde el primer momento que esta "prenda" contemplada en el Real Decreto 505/1987 poco o nada tiene que ver con la prenda de valores anotados a que se refiere el artículo 10 LMV. Y ello porque los objetos sobre los que recae la garantía, los bienes empeñados, son de muy diferente naturaleza en un supuesto y en otro. En efecto, la disciplina contenida en el Real Decreto de 3 de abril de 1987 citado no creó una fórmula radicalmente nueva para la circulación de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, que siguió sometida a los principios normativos de la cesión de créditos. Los derechos, al no estar representados en títulos, quedaban "solos, desnudos, descubriendo su realidad más íntima: la de simples derechos de crédito" (1). En consecuencia, la prenda de Deuda Pública anotada se configuraba básicamente como una prenda de derechos cuya fecha había de constar, por tanto, en instrumento público para ser oponible a terceros (art. 1.865 CC) y cuya constitución había de ser comunicada al deudor para garantizar de este modo la indisponibilidad de la garantía por parte del constituyente de la misma (art. 2 del Real Decreto 505/1987) (2).

Del todo diferentes son, desde luego, los valores anotados regulados en los artículos 5 a 12 de la LMV. Estos preceptos sí vienen a diseñar una fórmula jurídica nueva para la circulación de los derechos no documentados. Se introduce así en nuestro ordenamiento la categoría de los derechos-valores, entendiendo por tales aquellos derechos no incorporados a títulos a los que, sin embargo, se sustrae a la aplicación de las normas sobre

(1) Cfr. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO: "El sistema español de anotaciones en cuenta", en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pág. 112. El autor explica, a este respecto, que la transmisión de Deuda Pública anotada no produce efectos frente al deudor (Estado), sino cuando se cumplen las condiciones de los artículos 1.527 CC y 347 CCo, y que sólo es oponible a terceros si su fecha puede ser tenida por cierta de forma fehaciente (art. 1.526 CC). La especialidad del sistema consiste, ajuicio de ROJO, en que no existe comunicación individual y aislada de cada cesión, sino global o de saldos, ya que las Entidades Gestoras sólo comunican a la Central de Anotaciones en Cuenta el volumen global de saldos de terceros que cada día tengan registrados (págs. 116-117).

(2) Cfr. ROJO FERNÁNDEZ-RÍO: "El sistema español de anotaciones en cuenta", *cit.*, págs. 122-123.

cesión de créditos para aplicarles una disciplina especial, dirigida primordialmente a garantizar la seguridad del tráfico e inspirada de modo muy claro en las soluciones y técnicas propias de la experiencia de los títulos-valores. Todo ello quiere decir que la prenda de anotaciones en cuenta contemplada en el artículo 10 LMV es, efectivamente, una institución absolutamente nueva entre nosotros. Ciertamente, el *nomen iuris* de la figura ha sido, como hemos visto, empleado previamente en otros textos normativos. Pero para designar, y esto es lo que importa, una institución con características totalmente diferentes a las de la prenda regulada en la LMV.

4. Aclarados así estos extremos, estamos ya en condiciones de abordar el estudio de la prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta. Para ello intentaremos, en primer lugar, exponer en sus líneas maestras el significado y funcionamiento del sistema de valores anotados —que son los objetos sobre los que recae el derecho de garantía que reclama nuestra atención— para después, en un segundo momento, estudiar específicamente el régimen de la prenda.

II. LOS VALORES REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA

II. 1. VALORES SUSCEPTIBLES DE SER REPRESENTADOS MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA

5. La LMV dedica el capítulo II de su título I a la regulación de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta. La prenda de estos valores viene específicamente contemplada y parcialmente regulada en el artículo 10. Y el primer punto que debemos aclarar es que no cualquier derecho no materializado en un título puede ser representado mediante anotaciones contables. O, por decirlo con mayor precisión, que sólo determinados valores incorporales quedarán sometidos a la especial disciplina contenida en los artículos 5 a 12 de la LMV. En efecto, esta Ley comprende en su ámbito de aplicación los valores negociables, emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones (art. 2 LMV). Tal formulación permite extraer una conclusión y abrir, al mismo tiempo, un interrogante.

De un lado, parece claro que habrá valores no representados por medio de títulos que no estarán sometidos a la LMV, incluso aunque se tenga constancia de su titularidad y transmisión por medio de anotaciones contables. Se tratará de valores que no estarán propiamente *representados*

por medio de anotaciones en cuenta en el sentido y a los efectos de la LMV; serán simples derechos incorporales sometidos a las reglas de la cesión de créditos y, desde luego, a los principios reguladores de la pignोरación de los derechos no poseíbles. En otras palabras, las normas del capítulo II del título I de la LMV no constituyen, ni mucho menos, una nueva disciplina general para los valores no incorporados a títulos. De todos ellos, sólo los que puedan ser calificados como *representados por medio de anotaciones en cuenta* quedarán sustraídos a la disciplina común sobre transmisión de créditos y demás derechos incorporales (3).

6. Pero, naturalmente, y supuesta la exactitud de las afirmaciones anteriores, se plantea el problema de determinar qué valores resultan aptos para ser representados por medio de anotaciones en cuenta. Claro está que la contestación a esta pregunta no nos dirá si determinados tipos de valores estarán de hecho representados de una manera u otra, porque el principio general es que el emisor tiene libertad de elección de la modalidad de representación (art. 5.1 LMV) (4). Pero sí nos servirá para saber qué categorías de valores pueden ser representados por medio de anotaciones y, por tanto, cuáles de ellos pueden quedar sometidos a la especial disciplina de los artículos 5 a 12 LMV, en caso de que se adopte efectivamente esta modalidad de representación.

(3) A este respecto resulta sumamente ilustrativa la disciplina de la acciones. En efecto según el artículo 51 LSA las acciones podrán estar representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta, quedando estas últimas sometidas a lo dispuesto en la LMV (art. 60 LSA). Pero, además, la LSA prevé la posibilidad de que las acciones destinadas a representarse mediante títulos no se hayan impreso o no hayan sido entregadas, en cuyo caso su transmisión procederá de acuerdo con las normas sobre la cesión de créditos (art. 55 LSA). Idéntica solución habría de seguirse, aunque nada diga expresamente la ley, en el supuesto de que acciones dirigidas a representarse por medio de anotaciones no hubieran llegado a constituirse por faltar la inscripción en el correspondiente registro contable. Se aprecia así que son dos los tipos de acciones no materializadas en títulos; aquéllas representadas mediante anotaciones en cuenta, que quedan sometidas a las disposiciones del capítulo II del título I de la LMV (art. 8.1 LMV) y aquellas otras que no están impresas ni constituidas como anotaciones, cuya transmisión se regirá por las normas sobre la cesión de créditos y cuya pignोरación se ajustará también a las prescripciones y principios del Derecho común sobre la prenda de créditos (art. 57.1 LSA).

(4) No obstante, el mismo artículo 5 *in fine* prevé la posibilidad de que el Gobierno establezca, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta sea condición para la admisión a negociación en un mercado secundario oficial. No por vía reglamentaria, sino merced a normas con fuerza de ley, se ha establecido que las acciones y obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a negociación en un mercado secundario oficial habrán de representarse, necesariamente, por medio de anotaciones en cuenta (disposición adicional 1.^a, punto 5.º, de la LSA). Asimismo, el mercado secundario de Deuda Pública en Anotaciones, que es un mercado secundario oficial (art. 31 LMV) sólo tendrá por objeto, como indica su propio nombre, la negociación de Deuda Pública representada

La respuesta debe venir de la mano del artículo 2 LMV antes citado. Según este precepto, la Ley reúne bajo su ámbito valores negociables agrupados en emisiones. Será necesario, por tanto, precisar el significado de las notas de "negociabilidad" y "agrupación en emisiones" dado que son las que definen los valores a efectos de la aplicación de la Ley del Mercado de Valores (5).

7. En cuanto al dato de la "negociabilidad", dice la exposición de motivos de la LMV que con tal expresión se ha querido hacer referencia no a la mera transmisibilidad, sino a "algo más amplio", conectado con la existencia de un mercado —más o menos reducido— caracterizado por el predominio de los términos económicos en que se produce la transmisión sobre las características personales de los contratantes. Así entendido, el concepto de "negociabilidad" remite inmediatamente a la categoría de los títulos de inversión, que sólo son concebibles en la medida en que existe un mercado secundario que permite al inversor liquidar sus activos ("desinvertir"). Son negociables —y no meramente transmisibles— aquellos valores respecto de los cuales existe una oferta y una demanda que definen globalmente las condiciones de las transmisiones realizadas (señaladamente el precio) sin dejar lugar a una discusión individual —cada oferente con cada demandante— basada en las características de transmitentes y adquirentes (6).

mediante anotaciones en cuenta y de aquellos otros valores que, representados de igual forma, sean emitidos por las Comunidades Autónomas, por otras entidades y sociedades públicas o por organismos internacionales de los que España sea miembro, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda.

(5) El artículo 5.1 LMV insiste en esta idea al especificar que los valores negociables podrán ser representados por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta. Su agrupación en emisiones es también presupuesta por el artículo 5.1 cuando enuncia el principio de homogeneidad de la modalidad de representación para cada emisión.

(6) Ello permitiría, en principio, dudar de la posibilidad de caracterizar como negociables ciertos valores que se suelen considerar como valores mobiliarios. Piénsese, por ejemplo, en las acciones de sociedades "familiares"; ¿es posible hablar de la existencia de un mercado para estos valores? Desde luego, y pasando por encima de estas disquisiciones, la LSA establece expresamente que las acciones pueden ser representadas por medio de anotaciones en cuenta y que, en tal caso, se regirán por la normativa reguladora del mercado de valores (arts. 51.1 y 60.1 LSA).

En realidad, la interpretación correcta pasa por considerar que el requisito de la negociabilidad no va referido al valor concreto de que se trate —para el que, lógicamente, puede no haber ningún tipo de mercado—, sino al *tipo* de valor. Así, serán negociables los valores *que sean de un tipo para el que exista un mercado que los acepte como títulos de inversión*. Ello explica que las acciones y obligaciones —en cuanto "tipos" de valores— sean siempre negociables.

En este sentido, es muy ilustrativo el contenido del "Uniform Commercial Code" (UCC) §8-102-(l)-(a)-(ii) y §8-102-(l)-(b)-(ii). Según el Comentario oficial de estas normas, que hace expresa referencia a las "closelyheld corporations", también las acciones de estas sociedades han de ser consideradas "securities" (a pesar de no ser negociables

8. Por otra parte, la ley menciona también el dato de la "agrupación en emisiones". Según la exposición de motivos se ha preferido esta idea a la de valores emitidos en serie no sólo por la dificultad de la concreción legal de esta última, sino, principalmente, por el hecho de que no hay razón para no considerar agrupados en una emisión instrumentos que pueden ser heterogéneos en algunas de sus características y que, en consecuencia, podrían escapar a las previsiones de la ley. Lo cierto es que el abandono del concepto de títulos emitidos "en serie" parece razonable si por tales se entienden los emitidos con absoluta igualdad de características y derechos (7). En suma, de lo que se trata es de eliminar la necesidad de *unidad de título jurídico* (8). En efecto, los valores emitidos en serie no contienen cada uno de ellos una específica y particularizada declaración de voluntad del emisor como sucede, sin embargo, con los títulos emitidos aisladamente; en otras palabras, tienen su origen en un acto único, en una única declaración de voluntad (9).

Por el contrario, la "agrupación en emisiones" significa algo distinto; reclama la idea de valores emitidos en cantidad notable a causa de una única operación colectiva de inversión y que presentan características homogéneas (10). Lo importante es que —sea cual sea el modo con que se

en los mercados de valores), porque pertenecen a un "tipo" de valor —acciones— que si es usualmente admitido es tales mercados como un medio de inversión. Cfr., sobre esta cuestión, DE LA CUESTA RUTE: *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972, págs. 210-212.

(7) Cfr. BERCOVITZ, A.: "El derecho de mercado de capitales", *RDBB*, núm. 29, 1988, pág. 90; OTERO LASTRES: "Reflexiones sobre la aplicabilidad de los artículos 111 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas a los pagarés de empresa", *La Ley*, 1985-1, pág. 1153. La verdad es que se aprecia en nuestro Derecho positivo cierta tendencia a considerar emitidos en serie los valores idénticos, no sólo —por lo demás— en el contenido de derechos que atribuyen, sino incluso en el valor nominal. Nótese, en este sentido, que el artículo 49 LSA define las series como conjuntos de acciones con igual contenido de derechos —pertenecen a la misma clase— y con el mismo valor nominal. Por su parte, el artículo 53 LSA dispone que los títulos múltiples sólo pueden incorporar acciones de la misma serie, sin duda porque parte de la idea de que son idénticos. En la misma línea se mueve el artículo 291 LSA al imponer que todos los títulos de una emisión han de ser iguales, lo cual comporta, naturalmente, la igualdad entre los que componen cada una de las series de la emisión.

(8) Cfr. VICENT CHULIÁ: *Introducción al Derecho mercantil*, 2.^a ed., Barcelona, 1989, pág. 188.

(9) Cfr. OTERO LASTRES: "Reflexiones sobre la aplicabilidad de los artículos 111...", *cit.*, pág. 1148.

(10) Es lo que CASTELLANO ("I titoli di massa", *BBTC*, I, 1987, págs. 22 y sigs.) denomina valores emitidos en masa. Podríamos distinguir así, de acuerdo con lo dispuesto en el texto, entre títulos emitidos en masa y títulos emitidos en serie. Lo que ocurre es que en este terreno la confusión terminológica y la anfibología son ya tan frecuentes y están tan consolidadas que los intentos de aclarar la cuestión suelen terminar por complicarla aún más.

trate de dar individualidad a cada uno de ellos— el conjunto de valores emitidos se halle vinculado a la obtención de un determinado volumen de medios financieros superior, en todo caso, al importe de cada uno de ellos considerados por separado (11). No hace falta, por tanto, que todos los valores respondan a un mismo título jurídico; bastará con la existencia entre ellos de un cierto grado de homogeneidad, cuyos criterios de determinación serán establecidos reglamentariamente (art. 2 LMV) (12).

9. Quedan excluidos, por tanto, de la aplicación de las normas contenidas en el capítulo II del título I de la LMV los valores no negociables y/o no agrupados en emisiones. En principio, por consiguiente, no quedan al margen del sistema de representación por medio de anotaciones en cuenta ni siquiera los llamados "efectos de comercio" que, si reúnen las características enunciadas por la ley, podrán prescindir del soporte documental. Por supuesto, en el campo de los efectos —emitidos aisladamente

(11) Cfr. SACRISTÁN REPESA: "Emisión y descuento de pagarés: pagarés de empresa", en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, coordinación de ALONSO UREBA, BONARDELL LENZANO y GARCÍA VILLAVARDE, Madrid, 1990, pág. 332.

(12) Ello, seguramente, permitirá considerar valores a los efectos de la LMV a los pagarés de empresa, que se agrupan en emisiones (*vid.* SACRISTÁN REPESA, "Emisión y descuento de pagarés...", *cit.*, pág. 323). Esta es una nota de carácter económico —formar parte de una operación colectiva de inversión— que no impide que, desde el punto de vista jurídico-formal, los pagarés de empresa sean títulos "aislados" por cuanto cada uno de ellos contiene una específica declaración de voluntad. En este sentido, manifiesta ARROYO ("El pagaré", en *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley cambiaria y del cheque*, dirigidos por Menéndez, Madrid, 1986, págs. 761-762) que si desde el punto de vista formal el pagaré de empresa es un efecto de comercio, desde el punto de vista económico no lo es y se acerca más a la naturaleza de los valores mobiliarios. El autor, expresivamente, se pregunta: "¿Es que la puesta en circulación simultánea de varios cientos de miles de 'pagarés' no es una emisión en masa? ¿Se puede negar la evidencia de la pluralidad 'real', no 'formal' de los títulos?". En sentido similar se pronuncia SACRISTÁN REPESA (*op. cit.*, pág. 324), quien al mismo tiempo que pone de manifiesto que los pagarés de empresa cumplen una función económica similar a la de las obligaciones u otros títulos emitidos en masa, admite —no sin dudas— que les es aplicable la disciplina de la LCCh. Más adelante explica como los efectos de comercio —por ejemplo, pagarés o letras de cambio— pueden ser utilizados como valores mobiliarios (pág. 342). Ello supone, en definitiva, aceptar la "naturaleza dual" del pagaré de empresa: efecto de comercio y valor mobiliario. A este respecto estima el citado autor que puede ser compatible la aplicación del régimen propio de los efectos de comercio con el de algunos aspectos del relativo a los valores mobiliarios —señaladamente, régimen de información y control— cuando los títulos emitidos aisladamente (efectos) se utilizan de modo que crean necesidades de régimen propias de los emitidos en masa (valores mobiliarios) (pág. 330).

La inclusión de los pagarés de empresa en la categoría de valores negociables a efectos de la LMV conlleva asumir que podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta. En tal caso la disciplina cambiaria no les sería de aplicación; sería sustituida por la contenida en los artículos 5 a 12 de la LMV que, por otra parte, no es muy diferente en sus principios básicos.

desde el punto de vista jurídico-formal— será más rara la cocurrencia de las notas de negociabilidad y agrupación en emisiones, pero no imposible. Hasta tal punto es así que la propia exposición de motivos de la LMV menciona también las letras de cambio y los pagarés como instrumentos susceptibles de representación mediante anotaciones contables (13). No debemos dejarnos cegar, en consecuencia, por las palabras: los valores que según la LMV podrán ser representados *también* mediante anotaciones en cuenta no son sólo los "valores mobiliarios", sino, en general, los que se incorporan a títulos (títulos-valores), sean estos efectos de comercio o títulos emitidos en masa, *siempre que reúnan las condiciones requeridas por la ley*.

II.2. CONCEPTO Y SIGNIFICADO DE LOS VALORES ANOTADOS

II.2. A. Introducción

10. La posibilidad de que los valores negociables puedan representarse mediante anotaciones en cuenta constituye una respuesta radical —y, seguramente, eficaz— a la situación de crisis funcional que atraviesan los títulos-valores y que se hace especialmente perceptible en el ámbito de los títulos de inversión.

En efecto, es bien conocido el fenómeno de la "crisis del papel" (14): el número de los documentos a manipular es de tales dimensiones que empieza a ser difícil asumir los costes, las demoras y el aumento geométrico de la posibilidad de cometer errores. Los títulos-valores y el concepto de "incorporación" supusieron en su momento una innovación de importantísimas consecuencias; fueron la vía a través de la cual pudo superarse la inadecuación de la disciplina de la cesión de créditos a las exigencias de una segura y ágil circulación de la riqueza crediticia. El título-valor fue la herramienta jurídica, el instrumento técnico, que facilitó la circulación de

(13) Cfr. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, en las *Lecciones de Derecho mercantil*, IV, Sevilla, 1988, pág. 7. No parece, por tanto, que se pueda afirmar (*vid.* MADRID PARRA: "Consecuencias para la financiación inmobiliaria en las Leyes del Mercado de Valores y de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito", *RDBB*, núm. 36, 1989, pág. 705), con apoyo únicamente en la necesidad de que los valores se encuentren agrupados en emisiones, que los efectos de comercio quedan fuera del ámbito de aplicación de la LMV.

(14) "Crisis del papel" o "paper crisis" que no ha de ser entendida, obviamente, en un sentido metafórico —recordemos el significado del término "papel" en la jerga bursátil—, sino en el más estricto: la crisis provocada por esa materia que conocemos por papel (*cfr.* DE LA CUESTA RUTE: *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, cit., pág. 293).

los derechos y que aseguró la posición jurídica de sus titulares a través de la documentación, esto es, a través de su incorporación a un soporte físico.

Pero el éxito de los títulos-valores portaba ya en sí el germen de la crisis que es, en consecuencia, una crisis de crecimiento. La verdadera "avidez" con que el tráfico comercial comenzó a hacer uso de las ventajas de la "incorporación" —con la consecuente emisión de ingentes cantidades de títulos por un número cada vez más elevado de emisores y para un número de suscriptores en constante aumento— ha terminado por comprometer el buen funcionamiento de los mercados financieros y de los intermediarios que operan en ellos. En otras palabras, "las ventajas del papel han desembocado en los inconvenientes del papeleo" (15).

La manipulación y movilización de estas montañas de papel resultan realmente insoportables para el tráfico. Y el fenómeno no es, ni mucho menos, exclusivo de nuestro país; es algo sentido, desde hace más o menos tiempo, en muchas de las naciones de nuestro entorno cultural y económico. Naturalmente, los diferentes ordenamientos han ido reaccionando contra los inconvenientes de la materialidad de los títulos tratando de evitar así el colapso de los mercados bursátiles. En general, y a pesar de las diferencias apreciables entre ellos, los sistemas ideados para construir un nuevo régimen de ejercicio y transmisión de los derechos —capaz de ofrecer las mismas ventajas que la disciplina de los títulos-valores— suelen moverse en una de estas dos líneas: existen, de un lado, sistemas que podemos denominar "correctores"; de otro, sistemas "sustitutivos".

11. Los primeros son aquellos que tienden a disminuir o evitar la manipulación de los títulos. Siguen existiendo documentos y la incorporación permanece como concepto nuclear; lo que ocurre es que los títulos resultan inmovilizados y su papel en el tráfico lo juegan simples referencias a su existencia en un depósito (16). No obstante, y siempre en la línea de las soluciones que no propugnan la radical eliminación física del título, podría optarse simplemente por modificar el documento para aligerar la

(15) OLIVENCIA: "La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)", en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, cit., pág. 18. Cfr., también, JIMÉNEZ SÁNCHEZ: "La experiencia de los pagarés", *ibídem*, págs. 39-40; SÁNCHEZ CALERO: *Instituciones de Derecho mercantil*, 13.^a ed., Madrid, 1988, págs. 338-339, y "Evolución y perspectivas del régimen de los títulos-valores (letra de cambio, cheque y otros títulos)", en *La reforma de la legislación mercantil*, Madrid, 1979, págs. 221-227; MADRID PARRA: "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", *RDBB*, núm. 37, 1990, págs. 72-73. Como expresa plásticamente el maestro OLIVENCIA: "El maravilloso invento se ha revelado contra quienes se beneficiaban de él, sumiéndolos en una actitud de perplejidad análoga a la del aprendiz de brujo. La 'magia jurídica' ha superado al poder de los magos" (*op. cit.*, pág. 17).

(16) Cfr. OLIVENCIA: "La incorporación del derecho al título...", cit., pág. 19; JIMÉNEZ SÁNCHEZ: "La experiencia de los pagarés", cit., pág. 43.

carga de su manipulación. Pero esta es una posibilidad que si bien disminuye la gravedad del problema no lo resuelve definitivamente y, en todo caso, mantiene el título como elemento esencial para la transferencia y ejercicio de los derechos (17). Por ello, aun cuando agilizaría las tareas burocráticas y, seguramente, disminuiría las posibilidades de error, es una opción que hoy podemos considerar superada en el campo de los títulos de inversión (18).

12. Por su parte, los modelos de carácter "sustitutivo" son aquellos que propugnan la supresión del documento eliminando así la función del concepto de incorporación. Resulta necesario, entonces, arbitrar mecanismos alternativos para acreditar la existencia de los valores, para instrumentar su negociación o facilitar la legitimación precisa para su ejercicio. Y lo cierto es que estos sistemas, que prescinden absolutamente del título, del papel, constituyen el estadio evolutivo que "naturalmente" sigue al de inmovilización de los documentos en depósitos colectivos. De este modo —se ha dicho— se dibuja poco a poco un proceso inverso a aquel que, con el fin de disponer de un mecanismo capaz de responder a exigencias de seguridad y agilidad en la circulación, impulsó la incorporación de los derechos a los documentos (19). En realidad lo que sucede es que se desmaterializa la representación del derecho, que ya no se encontrará vinculado a un soporte material; se crean, así, otros sistemas de representación, transmisión y ejercicio que tratan de garantizar un grado de seguridad jurídica equiparable, al menos, al alcanzado con la técnica de la incorporación. No se trata, por tanto, a pesar de lo que a primera vista pudiera parecer, de una involución, sino de un formidable paso adelante posibilitado e impulsado por el desarrollo tecnológico, especialmente el informático.

II.2.B. *Las experiencias en Derecho comparado*

13. Las experiencias aportadas por el Derecho comparado son variadas pero, desde luego, muestran una clara tendencia evolutiva hacia la

(17) Cfr., sobre la experiencia norteamericana a este respecto, cfr. DE LA CUESTA RUTE: *La acción como parte del capital...*, cit., págs. 309-315.

(18) En el ámbito de los efectos, no obstante, la normalización de los modelos, su aptitud para soportar inscripciones magnéticas y la consiguiente posibilidad de tratamientos mecanizados o informatizados, han supuesto un considerable ahorro de coste, han provocado una disminución del número de errores y han agilizado la manipulación —que no ha podido ser obviada totalmente— de los títulos. Buena muestra de ello la ofrecen el modelo oficial de letra de cambio aprobado por Orden de 11 de abril de 1986 y los modelos normalizados de cheque —aprobado por Circular LXXVI/88 del Consejo Superior Bancario— y de pagaré —aprobado por el CSB el 30 de junio de 1986—.

(19) Cfr. OPPO: "Una svolta dei titoli di massa", *Riv. dir. civile*, 1986,1, pág. 15.

desmaterialización o desincorporación de los derechos o, cuando menos, hacia la inmovilización de los títulos.

14. Dentro del cuadro de ejemplos foráneos es imprescindible la cita del modelo alemán. En efecto, es precisamente en Alemania donde, como consecuencia de las ingentes cantidades emitidas de Deuda Pública, hace su aparición el fenómeno de la "crisis del papel". La pérdida de la funcionalidad de los títulos en cuanto vehículos para el ejercicio y transmisión de los derechos impulsó al legislador alemán a admitir la representación de los empréstitos del Estado mediante "créditos registrados de la Deuda" (*Schuldbuchforderungen*). Los apuntes contables de la Deuda Pública se equipararon así con las obligaciones al portador (20).

Esta innovación se introdujo, partiendo de la experiencia de dos Ordenanzas del Reich de 1940 y 1942, por medio de la Ley de Empréstitos del Estado de 1951 (*Aanleihegesetz*). Con ello se sancionó la desmaterialización de los valores en un sector particular y concreto del mercado de capitales pero de enorme importancia económica. Fuera de este ámbito específico —Deuda Pública— también son apreciables, no obstante, fenómenos que tienden a eliminar los inconvenientes de la incorporación con respecto a otros títulos de inversión.

En efecto, partiendo del hecho de que los títulos se encuentran depositados, por lo general, en entidades bancadas y no en manos de los inversores, se dictó la Ley de 4 de febrero de 1937 —modificada después en varias ocasiones— sobre Depósito y Adquisición de Títulos-valores (*Depotgesetz*) que consagró la figura del depósito conjunto o colectivo (*Sammelverwahrung*). Este tipo especial de depósito comprende todos los títulos de idéntica clase que sean considerados fungibles; los depositantes adquieren un derecho de copropiedad por cuotas sobre la cartera colectiva de valores. De este modo resulta imposible atribuir títulos determinados a cada uno de los depositantes que, sin embargo, son titulares de una cuota ideal de una cosa común y gozan, por consiguiente, del derecho de separación en caso de quiebra de la entidad depositaria. Por otra parte, la fungibilidad de los títulos depositados —presupuesto de funcionamiento del sistema— implica que el depositante no puede pretender la restitución de los mismos títulos depositados, sino sólo de una cantidad equivalente de la misma clase (21).

(20) Cfr. EIZAGUIRRE: "Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores", *RDM*, núm. 163, 1982, págs. 84-85; HUECK-CANARIS: *Derecho de los títulos-valor* (traducción española de la 12.^a ed. alemana por J. ALFARO), Barcelona, 1988, p. 23; REHFELDT-ZÖLLNER: *Wertpapierrecht*, 12.^a ed., Munich, 1978, pág. 6.

(21) Sobre estos extremos y, en general, para contrastar y ampliar las ideas expuestas en el texto acerca del sistema alemán, vid. EIZAGUIRRE: "Bases para una reelaboración...", *cit.*, págs. 81 y sigs.; HUECK-CANARIS: *Derecho de los títulos-valor*, *cit.*, págs. 19-

Las entidades depositarias depositan, a su vez, los títulos en los "Bancos de títulos-valores" (*Wertpapiersammelbanken*) a través del depósito de segundo grado (*Drittverwahrung*). Estos Bancos de títulos-valores —normalmente denominados *Kassenvereine*— se convierten en poseedores inmediatos de los títulos y centralizan todos los depósitos de una zona, de tal modo que hacen posible la circulación de la posesión sobre los mismos sin necesidad de que se desplacen físicamente. La transmisión se realiza, en otras palabras, por medio de operaciones contables que consisten en adeudar en la cuenta del transmitente un número de títulos y abonarlos en la cuenta del adquirente. Se transmiten los títulos, por tanto, mediante una operación de giro (*Effektengiroverkehr*). Obsérvese que la transmisión del dominio se produce mediante el acuerdo sobre la transferencia de la cuota de propiedad unido al cambio de la posesión mediata operada con los asientos contables, de acuerdo con los artículos 929 y 930 BGB. Por otra parte, tampoco para el ejercicio de los derechos incorporados a los títulos resulta precisa su movilización; la asistencia a Juntas, la percepción de dividendos e intereses, etc., se realiza a través de certificados acreditativos del depósito de los títulos.

De esta manera queda prácticamente resuelto el problema de la masificación de los títulos. Pero, lógicamente, la solución adoptada da paso inmediatamente a planteamientos que se cuestionan la propia utilidad de la existencia física de unos documentos destinados a desaparecer en las cajas de los *Wertpapiersammelbanken*. Surge así el expediente de crear títulos globales, documentos colectivos que representan una pluralidad de títulos individuales. Con ello se ahorran los gastos de impresión de depósito —nada desdeñables cuando se trata de millones de documentos— y se evitan objeciones dogmáticas a la aplicación de las normas del Derecho de cosas. Podemos decir, así, que se ha recorrido ya la parte más larga y difícil del camino hacia la "desincorporación" de los valores, sobre todo cuando el depositante renuncia al derecho a exigir la entrega de los títulos singulares. Sólo quedaría por dar el último paso: el reconocimiento con carácter general de los llamados *Wertrechte* o derechos-valores, esto es, derechos no incorporados a títulos pero cuya disciplina es equivalente a la de los derechos encartados relativos a las mismas prestaciones.

15. A esta situación se ha llegado en Francia a raíz de la promulgación de la "Loi de Finances" para 1982, número 81-1160, de 30 de diciembre de 1981. Esta Ley dispone en su artículo 94.11 que los valores mobilia-

23; REHFELDT-ZÖLLNER: *Wertpapierrecht*, cit., págs. 5-6; OPITZ: "Il deposito cumulativo su titoli nelle banche tedesche", *Moneta e Crédito*, 1953, págs. 482 y sigs.; SCHÖNLE: *Bank- und Börsenrecht*, 2.^a ed., Munich, 1976, págs. 281 y sigs.; CANARIS: *Bankvertragsrecht*, 2.^a ed., Berlín-Nueva York, 1975, págs. 1011 y sigs. y 1027 y sigs.

rios emitidos en territorio francés y sujetos a la legislación francesa, sea cual sea su forma —nominativos o al portador— deben ser registrados (anotados) en cuentas llevadas por la persona jurídica emisora o por un intermediario autorizado para ello (22). Se produce así la "dématisation des valeurs mobilières" reconocida y proclamada por la generalidad de la doctrina del país vecino (23). Esta transformación de los valores mobiliarios en anotaciones en cuenta presenta dos características sumamente relevantes: su *generalidad* y su *obligatoriedad* (24). Generalidad porque la desmaterialización se aplica a todos los valores mobiliarios salvo a aquellos emitidos fuera de Francia y no sometidos a la legislación francesa. Y obligatoriedad porque no se deja optar, ni a los inversores ni a los emisores, entre la representación de los valores por medio de títulos o por "inscriptions en compte".

Naturalmente, la desmaterialización de los valores mobiliarios conlleva importantes consecuencias en cuanto al régimen de su transmisión. En este sentido, es encomiable la sencillez del mandato contenido en el artículo 2 del Decreto de 2 de mayo de 1983: "les titres inscrits en compte se transmettent par vraiment de compte à compte". La transmisión de los valores, por tanto, se hará por medio de una mera transferencia contable (25).

De otro lado, los dividendos o intereses producidos por los valores serán pagados directamente por la entidad emisora a los titulares de valores nominativos puros; si se trata de valores al portador o nominativos administrados, el emisor entrega la suma global devengada a los interme-

(22) El artículo 94.11 de la Ley número 81-1160 ha sido desarrollado por el "Décret" número 83-359, de 2 de mayo de 1983. Por su parte, la Ley número 83-1, de 3 de enero de 1983, sobre desarrollo de las inversiones y protección del ahorro, completó en su capítulo II el régimen de la inscripción en cuenta de los valores mobiliarios. Por último, la "Loi de finances" para 1984, número 83-1179, de 29 de diciembre de 1983, dio nueva redacción al segundo inciso del artículo 94.11 de la Ley de 30 de diciembre de 1981.

(23) Cfr., entre otros, JUGLART-IPPOLITO: *Cours de Droit Commercial (Les sociétés commerciales)*, vol. 2.º, 8.ª ed., París, 1988, págs. 377 y sigs.; MERLE: *Droit Commercial*, París, 1988, págs. 248 y sigs.; RIPERT-ROBLLOT: *Traité élémentaire de Droit Commercial*, I, 12.ª ed., París, 1986, págs. 795 y sigs.; JAUFFRET-MESTRE: *Manuel de Droit Commercial*, París, 1986, págs. 178 y sigs.; GEORGE, J. C: "La dématérialisation des titres, une réforme délicate, mais nécessaire: l'aide aux titres vifs", *Journal des Finances*, 10 febrero 1983, pág. 11.

(24) Cfr. GUYÓN: "Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières", *Rev. des Sociétés*, 1984, pág. 453.

(25) La transferencia se realiza a raíz de una "ordre de novement" firmada por el titular de los valores dirigida directamente a la entidad emisora si se trata de valores nominativos puros y al intermediario financiero que gestiona las cuentas si los valores son al portador o nominativos administrados. Aunque *inter partes* la transmisión de los valores opera por el convenio de cesión, para su eficacia frente a terceros es precisa la anotación de la transmisión en la cuenta del adquirente.

diarios autorizados quienes la distribuyen después entre los titulares de los valores (26).

En cuanto a los procedimientos de llevanza de las cuentas es preciso distinguir según que los valores se encuentren o no admitidos a la "Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières" (SICOVAM) (27). La SICOVAM es una entidad cuya función básica es asegurar la compensación de valores entre los titulares de cuentas (art. 6 del Decreto núm. 83-359) y facilitar su circulación por medio de transferencias de cuenta a cuenta. A estos efectos, abre cuentas corrientes de valores a sus afiliados (intermediarios financieros autorizados y entidades emisoras) a las que éstos trasladan —de forma global— los saldos de las cuentas que, a su vez, ellos mantienen abiertas a los inversores. En general, son admitidos a la SICOVAM los valores que pueden ser emitidos al portador, entre los cuales se encuentran los admitidos a cotización en el mercado oficial o en el segundo mercado, así como aquellos emitidos sobre el mercado "hors cote" si reúnen determinadas condiciones. Sin embargo, la SICOVAM mantiene cierta discrecionalidad y puede admitir otros valores en sus operaciones en atención a su difusión entre el público y a su volumen de contratación.

(26) A pesar de la desaparición de los documentos, la legislación francesa continúa distinguiendo entre valores al portador y valores nominativos. La distinción se reduce a la determinación del sujeto que llevará las cuentas y a la posibilidad del emisor de conocer quienes son los titulares de los valores. En el caso de valores al portador, las cuentas las lleva un intermediario financiero autorizado designado por el suscriptor que, a su vez, mantiene abierta una cuenta en la sociedad emisora. Este intermediario garantiza el anonimato de los titulares frente al emisor (por ello, antes que de valores al portador habría que hablar de valores anónimos). Si los valores son nominativos las cuentas son llevadas directamente por la entidad emisora o por un mandatario suyo; no obstante, los titulares pueden encargar a un intermediario que gestione su cuenta abierta en la entidad emisora (títulos nominativos administrados) obligándose a transmitir las órdenes de transferencia a la sociedad emisora a través de dicho intermediario.

(27) La SICOVAM fue creada por el Decreto de 4 de agosto de 1949 en sustitución de la "Caisse centrale de dépôts et de virements de titres" (CCDVT) y su actual reglamento ha sido aprobado por el "Arrêté" de 23 de marzo de 1984. Mirando brevemente hacia atrás diremos que la CCDVT fue instaurada por la Ley de 18 de junio de 1941; posteriormente, la Ley de 3 de febrero de 1943 impuso la obligación de depositar en ella todas las acciones al portador. Parece ser que esta medida resultó enormemente impopular entre el gran público, ya que los inversores no renunciaban a la idea de que eran los documentos los que representaban la riqueza. De este modo, el régimen fue abolido por la Ley de 5 de julio de 1949 y el Decreto de 4 de agosto de 1949 citado instauró y reguló el funcionamiento de la SICOVAM, estableciéndose un régimen de depósito facultativo. Cfr. Roux, A.: "Le compte-courant et le virement de titres en France", *Banque*, 1963, págs. 18-19... Sobre lo que pudo significar el régimen de la CCDVT —que llevaba, en definitiva, a incorporar el derecho del depositante en la cuenta abierta más que en el título (dado que los títulos depositados no debían volver a circular)—, *vid.* las agudas observaciones de SANTINI: "La Cassa centrale di deposito e giro di titoli azionari", *Riv. trim. dir. e proc. civile*, 1948, págs. 482-483.

Respecto a los valores no admitidos en las operaciones de la SICO-VAM —se tratará, por regla general, de valores no cotizables— las sociedades emisoras y los intermediarios financieros son libres para llevar las cuentas de la manera que estimen conveniente. No obstante, existe un pliego de condiciones —"cahier des charges"— redactado por el "Ministère de l'Economie, des Finances et du Budget" cuya observancia, por lo demás, no es obligatoria (28).

16. También en los Estados Unidos de América se ha producido una clara reacción contra los inconvenientes derivados del empleo masivo de los títulos de inversión, que se dejaron sentir con especial fuerza a partir de la mitad de la década de los años sesenta (29). De hecho, ya a principios de los años setenta funcionaba bastante eficazmente en la Bolsa de Nueva York un depósito colectivo de valores que sustituía las entregas materiales de títulos por anotaciones contables. En este sentido, las anotaciones realizadas en los registros de una "clearing Corporation" reduciendo la cuenta de acciones del transmitente o pignorante e incrementando la del adquirente o acreedor pignoraticio se hacían equivaler a la entrega de títulos (30).

Naturalmente —y de acuerdo con una línea evolutiva que nos es bien conocida— pronto empezaron a aparecer propuestas favorables a la eliminación física de los títulos (31). Y lo cierto es que el cambio propugnado se introdujo a través de la reforma —que era ya por entonces considerada muy necesaria— del artículo 8 del Código de Comercio Uniforme. En efecto, UCC§ 8-102-(l)-(b) contempla actualmente la posibilidad de emitir "uncertificaded securities" que se caracterizan frente a las "certificaded securities" porque no se encuentran representadas por medio de títulos y porque su transmisión se registra en libros llevados a tal efecto por el emisor u otra persona en su nombre (32). La regulación contenida en el citado artículo 8 —que fue enmendado de forma muy importante en 1977— parte de la base de la existencia de valores no representados por

(28) El texto fue remitido al Presidente de la Asociación Nacional de Sociedades por Acciones mediante carta con fecha de 29 de febrero de 1984, modificada por carta de 1 de agosto de 1984 (*Rev. des Sociétés*, 1984, pág. 912).

(29) Cfr. DE LA CUESTA RUTE: *La acción como parte del capital...*, cit., págs. 291 y sigs.

(30) Siempre que se cumplieran las condiciones del UCC§ 8-320-(l), en relación con el UCC§ 8-313-(l). Cfr., sobre esta cuestión, DE LA CUESTA RUTE: *La acción como parte del capital...*, cit., págs. 325-327.

(31) Cfr. DE LA CUESTA RUTE: *La acción como parte del capital...*, cit., págs. 346-347.

(32) UCC§ 8-102-(l)-(b)-(i): "not represented by an instrument and the transfer of which is registered upon books maintained for that purpose by or on behalf of the issuer".

medio de documentos. Así, UCC§ 8-313-(l)-(b) prevé que la transmisión de una "uncertificated security" o la constitución de una prenda sobre ella se producirá cuando se efectúe el registro de la transmisión o de la prenda. La anotación en los libros del emisor equivale, así, a la entrega material de los títulos (33). Por otro lado, la consagración en el "Commercial Uniform Code" de la posibilidad de emitir "uncertificated securities" no ha supuesto la eliminación de los sistemas de compensación ni siquiera en relación con los valores no representados mediante títulos. En efecto, según UCC§ 8-320-(l) y (3), la transmisión o constitución de derechos sobre "uncertificated securities" puede ser realizada mediante anotaciones en los registros de una "clearing corporation" siempre que los valores estén registrados a nombre de esta misma u otra "clearing Corporation", de un banco por ella designado o de un "nominee" de cualquiera de estas entidades (34). Y es que la necesidad de mantener un servicio de compensación y liquidación no queda obviada por el hecho de que los valores se representen mediante anotaciones en registros contables.

Como hemos visto, en los Estados Unidos se ha avanzado decisivamente, en el campo de los títulos de inversión, hacia la desmaterialización de los valores. No se trata, como ocurrió en Francia, de una desincorporación general y obligatoria, pero sí de una puerta abierta para escapar de la situación casi insostenible producida por la enorme masa de papeles que es preciso manipular. Hay que reconocer, no obstante, que no todos los Estados de la federación han adoptado las variaciones operadas en el artículo 8 UCC, de modo que la uniformidad no es, ni mucho menos, total.

Donde, sin embargo, si existe uniformidad es en el mercado de Deuda Pública ("Treasure Securities", sean "bills", "notes" o "bonds"). En efecto, existe una disciplina de carácter federal que regula la emisión y funcionamiento de la Deuda Pública anotada. En realidad, ya en 1967 el Departamento del Tesoro comenzó a instaurar un sistema de "book-entry securities" que ha culminado en julio de 1986, fecha a partir de la cual toda la Deuda Pública será emitida únicamente bajo la forma de anotaciones en cuenta sin posibilidad de conversión en títulos más que para las emisiones

(33) Aunque, desde luego, existe un buen número de particularidades para los casos en que en la adquisición intervienen intermediarios financieros —UCC§ 8-313-(l)-(d)— o un tercero que no ostenta tal cualidad —UCC§ 8-313-(l)-(f)— o para los casos de constitución de un derecho de prenda sobre valores no documentados registrados a favor de un tercero: UCC§ 8-313-(l)-(h).

(34) Ello concuerda perfectamente con lo establecido en UCC§ 8-313-(l)-(g): la transmisión de valores incluidos en un "Central Depository System" —sin distinguir si están o no representados mediante títulos— se produce por la anotación de la operación en la cuenta abierta al adquirente en los libros de la "clearing Corporation".

de fecha anterior (aunque desde 1978, los "bilis" ya sólo se emitían como anotaciones contables). El sistema, inspirado en buena medida en las enmiendas introducidas en el artículo 8 del Código de Comercio Uniforme, permite la transmisión de Deuda Pública mediante simples anotaciones en la cuenta del adquirente (31CFR-357.12) y supone un ejemplo claro de desincorporación de los valores —en este caso Deuda Pública— con el objetivo de agilizar su circulación (35).

17. Mucho menos drástica ha sido la solución adoptada por el ordenamiento italiano. En efecto, con la Ley número 289, de 19 de junio de 1986, obtuvo reconocimiento y disciplina legislativa un sistema de depósito y administración centralizada de valores mobiliarios que, en cualquier caso, funcionaba ya anteriormente sobre bases meramente convencionales (36). La disposición citada confía a una sociedad por acciones denominada "Monte Titoli S.p.A.-Istituto per la custodia e Tamministrazione accentrata di valori mobiliari" el desarrollo de servicios tendentes a racionalizar la custodia y la negociación de valores mobiliarios, en particular mediante la gestión del sistema de administración centralizada sobre criterios de fungibilidad de dichos valores (art. 1 de la Ley de 19 de junio de 1986) (37).

El régimen de administración centralizada vigente en Italia no puede ser calificado como de desmaterialización de los valores. Es cierto que las funciones del documento se reducen, pero no llega a desaparecer. La transmisión de títulos, en el ámbito del sistema, se produce mediante

(35) Sobre el sistema de anotaciones en cuenta en EEUU, cfr. RINGSMUTH: "La experiencia norteamericana sobre anotaciones en cuenta de Deuda Pública", en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, cit., págs. 65 y sigs. Es también de gran interés a este respecto la información elaborada por el "bureau of the Public Debt" sobre la propuesta de adopción de la Circular del Tesoro número 2-86, que pasó posteriormente a formar parte del "Code of Federal Regulations" como nueva parte 357 del título 31 (31CFR-Part357).

(36) La "Monte Titoli S.p. A." fue constituida en 1978 bajo los auspicios del Banco de Italia y comenzó a operar en noviembre de 1981. Esta sociedad —de la cual únicamente podían ser socios el Banco de Italia, la ABI, entidades de crédito, organismos representativos de los Agentes de Cambio y organismos que cumplieran en el extranjero funciones análogas— tenía por objeto asegurar la custodia fiduciaria y la administración centralizada de valores, así como facilitar la transmisión de los derechos correspondientes a ellos. Cfr. GUALANDI: // *Monte Titoli. Le operazioni*, Milán, 1983, págs. 1 y sigs.

(37) El necesario desarrollo de la Ley número 289 se ha efectuado por medio de los Reglamentos números 2723 ("Regolamento di attuazione") y 2724 ("Regolamento dei servizi e delle condizioni contrattuali"), ambos emanados de la CONSOB ("Commissione Nazionale per le Società e la Borsa") y ambos de 18 de febrero de 1987 (pueden consultarse en BBTC, 1987, I, págs. 385 y sigs.). El primero de ellos, por lo demás, resultó modificado por la "Deliberazione" de la CONSOB de 29 de agosto de 1989, núm. 4199; modificación cuyo texto puede consultarse en BBTC, 1989, I, págs. 814 y sigs., y sobre la cual vid. LENER: "Il nuovo regolamento della Monte Titoli, S.p.A.", BBTC, I, 1990, págs. 199 y sigs.

operaciones contables por las que se anota la transferencia de los mismos de la cuenta del *tradens* a la del *accipiens* (art. 4 de la Ley de 19 de junio de 1986). Igualmente, el ejercicio de los derechos administrativos, que corresponde a los depositantes de los valores, se efectuará a través de certificados expedidos por las entidades depositarias que, a su vez, son subdepositantes en la "Monte Titoli S.p.A.". Los derechos patrimoniales —cobro de dividendos, intereses, etc.— son ejercitados, en cambio, directamente por la "Monte Titoli". Queda claro, por tanto, que se produce una inmovilización de los títulos que no implica desincorporación: los títulos, en efecto, siguen existiendo. Han de ser depositados primero en una entidad adherida al sistema que, a su vez, los deposita —subdepósito— en la "Monte Titoli S.p.A.". Deben ser custodiados y existe el derecho a requerir la restitución de los títulos depositados, si bien —dada su fungibilidad— no de los mismos que fueron entregados, sino de otros tantos de la misma especie. Si los títulos son transmitidos a un sujeto no participante en el sistema —la participación es voluntaria y debe pactarse en el contrato de depósito con la entidad financiera adherida— también será preciso retirarlos físicamente y entregarlos a su adquirente (38).

18. Hasta aquí hemos visto muy someramente las soluciones que han aportado determinados ordenamientos al difundido problema de la masificación de los títulos. En general, todos los modelos avanzan por el camino de la desmaterialización, esto es, por la senda que lleva a eliminar el soporte documental de los valores para, precisamente, facilitar su circulación. Algunos de los sistemas recordados han ido ya muy lejos, como son los casos francés y norteamericano. Otros, como el italiano o el alemán, no han llegado a la desincorporación de los valores —salvo en algún sector específico—, pero sí a la desmaterialización de su circulación, ya que los documentos siguen existiendo pero la transmisión se efectúa sin

(38) Sobre el sistema italiano de gestión centralizada de valores, cfr., entre otros, GUALANDI: // *Monte Titoli...*, cit., *in totum*; PARTESOTTI: "Profili cartolari del sistema Monte Titoli", *BBTC*, 1987, I, págs. 601 y sigs.; OPPO: "Una svolta dei titoli di massa...", cit., págs. 15 y sigs., y "Dal progetto alia legge Monte Titoli", *Riv. dir. civile*, 1986, II, págs. 445 y sigs.; AULETTA-SALANITRO: "La gestione accentrata dei valori mobiliari", *BBTC*, 1987, I, págs. 721 y sigs.; FERRI, G.: "La immissione dei valori mobiliari nel sistema di amministrazione accentrata e i suoi effetti giuridici", *Riv. dir. commerciale*, 1988, págs. 251 y sigs.; CARRIERO: "Monte Titoli S.p.A.: la regioni di un intervento legislativo", *Foro It.*, 1986, V, págs. 259 y sigs.; LENER, R.: *La "dematerializzazione" dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milán, 1989; PAVONE LA ROSA: "La gestione accentrata di valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli", *BBTC*, 1988, I, págs. 289 y sigs.; ANGELECI: "La letittimazione dell'azionista nel sistema Monte Titoli", *Riv. dir. civile*, 1988, I, págs. 249 y sigs.; MINERVINL: "Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di crédito", *BBTC*, 1990, I, págs. 145 y sigs., y el volumen colectivo *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli s.p.a.*, Padua, 1989, que recoge las actas del convenio celebrado en Verona en mayo de 1987.

recurrir a ellos (39). Sea como fuere, es el momento de ocuparnos de cuál ha sido la respuesta del ordenamiento español frente a un problema cuyos planteamientos básicos vienen a coincidir en buena parte de las naciones desarrolladas.

II.2.C. *El sistema español de anotaciones en cuenta*

a) Antecedentes y significado

19. También en nuestro país se viene sintiendo desde hace tiempo la necesidad de corregir los inconvenientes producidos por el tráfico masificado de títulos. A esta idea respondió el establecimiento, por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, de un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios. El funcionamiento de este mecanismo se articula sobre una serie de principios bien conocidos: voluntariedad, fungibilidad de los títulos acogidos al sistema de liquidación y compensación e inmovilización de los documentos. Los títulos se transmiten por un sistema de anotaciones contables —aunque periódicamente han de producirse entregas y recepciones de títulos para cancelar los saldos resultantes de la liquidación— y su presentación para el ejercicio de los derechos puede ser sustituida por la de los documentos acreditativos de su depósito expedidos por la entidad depositaria (40).

Este fue, sin duda, un primer y trascendental paso. El segundo lo supusieron las emisiones —desde 1982— de Deuda Pública formalizada en Pagarés del Tesoro "materializados" en anotaciones en cuenta en el

(39) La distinción, como dos grados sucesivos de un mismo fenómeno, entre desmaterialización de los valores y desmaterialización de la circulación de los títulos-valores la he leído por primera vez en el trabajo de SPADA: "Titoli di crédito (1977-1986)-I. Esperienza, legislazione e dotrina", *Riv. dir. civile*, 1986, II, pág. 626.

(40) En cualquier caso, el sistema de fungibilidad diseñado por el Decreto 1128/1974 —y por la Orden de 20 de mayo de 1974 que lo desarrolla— ha sido declarado a extinguir. En efecto, de acuerdo con la disposición transitoria 10.^a de la LMV —según redacción dada por el art. 17 de la Ley 19/1989, de 25 de julio—, a partir de la entrada en vigor de los preceptos de dicha Ley referentes a las Bolsas de Valores (29 julio 1989) la incorporación de nuevas emisiones al sistema de fungibilidad mencionado tendrá carácter excepcional. Los valores incorporados en estas circunstancias serán transformados obligatoriamente en anotaciones en cuenta tan pronto como estén disponibles los nuevos sistemas de registro y gestión de valores anotados. Respecto de los restantes títulos, su transformación en anotaciones en cuenta se regulará por el Gobierno, que habrá de derogar el Decreto 1128/1974 antes del 1 de enero de 1993. Se trata, sin duda, del certificado de defunción del sistema de liquidación y compensación tal como hoy lo conocemos, esto es, fundamentado sobre el depósito y la subsistencia de los títulos físicos.

Banco de España (41). El tercer gran hito en este camino hacia la desincorporación de los valores lo supuso el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril —desarrollado por la Orden de 19 de mayo de 1987— por el que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.

20. Con ser muy importantes, ninguna de estas disposiciones alcanza la trascendencia, dogmática y práctica, de las normas contenidas en la LMV sobre los valores representados mediante anotaciones en cuenta. Esta Ley abre la puerta de nuestro Derecho a lo que la doctrina alemana ha dado en llamar "derechos-valores" (*Wertrechte*). Se trata de valores sin título, sin soporte documental. En otras palabras, de derechos incorpóreos o desnudos. Sin embargo, la disciplina que los regula no es la propia de los créditos "ordinarios"; es, muy por el contrario, un régimen inspirado en los principios y experiencias de los títulos-valores. Un régimen que tiene como finalidad esencial hacer posible que la circulación y ejercicio de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta sea seguro y fiable; tan seguro y tan fiable como la circulación y ejercicio de los derechos incorporados a títulos-valores.

21. Estamos, por tanto, ante un tipo de derechos para los que se ha predispuesto por la ley un régimen especial. En efecto, se ha escrito que los derechos incorporados a documentos no viven la vida que les es propia, sino una vida ajena: la vida de las cosas (42). De igual modo, podemos decir que los valores anotados no van a vivir ni la vida de las cosas muebles ni la de los créditos y otros derechos incorpóreos no representados en anotaciones; van a vivir, por el contrario, una vida propia, diseñada específicamente para ellos por los artículos 5 a 12 de la LMV (43). Y es

(41) Sobre el régimen de los pagarés del Tesoro y, especialmente, de los "materializados" en anotaciones en cuenta, cfr. JIMÉNEZ SÁNCHEZ: "La experiencia de los pagarés", *cit.*, págs. 47 y sigs.

La posibilidad de emitir Deuda Pública representada en anotaciones en cuenta fue luego extendida a los bonos del Estado por la Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, al amparo de la cual se dictaron el Real Decreto 2640/1986, de 30 de diciembre, y la Orden de 22 enero de 1987, normas que dispusieron la aplicación a los bonos de la técnica de "materialización" en anotaciones. Vid. MADRID PARRA: "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", *cit.*, págs. 80-81.

(42) ROJO FERNÁNDEZ-RÍO: "El sistema español de anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 107.

(43) Desde esta óptica no me parece acertada la tesis de BERCOVITZ, A. ("El derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 85) acerca de que, junto a los títulos-valores cartulares —que se documentan en papel—, existen otros informatizados. Los valores anotados no son, a mi juicio, simples títulos-valores a los que se ha privado de presencia física. Es cierto, no obstante, que su disciplina presenta importantes analogías con la "tradicional" de los títulos, pero esta es una cuestión que trataremos de explicar más adelante en el texto.

que la desmaterialización de los valores no es un fenómeno que se limite en sus consecuencias al mero hecho de la desaparición del instrumento papel. Los nuevos sistemas de representación de los valores pueden comportar, en efecto, alteraciones sustanciales en lo concerniente a la transmisión y al ejercicio de los derechos (44).

Las reglas ideadas y establecidas para un mercado de títulos físicos, para un mercado de papel, no pueden ser idóneas —al menos en su mayor parte— para regir un mercado inmaterial, sin documentos (45). Los valores representados mediante anotaciones en cuenta no son una "especie" del título-valor; al suprimirse el título y desaparecer así el punto de conexión con la disciplina de los derechos reales resulta necesario regular la emisión, circulación y ejercicio de los derechos sobre bases diferentes a las peculiares del régimen de los títulos, pero cuidando de que el nuevo régimen satisfaga suficientemente las exigencias de seguridad y certeza del tráfico y de protección de los acreedores (46).

22. Precisamente en relación con la última idea vertida en el párrafo anterior se ha apuntado la posibilidad de que la anotación en cuenta constituya una clase de incorporación no documental en la medida en que el legislador lo determine (47). Con esta paradoja (incorporación no documental) lo que se quiere poner de manifiesto es que los valores anotados no se rigen por la disciplina de los derechos ordinarios, no documentados, sino de acuerdo con principios de protección de la seguridad en la circulación de los derechos. Y ello es así porque ha mediado una intervención legislativa. La ley no tiene que someterse a los mismos prejuicios dogmáticos que los autores y puede, en cada momento, diseñar la regulación aplicable a los valores no incorporados documentalmente.

Por ello, para entender correctamente qué significan los valores anotados no se debe atender tanto a la *estructura* de la incorporación —en un documento o sin él— como a la función que el concepto ha venido cumpliendo (48). Si esta función resulta ahora cumplida —porque así lo ha querido la ley— también con otra estructura, podría hablarse con cierta lógica de "incorporación inmaterial". La cuestión es que los títulos-valores

(44) Cfr. EIZAGUIRRE: "Bases para una reelaboración...", *cit.*, pág. 88.

(45) JIMÉNEZ SÁNCHEZ: "La experiencia de los pagarés", *cit.*, págs. 41-42.

* (46) OLIVENCIA: "La incorporación del derecho al título...", *cit.*, pág. 27. Siguiéndolo, MADRID PARRA: "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", *cit.*, pág. 82. También en el sentido de que el abandono del soporte documental supone un cambio sustancial que no cabe en las coordenadas trazadas por las disposiciones vigentes —con referencia a la situación en los EEUU en 1972—; DE LA CUESTA RUTE: *La acción como parte del capital...*, *cit.*, págs. 362-363.

(47) ROJO FERNÁNDEZ-RÍO: "El sistema español de anotaciones en cuenta...", *cit.*, pág. 109.

(48) ROJO FERNÁNDEZ-RÍO: *op. loc. ult. cit.*

y los valores anotados tratan de cumplir una misión análoga: la protección del crédito y la defensa de la seguridad jurídica. Los principios fundamentales a que responde la disciplina de los títulos-valores mantienen hoy toda su vigencia y han sido asumidos —en sus mismos términos— por el régimen de los valores anotados (49). Lo que es totalmente diversa en un caso y en otro es la estructura del fenómeno, la *modalidad de representación* del valor. En un caso el valor se representa por medio de títulos; en otro a través de anotaciones en cuenta. Estas son, precisamente, las expresiones que utiliza el artículo 5 LMV. Es la modalidad o forma de representación, la estructura del instrumento técnico-jurídico, lo que hace diferentes los valores anotados de los valores documentados. Su función, por el contrario, es similar.

23. En consecuencia, las normas y principios dictados para los valores representados mediante anotaciones contables y vinculados con la "función" que éstos han de desempeñar serán análogos a los existentes para los títulos-valores. En efecto, la protección del adquirente *a non domino* (art. 9.3 LMV), la legitimación en función de datos formales (contenido de los asientos del registro: art. 11.1 LMV), la posibilidad del deudor de liberarse cumpliendo la prestación a favor del formalmente legitimado aunque no sea titular del valor (art. 11.2 LMV) y el régimen de la inoponibilidad de excepciones (art. 9.4 LMV), entre otros, son claros puntos de contacto. Y ello es debido, como hemos dicho, a que la regulación de los valores anotados pretende idénticos objetivos que la disciplina de los títulos-valores. Se explican así las analogías que, por la misma razón, se pueden observar fácilmente en otros sectores del ordenamiento donde rigen principios —al menos en parte— similares. Piénsese, por ejemplo, en el sistema inmobiliario registral, donde se tutela en determinadas condiciones al adquirente *a non domino* (art. 34 LH) y rige el principio de legitimación (art. 38 LH). Todo ello sin mencionar el régimen de circulación de las cosas muebles, cuyas técnicas y conceptos fueron los que permitieron elaborar la disciplina de los títulos-valores. En conclusión, cuando lo que se pretende es favorecer una segura circulación de la riqueza, los diferentes regímenes presentan ostensibles similitudes en cuanto a las normas a través de las cuales se persigue más directamente este objetivo. Y ello aunque los bienes que circulen sean de naturaleza diversa (bienes muebles, inmuebles, valores anotados, títulos-valores).

24. Ahora bien, la disciplina de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se distancia de la propia de los títulos-valores en lo que hace referencia a la "estructura" del fenómeno, esto es, a la moda-

(49) JIMÉNEZ SÁNCHEZ: "La experiencia de los pagarés", *cit.*, pág. 41.

lidad de representación. Y es que, en definitiva, el sistema cambia radicalmente en estos aspectos; de un régimen fundamentado en la posesión —la *traditio* es el modo de adquirir, la posesión legítima y, en cuanto constitutiva de apariencia, justifica mantener en su adquisición a quien confía en ella— se pasa a otro basado en la inscripción en registros contables. Así, la transmisión de los valores tendrá lugar por transferencia contable (art. 9.1 LMV) y para que ésta se efectúe será preciso que el transmitente tenga inscritos previamente los valores a su favor (art. 11.3 LMV); las transmisiones serán oponibles a terceros desde la fecha de la inscripción (art. 9.2 LMV); la protección del tercero adquirente *a non domino* no deriva de situaciones posesorias, sino registrales (cfr. art. 9.3 LMV con el art. 545 CCo o 19 LCCh, por ejemplo); la apariencia de titularidad y la consiguiente posibilidad de exigir la prestación del deudor sin procurarse otras pruebas no deriva de la posesión, sino del contenido de los asientos contables (art. 11.1 LMV); los clásicos problemas de la destrucción, robo o extravío de los títulos desaparecen y se ven sustituidos por los relacionados con los errores y manipulaciones en los registros informatizados... Por tanto, cuando la modalidad de representación elegida para los valores es la de anotaciones en cuenta, surge toda una serie de nuevos problemas y exigencias que requieren soluciones originales.

25. Precisamente por la importancia que se dio en la disciplina y dogmática de los títulos-valores al carácter de bien mueble del documento, la desaparición del papel obliga a elaborar un nuevo régimen (50). Resulta así que los cambios impulsados y posibilitados por los avances técnicos terminan influyendo en el Derecho. Las innovaciones técnicas provocan la desaparición de determinados conflictos de intereses, pero dan lugar a otros nuevos, obligando así al Derecho a renovarse a su compás. Los nuevos hechos —en este caso los nuevos instrumentos técnicos— requieren un Derecho nuevo.

26. No obstante lo dicho hasta aquí, es preciso reconocer que para (muchos de) los juristas resulta difícil admitir la aplicación a puros derechos, desnudos o no documentados, de principios y conceptos hasta ahora reservados al tráfico de cosas y sólo aplicables a los derechos o valores en la medida en que éstos se cosifican. Y ello es hasta cierto punto lógico debido al grado de perfección y brillantez alcanzado por la dogmática de los títulos-valores. Se explica así que en la construcción de la disciplina de

(50) Téngase en cuenta, no obstante, que con los nuevos sistemas no se produce un total abandono del papel. Los documentos, como instrumentos probatorios o confesorios de hechos y relaciones jurídicas han de continuar presentes en la nueva disciplina. En otras palabras, el papel se abandona en cuanto vehículo o representación del valor, no en cuanto soporte físico de declaraciones escritas. Cfr. JIMÉNEZ SÁNCHEZ: "La experiencia de los pagarés", *cit.*, pág. 43.

los valores anotados, el documento —que, por principio, se ha esfumado— siga siendo un punto válido de referencia. Obsérvese que no nos referimos al hecho de que se trasladan a la regulación de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta principios propios del régimen de los títulos-valores, sino al hecho de que el "título", el "papel", sigue estando presente en la nueva disciplina.

En este sentido, son suficientemente expresivos los artículos 9.1, 9.3 y 10.1 LMV. Estos preceptos ponen de manifiesto que el nuevo Derecho no ha sido capaz de prescindir del báculo del antiguo; no ha llegado a romper todo vínculo conceptual con la disciplina de los títulos-valores. El fantasma del papel se esconde en los resquicios de la nueva regulación. Hablar de que la inscripción equivale a la tradición o al desplazamiento posesorio, afirmar la irreivindicabilidad de los valores o mencionar la posibilidad de constituir derechos reales sobre los mismos, manifiesta la resistencia a aceptar, sencillamente, la que hemos llamado antes "incorporación no documental". El legislador, haciendo suyo un vicio propio de los juristas, ha caído en la inercia de arrastrar a un Derecho nuevo las concepciones del antiguo. La LMV mantiene todavía amarras, por tanto, en el seguro puerto de los títulos-valores.

No creo, sin embargo, que estas concesiones a la "tradición" —permítaseme el juego de palabras— hayan de tener otras consecuencias, negativas que algún pequeño titubeo interpretativo, fácil de solventar, por otra parte, mediante criterios sistemáticos y teleológicos (51). Y, sin embargo, puede tener importantes consecuencias positivas facilitando el entendimiento y, sobre todo, la integración de la disciplina. En efecto, el recurso a los principios propios de la dogmática de los títulos-valores serán frecuentemente de gran utilidad para el intérprete. Teniendo en cuenta la finalidad y los objetivos perseguidos por la disciplina de los títulos se podrá llegarla completar, en algunas ocasiones, los escasos preceptos dictados por la LMV y, en buen número de casos, a precisar y matizar su alcance.

b) Los registros contables: organización y carácter

27. Como es sabido, el artículo 7.5 LMV remite a disposiciones de rango reglamentario la regulación específica de la organización y funcio-

(51) Por ejemplo, al establecer el artículo 9.1 LMV que la inscripción de la transmisión producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos habrá que entender que la inscripción equivale a la tradición de los títulos al portador y a la tradición unida al endoso u otras declaraciones de cesión en el caso de los títulos a la orden y nominativos directos, respectivamente.

namiento de los registros de valores representados mediante anotaciones en cuenta. No obstante, la LMV no deja de señalar los rasgos básicos de esta organización, que son los que intentaremos exponer a continuación. Para ello hay que empezar por distinguir si los valores se encuentran o no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial y, en caso afirmativo, en cuál de ellos.

28. Así, cuando se trate de valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores, es posible que el Gobierno establezca que la llevanza de los registros contables habrá de ser encomendada exclusivamente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (art. 7.3 LMV). El SCLV es una sociedad anónima especial en cuyo capital participan, en los términos y proporciones que determine el Gobierno, las entidades financieras directamente implicadas en los procesos de liquidación y compensación de valores (art. 54.4 LMV). Sus funciones son dos: de un lado, gestionar en exclusiva la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores. De otro, llevar —en los términos previstos en el cap. II del tít. I de la LMV— el registro de valores anotados (art. 54.1 LMV).

Parece, sin embargo, que la opción que goza con más posibilidades es la de encomendar la llevanza de los registros contables al SCLV pero no de forma exclusiva, sino en conjunto con las entidades adheridas, teniendo entonces aquél el carácter de registro central (arts. 7.3 y 54 *in fine* de la LMV). En efecto, el sistema de registro único tiene el grave inconveniente de su enorme complejidad y elevado coste, ya que habría un altísimo número de titulares de valores —y, por tanto, de cuentas— y habría que atender a un volumen inmenso de negociación, sin olvidar los problemas de gestión como el cobro de intereses, dividendos, emisión y retirada de certificaciones, etc. Un sistema combinado o mixto con existencia de un registro central y de otros conectados con él parece, desde el punto de vista de la eficacia, más adecuado (52).

Así, titulares directos de cuentas de valores en el SCLV serán sólo determinadas entidades adheridas —posiblemente entidades de crédito, sociedades y agencias de valores— que llevarán a su vez, de modo individualizado, las cuentas de todos los no autorizados a operar directamente a través del SCLV. Este, por su parte, llevará sólo las cuentas de las entidades adheridas y de las autorizadas para operar directamente en él, distinguiendo las cuentas a nombre propio de las cuentas de terceros, que serán llevadas de forma global. El saldo de estas últimas ha de coincidir (para cada entidad) con la suma de los saldos de todas las cuentas abiertas

(52) Acerca de las ventajas de un sistema sobre el otro, *vid.* ROJO FERNÁNDEZ-RÍO: "El sistema español de anotaciones en cuenta...", *cit.*, págs. 99-100.

por la entidad adherida a otros sujetos no autorizados a operar directamente en el SCLV. Esta "descentralización" de las tareas aumentará la eficacia y reducirá los costes de la llevanza de los registros (53).

29. En relación con los valores admitidos a negociación en el mercado de Deuda Pública, el sistema será análogo al establecido en 1987 por el Real Decreto de 3 de abril. Existirá un registro central llevado por la Central de Anotaciones (CA) en conexión con los llevados por las entidades gestoras. La CA llevará las cuentas de forma individualizada en el caso de sujetos autorizados a operar directamente con ella, y de forma global en el caso de las cuentas de terceros de las entidades gestoras. Estas llevarán las cuentas de quienes no estén autorizados a operar directamente en la CA y mantendrán en ésta una cuenta global que constituirá la contrapartida exacta de los saldos de terceros (cfr. arts. 56 y 58 LMV) (54).

30. Por último, con respecto a los valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, la ley opta por un sistema de pluralidad de registros, en el que la designación de la entidad encargada de cada uno de ellos la hará la entidad emisora entre las sociedades y agencias de valores (art. 7.2 LMV). El artículo 7.1 LMV, por su parte, introduce un importante elemento simplificador al establecer que el registro contable de los valores de una emisión será llevado por una única entidad. Con ello, sin embargo, no se consigue una absoluta identificación entre clase de valor y entidad encargada del registro. En efecto, por un lado, una misma sociedad o agencia puede llevar cuentas correspondientes a más de un valor (y es probable que así suceda). Por otro, puede haber diferentes emisiones de valores idénticos —aumentos de capital, sucesivas emisiones de obligaciones...— cuya contabilidad puede venir encomendada a diferentes entidades —una para cada emisión—.

31. Hasta aquí la descripción, en sus líneas generales, de la organización del sistema del registro de valores representados por medio de anotaciones en cuenta. La pregunta, llegados a este punto, debe ser: ¿cuál es el carácter o naturaleza de estos registros?

Desde mi punto de vista, no se trata de simples registros de naturaleza administrativa. En efecto, abstracción hecha de la naturaleza jurídico-

(53) Todo ello sin perjuicio de que, respecto a los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencias en la materia dispongan la creación, por la Sociedad Rectora de la Bolsa donde se negocie ese valor, de un servicio propio de llevanza del registro contable (art. 54.2 LMV).

(54) Una clara descripción del funcionamiento de la Central de Anotaciones según el sistema establecido por el Real Decreto 505/1987 es ofrecida por UBIRÍA ZUBIZARRETA: "La Central de Anotaciones y su operativa", en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, cit., págs. 135-148.

privada de las entidades gestoras o adheridas, lo cierto es que sus "libros" —esto es, los registros contables, sea cual sea el soporte en que conste la información— no constituyen un mero archivo de datos que sirven para una más eficaz actuación de la Administración Pública (55). Muy por el contrario, parece indudable que el contenido de los registros tiene una clara eficacia material o sustantiva. Nótese, en primer término, que el artículo 11.1 LMV afirma, en beneficio del titular inscrito, la exactitud de los asientos contables salvo prueba en contrario, lo que trae como consecuencia —según aclara la propia ley— que aquel a cuyo favor figuren inscritos los valores podrá exigir de la entidad emisora las prestaciones a que dé derecho el valor representado mediante anotaciones en cuenta. La inscripción registral tiene así un efecto legitimador —como la posesión en los títulos-valores— que confiere al favorecido por ella la posibilidad de exigir la prestación sin otra prueba de su derecho. Por otra parte, también puede desplegar sus efectos frente a los terceros que intenten hacer valer sus pretensiones sobre los valores o contra los cuales se pretenda hacer valer esos derechos. El que aparezca como titular según los registros tiene a su favor una presunción de titularidad que debe regir en todos los terrenos y no sólo para el ejercicio de los derechos.

32. Incluso el principio de "fe pública" se encuentra claramente consagrado en el artículo 9.3 LMV, de claras resonancias hipotecaristas. En efecto, quien adquiere los valores anotados —para lo que ha de inscribirse la transmisión a su favor— tiene la plena seguridad de que será mantenido en su adquisición aunque luego resultara que su *auctor* no era titular de los mismos, siempre que no hubiera actuado con mala fe o culpa grave. Es fácil encontrar normas de *ratio* análoga en el campo de los títulos-valores: piénsese en los artículos 545 CCo y 19 LCCh.

La afirmación de esta eficacia material o sustantiva de la inscripción tanto *inter partes* como frente a terceros permite encuadrar los registros contables de anotaciones en cuenta entre los registros de seguridad jurídica. No obstante, existe un dato especialmente significativo que hay que tener en cuenta: la absoluta ausencia de un sistema de *publicidad formal*. La ley, en efecto, no formula previsión alguna para hacer público el contenido de los registros a quienes tengan interés legítimo en conocerlo. No existe la posibilidad de que el público acceda al contenido de los asientos contables. Conviene aclarar inmediatamente, por lo demás, que

(55) Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO: "Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores", *RCDI*, 1989, pág. 1219. Sobre la distinción entre registros administrativos y registros jurídicos, *vid.* AMORÓS GUARDIOLA: "LOS registros jurídicos de bienes en Derecho español", // *Congreso Internacional de Derecho Registral* Madrid, 1973, págs. 759-760.

los certificados expedidos por las entidades encargadas de los registros contables son muy diferentes, en cuanto a su función, de las certificaciones libradas por otros Registros —por ejemplo, el de la Propiedad—. Aquéllos, en efecto, se emiten para que los titulares de valores anotados puedan acreditar su legitimación y hacer valer sus derechos; éstas, que se emiten a petición de cualquier interesado, son traslados del contenido del registro y hacen efectiva la "publicidad formal" (56).

33. Los registros de valores anotados no son, en consecuencia, registros públicos. Y esta característica no deja de provocar una situación hasta cierto punto paradójica: los asientos contables tienen efectos importantes frente a terceros y, sin embargo, los terceros no tienen acceso al registro, no pueden conocer su contenido. Se producen, en otras palabras, los efectos propios de la publicidad material sin que exista publicidad formal.

A este respecto es especialmente significativa la norma del artículo 9.3 LMV, sobre la que nos detendremos un momento por su interés para explicar el funcionamiento de los efectos "ofensivos" de la inscripción. El precepto citado consagra la posibilidad de adquirir *a non domino* valores representados por medio de anotaciones en cuenta; pertenece sin duda a la misma "familia" que el artículo 34 LH, el 545 CCo, el 464 CC, el 85 CCO y el 19.2 LCCh. todos ellos tienen una finalidad protectora de quien, de buena fe, ha confiado en la apariencia derivada de un sistema de publicidad —registral o posesorio—. Sin embargo, *prima facie*, el artículo 9.3 LMV no parece poder fundarse exactamente en el mismo principio. Si no hay publicidad formal, se puede pensar, no hay apariencia y, sin ésta, no tiene sentido proteger a los terceros. La norma, se podría argumentar, es arbitraria: protege a quien adquiere del titular registral independiente-

(56) Una consecuencia de la inexistencia de cualquier tipo de publicidad del contenido de los registros de valores anotados se enuncia en el artículo 6 LMV. Este precepto establece en su párrafo primero que la representación de valores mediante anotaciones en cuenta requiere el otorgamiento de escritura pública en la cual se harán constar, entre otros extremos, las condiciones y características de los valores integrados en la emisión. Como, por otra parte, el contenido de la escritura puede fundamentar excepciones oponibles frente a terceros adquirentes de los valores (art. 9.3 LMV), la Ley ha debido poner los medios necesarios para que los terceros puedan tener conocimiento del contenido de la escritura. Por ello, el artículo 6.2 LMV dispone que una copia de la escritura será presentada ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores que la incorporará a un Registro público al cual —la ley, sintomáticamente, se ocupa de precisarlo— "el público tendrá libre acceso" (art. 92 LMV). Por idénticas consideraciones impone a la entidad emisora y a la encargada de los registros contables la obligación de tener a disposición del público copia de la referida escritura (art. 6.3 LMV). Naturalmente, en el caso de Deuda del Estado y de las Comunidades Autónomas, la publicidad queda asegurada con la publicación en el Boletín Oficial correspondiente de las características de la emisión (art. 6.4 LMV).

mente de toda consideración a la existencia en el tráfico de situaciones de confianza en la apariencia merecedoras de tutela.

34. Naturalmente, la norma —entendida de este modo— es ilógica y no parece casar demasiado bien con los principios que rigen en nuestro Derecho las adquisiciones *a non domino*. Por ello es preciso plantear el problema adecuadamente para no dejarse llevar por impresiones erróneas. La clave está en no olvidar que el ordenamiento protege a los terceros que han completado absolutamente su propio acto adquisitivo. Esto significa, en materia de derechos reales sobre cosas muebles, que además de un título que justifique la adquisición —válido en sí mismo, aunque ineficaz a efectos traslativos— el tercero debe haber alcanzado la posesión de la cosa. En el campo de los títulos-valores juega este mismo principio, sin más, en relación con los emitidos al portador (art. 545 CCo). En cuanto a los títulos a la orden, la mera tradición no basta; el acto adquisitivo sólo se completa mediante el endoso, negocio que viene integrado por dos elementos: la declaración escrita sobre el título y la entrega del mismo al *accipiens*. Por último, para algunos títulos nominativos directos —en todo caso las acciones (art. 56.2 LSA)— el régimen de esta materia es idéntico al de los títulos a la orden (57).

Pues bien, en un sistema como el predispuesto para la transmisión de los valores anotados, el acto adquisitivo requiere, para ser completo, la inscripción de la transmisión a favor del adquirente. A su vez, ésta sólo

(57) El caso de los bienes inmuebles requiere una breve puntualización. El artículo 34 LH exige, en principio, que el adquirente inscriba su derecho. Ello podría llevar a pensar que la tradición del inmueble no es necesaria para que se produzca la adquisición *a non domino*. No se trata en absoluto de mediar en una polémica —las relaciones entre tradición e inscripción— que ha hecho correr mucha y muy autorizada tinta, pero sí de poner de manifiesto que es una cuestión que en nada afecta —en el fondo— a nuestra opinión. En efecto, existe una corriente doctrinal —minoritaria— que mantiene que en materia inmobiliaria la inscripción sustituye a la tradición, que resultaría así innecesaria. La asunción de esta idea, amén de otras consecuencias, no supondría modificar en sustancia lo dicho en el texto. Si la inscripción sirve de *modo* de adquirir, entonces el proceso adquisitivo sólo estará completo cuando ésta se produzca; luego seguirá siendo cierta la afirmación básica de que el tercero protegido es aquel que ha completado su propio proceso adquisitivo.

Si, por el contrario, endendemos que la inscripción es una formalidad independiente de la tradición, habremos de concluir que el tercero, para ser tutelado, no sólo tendrá que inscribir su derecho sino, además, recibir la posesión del inmueble. La inscripción será un requisito exigido por el artículo 34 LH *además* de la *traditio*. Lo que ocurre es que la tradición material de la finca queda suplida por la escritura pública (art. 1.462 CC) necesaria para proceder a la inscripción. Ello explicaría además el sentido del artículo 1.473 CC, que para los supuestos de doble venta parece otorgar a la inscripción en el caso de inmuebles los mismos efectos que a la tradición en el caso de bienes muebles. Para una visión general de estos problemas, *vid.* LACRUZ en LACRUZ y SANCHO REBULLIDA: *Derecho inmobiliario registral*, 2.^a ed., Barcelona, 1984, págs. 115-120.

puede tener lugar si el transmitente figura inscrito como titular de los valores (art. 11.3 LMV). Es decir, únicamente puede resultar protegido quien ha conseguido inscribir a su favor —recordemos que la inscripción equivale a la tradición de los títulos— y para ello es precisa la previa legitimación del *tradens*. Ocurre entonces, y creo que aquí está la clave del sistema, que el momento de la adquisición y el momento en que se crea la situación de apariencia coinciden. Tal coincidencia es inhabitual en el mundo de las cosas muebles ya que, generalmente, el *accipiens* identifica al transmitente como poseedor algún tiempo antes de la tradición. Podemos decir, por tanto, que el artículo 9.3 LMV protege al tercer adquirente que, por haber logrado que los valores se inscriban a su favor, considera su adquisición consumada. La tutela se ofrece a quien confía en la apariencia la titularidad del *non domino*; a quien confía, en otros términos, en que su titularidad es inatacable porque cree que el transmitente es titular. Y lo cree porque, al haber podido inscribir la transmisión a su favor, deduce que el *tradens* es titular inscrito.

Ello es lo que verdaderamente subyace a los sistemas de adquisición *a non domino*; los terceros, en efecto, adquieren inatacablemente porque la apariencia de titularidad de su *auctor* les hace confiar en que han adquirido eficazmente, no porque piensen que van a poder adquirir eficazmente. Sólo son tutelados, repitámoslo, cuando el proceso adquisitivo ha sido completamente actuado. De esta forma el artículo 9.3 LMV se muestra, bien analizado, como suficientemente congruente. Los registros contables no constituyen un auténtico y verdadero sistema de publicidad, pero pueden llegar a crear verdaderas apariencias en los supuestos en que su contenido se hace evidente para los terceros. Se explica así como la inscripción en un registro no público puede producir efectos materiales tan enérgicos.

35. Es fácil apreciar como el correcto funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta descansa en gran medida sobre la labor de las entidades encargadas de la llevanza de los registros contables. De ahí que la ley se haya ocupado de esbozar las líneas maestras de su régimen de responsabilidad. Creo que merece la pena dedicar algún espacio a este tema para cerrar con ello este somero tratamiento de la organización de los registros contables.

En principio, el papel cuasi-institucional que estas entidades juegan en la organización y funcionamiento de los mercados oficiales y no oficiales de valores bastaría para justificar que su actividad se valorara con un parámetro de diligencia muy exigente. Lo que ocurre es que la ley ha ido más allá; del artículo 7.6 LMV se deduce que la infracción de las normas legales —o de las reglamentarias que se establezcan para la llevanza de los registros— dará lugar a responsabilidad objetiva. Las entidades encarga-

das de los registros contables responderán, de acuerdo con el precepto citado, aun en el supuesto de que los incumplimientos se debieran a caso fortuito o fuerza mayor, salvo culpa exclusiva del perjudicado que, naturalmente, habrá de probarse. Por tanto, aun cuando las inexactitudes y retrasos en las inscripciones —o, en general, las infracciones de la normativa aplicable— se produzcan por causas no imputables a las entidades encargadas de los registros (cortes en el fluido eléctrico, colapso de líneas telefónicas, "virus informáticos"...), aquéllas serán responsables porque la ley les imputa esta responsabilidad en función del criterio objetivo del riesgo profesional, independientemente, por tanto, de su actuar diligente o negligente.

En cuanto a la manera de hacer efectiva la responsabilidad, el artículo 7.6 LMV dicta, en su último inciso, una norma que me parece acertada: la responsabilidad habrá de hacerse efectiva en especie, en la medida de lo posible. El perjudicado podrá, por tanto, requerir a la entidad infractora para que repare las consecuencias de su actuación con una cantidad equivalente de valores de la misma clase. La norma es lógica si tenemos en cuenta que en muchos casos esos valores podrán ser adquiridos con facilidad en los mercados secundarios (58) y podrá satisfacerse con ellos el interés del perjudicado. Claro que quizá la norma descubra su mayor virtualidad protectora precisamente cuando los valores sean difíciles de obtener para el inversor medio o pequeño y puedan ser adquiridos, sin embargo, por entidades especializadas en operar en los mercados de valores. Desde mi punto de vista, además, el hecho de que la responsabilidad deba hacerse efectiva en especie —si es posible— no impide que pueda al mismo tiempo reclamarse una indemnización pecuniaria por los daños y perjuicios sufridos durante el período en el que el perjudicado se vio privado de la disposición de los valores. Por último, si no fuera posible adquirir los valores, la responsabilidad debería cubrir no sólo el valor teórico o contable, sino los daños producidos por la imposibilidad de disponer de los valores, que pueden ser muy importantes si está en juego, por ejemplo, el ejercicio de derechos políticos y la posibilidad de controlar una determinada sociedad. Claro está que el problema que se plantea en estos casos es el de determinar y probar el *quantum* de los daños y perjuicios sufridos y, por consiguiente, de la indemnización debida.

Todo ello sin perjuicio, naturalmente, de las sanciones administrativas que pudieran eventualmente recaer de acuerdo con el artículo 99.f LMV, que califica como infracción muy grave la llevanza de los registros contables con retraso, inexactitud u otras irregularidades sustanciales.

(58) Cfr. BERCOVITZ. "El derecho del mercado de capitales", *cit.*, pág. 89.

III. LA PRENDA DE VALORES ANOTADOS

III. 1. CONSIDERACIONES PREVIAS

36. Después de estas notas acerca del significado y concepto de los valores anotados podemos ya entrar en el estudio de la disciplina específica de la prenda de anotaciones en cuenta. Para ello es preciso formular, con carácter previo, unas consideraciones generales sobre la institución.

37. PRIMERA: La disciplina de la prenda —según la concepción clásica presente en el Código Civil (59)— presupone la entrega al acreedor de una cosa mueble que éste retiene hasta el cumplimiento de la obligación garantizada. La prenda de cosas incorpóreas se encuentra, por lo tanto, huérfana de toda regulación específica en nuestro Derecho. No obstante, la doctrina no ha dudado en reconocer la pignorabilidad de los derechos, incluso la de los derechos de crédito (60), aunque la doctrina del Tribunal Supremo parece ser más bien restrictiva en este punto. En efecto, las Sentencias de 27 de diciembre de 1985 y de 18 de julio de 1989 parecen negar toda eficacia frente a terceros a la prenda de créditos, lo que viene a equivaler a negar que se trate de una verdadera prenda (61). Ante esta

(59) Recordemos a este respecto que la Ley de 5 de diciembre de 1941 dividió el capítulo II del título XV del libro IV del Código Civil en dos secciones, la segunda de las cuales —que comprendía los arts. 1.863 bis a 1.873 bis— regulaba la prenda sin desplazamiento de la posesión. Estos preceptos fueron expresamente derogados por la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento de Posesión. No siempre, por tanto, el Código se ocupó exclusivamente de la prenda posesoria.

(60) Cfr. DE CASTRO: *Derecho Civil de España*, 2.^a ed., I, 1949 (edición facsímil de 1984), págs. 598-599; PANTALEÓN PRIETO: "Cesión de créditos", *ADC*, 1988, págs. 1.043 y sigs.; GUILARTE ZAPATERO, en los *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, dirigidos por ALBALADEJO, XXIII, Madrid, 1979, págs. 414 y sigs.; Díez Pícazo y Gullón Ballesteros: *Sistema de Derecho civil*, III, 2.^a ed., Madrid, 1981, pág. 612; ALBALADEJO: *Derecho civil*, III, vol. 2.^o, 6.^a ed. (revisada por González Porras), Barcelona, 1989, pág. 266; SÁNCHO REBULLIDA, en los *Elementos de Derecho civil*, de LACRUZ, III, vol. 2.^o, Barcelona, 1980, pág. 155; SÁNCHEZ GUILARTE: "Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta", en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, cit., pág. 654.

(61) La STS de 27 de diciembre de 1985 ha sido comentada por BARBA DE VEGA (*CCJC*, 1986, núm. 10, págs. 3363 y sigs.), EIZAGUIRRE ("Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores", *RDBB*, núm. 25, 1987, págs. 179 y sigs.) y MANZANARES SECADES ("Algunas notas sobre la prenda de dinero a raíz de la Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de diciembre de 1985" *ADC*, 1986, págs. 1293 y sigs.). Los dos primeros autores coinciden en afirmar que si se priva a la prenda sobre créditos —en el caso concreto se trataba de prendas sobre imposiciones a plazo— de la preferencia sobre los demás acreedores del pignorante, la calificación de dicha figura como "prenda" pierde todo su sentido y fundamento (EIZAGUIRRE, pág. 205; BARBA DE VEGA, pág. 3373). Por su parte, SÁNCHEZ GUILARTE (*op. cit.*, pág. 664) califica de "traumática" la conclusión del Tribunal Supremo.

tendencia jurisprudencial, seguramente vinculada con la idea de la especialidad de los privilegios y la consecuente conveniencia de interpretarlos restrictivamente, adquiere especial importancia el hecho de que la LMV haya previsto expresamente la posibilidad de constituir un derecho de prenda sobre los valores anotados (62). La mención explícita de esta figura y el contenido del precepto han eliminado, como veremos posteriormente, toda posible discusión acerca de la admisibilidad y posible eficacia frente a terceros de este derecho. La doctrina del TS sobre la prenda de créditos resultará inaplicable a la prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta. Cuestión distinta es que la inmaterialidad del objeto sobre el que recae el derecho de prenda haga que éste presente evidentes singularidades.

38. SEGUNDA: La LMV 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, insuficientes por sí mismos para caracterizarla y definirla totalmente. Se hace preciso, en consecuencia, determinar cuál será la disciplina a la que habrá que acudir al objeto de completar la normativa de la LMV. Para ello, en mi opinión, hay que tener en cuenta dos órdenes de consideraciones de sentido, en cierto modo, contrapuesto.

En primer lugar, no podemos olvidar que la Ley dispone que "la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título". Esta norma parece actuar como una remisión a la disciplina del Código Civil sobre la prenda posesoria; se trataría de un índice proporcionado por el propio legislador que señalaría el lugar donde el intérprete debe buscar las normas y principios aplicables a la prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta. Pero, en segundo término, debemos recordar —por muy obvio que resulte— que, realmente, el acreedor pignoraticio no ostenta la posesión de los valores que son, por naturaleza, cosas no poseíbles. No existe un verdadero traspaso posesorio. En este sentido, la prenda de valores anotados es una prenda registral, que se constituye y vive en "tablas" o libros. En consecuencia, y de acuerdo con esta observación, para encontrar las normas aplicables habría que dirigirse a la regulación de la hipoteca inmobiliaria y, fundamentalmente, a la de la hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de la posesión contenida en la Ley de 16 de diciembre de 1954.

Siendo así las cosas, creo que la solución pasa por adoptar una interpretación capaz de armonizar e integrar ambas ideas. Para ello es preciso analizar cuidadosamente los diferentes supuestos y determinar, a la luz de

(62) Cfr. MADRID PARRA: "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", *cit.*, pág. 90.

las observaciones anteriores, qué principios serán los aplicables preferentemente para resolver cada cuestión concreta. En líneas generales podemos formular las siguientes afirmaciones: de un lado, la equiparación legal entre la inscripción y el desplazamiento posesorio no puede ser en absoluto ignorada. Desde mi punto de vista 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 en relación con 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. Así, si la entrega de la cosa tiene la función de constituir el derecho real o la de permitir al acreedor el ejercicio del derecho de retención frente al dueño o frente a los acreedores personales de éste, análogos efectos deben reconocerse a la inscripción de la garantía. Lo que ocurre es que, naturalmente, la especial naturaleza de los valores anotados obliga a interpretar las normas de manera que se adapten a ella. En otras palabras, atendiendo al objetivo perseguido por las normas civiles al establecer sus mandatos se debe deducir cuál sería el precepto funcionalmente equivalente en el ámbito de los valores anotados. Analizando la función y finalidad cumplidas por la entrega material de la cosa en la disciplina de la prenda posesoria, se puede alcanzar a integrar en buen número de puntos la regulación de la prenda de anotaciones.

Ahora bien, esta remisión a la disciplina de la prenda con desplazamiento de la posesión —que me parece el principio general— no puede conducirnos a ignorar la evidencia de que el acreedor pignoraticio no ostenta la posesión de los valores anotados. De tal manera que las normas sobre la prenda posesoria que partan del supuesto de que el acreedor tiene en su poder una cosa mueble no serán aplicables a la prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta. Se trata de preceptos que imponen determinadas consecuencias jurídicas que sólo tienen sentido si (y en la medida en que) el supuesto de hecho incluya la posesión de la cosa por el acreedor. En tales normas, el desplazamiento posesorio no es tomado en consideración como un instrumento que cumple una determinada función —trascendental— en el desenvolvimiento de la institución; parte, por el contrario, de que las cosas empeñadas se encuentran en poder del acreedor y tratan de regular algunas cuestiones derivadas de tal situación. El ejemplo más claro lo ofrece el artículo 1.867 CC, en cuanto impone al acreedor pignoraticio la obligación de cuidar las cosas con diligencia; difícilmente será aplicable este principio en relación con los valores anotados.

En estos aspectos en los que la disciplina de la prenda posesoria no es suficiente, o no es apropiada para resolver los problemas planteados por

la prenda de valores anotados, conviene recurrir a principios propios de otras instituciones o figuras. Así, en los temas registrales y en aquellas cuestiones derivadas de la peculiaridad de la situación de un acreedor pignoraticio sin posesión de las cosas empeñadas, quizá sea útil seguir los principios que rigen la hipoteca mobiliaria y la prenda sin desplazamiento de la posesión. En bastantes ocasiones, la disciplina de estas dos figuras arrojará más luz sobre los problemas que la propia de la prenda posesoria (63).

39. TERCERA: De cualquier modo, lo que debe quedar claro es que la referencia a la prenda obliga —sea cual sea el resto de facultades y condiciones que se consideren implícitas en la figura— a atribuir al acreedor la facultad de hacer enajenar los valores para satisfacer su derecho con lo obtenido si la obligación garantizada resulta incumplida. El *ius distrahendi*, en cuanto contenido esencial de los derechos de garantía (art. 1.858 CC), no puede faltar en la prenda y, desde luego, no puede ser excluido por pacto sin desnaturalizar el derecho del acreedor. La calificación de prenda otorgada por la LMV a la garantía constituida sobre los valores por voluntad de las partes conlleva el reconocimiento al acreedor de un derecho de realización de los mismos.

40. CUARTA: Hemos dicho que el artículo 10 LMV funciona, en cierta medida, como norma de remisión a la disciplina del Código Civil. Ahora bien, es preciso recordar que el Código de Comercio dicta también normas —en número escaso, ciertamente— sobre la prenda de valores cotizables. En efecto, los artículos 320-324 CCo no regulan propiamente el préstamo con garantía de valores —a pesar de que ésta es la rúbrica de la sección—, sino la prenda de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (64). Lo dispuesto en estos preceptos sólo

(63) *Vid.*, para un razonamiento en cierto modo análogo, el trabajo de BALLARIN MARCIAL ("Prenda de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada" *RDM*, 1956, págs. 299 y sigs.) en el que postula la aplicación a esta figura de las normas y principios de la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento de Posesión (págs. 303-304).

(64) No obstante, el primer párrafo del artículo 320 no se refiere al régimen de la prenda. Lo que hace es atribuir carácter mercantil al préstamo con garantía de valores cotizables cuando se formalice en póliza intervenida por Corredor de Comercio Colegiado o en escritura pública. Precisamente este último extremo es una de las novedades introducidas con la nueva redacción dada a toda la sección 2.^a del título V del libro II del Código por la disposición adicional 4.^a de la LMV: la autorización del Notario —que, recordemos, es un profesional del Derecho y no del comercio— también es capaz de arrastrar —en concurrencia con la constitución de una prenda sobre valores cotizables— la calificación de mercantil para el contrato de préstamo, con independencia de que reúna las condiciones enunciadas en el artículo 311 CCo.

Creo que en la práctica la novedad introducida por esta norma no será de gran trascendencia. Los préstamos con garantía de valores son operaciones reservadas casi en

será, por tanto, aplicable a la prenda de valores cotizables (65), aunque, desde luego, con total independencia de la modalidad de representación adoptada para ellos.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que la prenda de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial está destinada a ser, en un porcentaje muy elevado de casos, una prenda de anotaciones en cuenta. Nótese, en efecto que el Mercado de Deuda Pública —que es un mercado secundario oficial— tiene por objeto exclusivo la negociación de Deuda Pública representada por medio de anotaciones, así como de aquellas otras categorías de valores emitidos, bajo la misma forma de representación, por las entidades y en las condiciones precisadas en el artículo 55 LMV. Además, y de acuerdo con el párrafo 5.º de la disposición adicional primera de la LS A, las acciones y obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, habrán de representarse necesariamente por medio de anotaciones en cuenta. Por último, los eventuales mercados secundarios oficiales de ámbito estatal creados por el Gobierno de acuerdo con el artículo 59 LMV sólo pueden hacer referencia a valores anotados (art. 31 LMV). En otras palabras, la prenda de valores cotizables sólo podrá ser una prenda de títulos-valores cuando no se trate ni de acciones ni de obligaciones ni de Deuda Pública. Y, aun en tal caso, *podría* recaer sobre anotaciones en cuenta.

exclusiva al tráfico bancario y es sabido que la generalidad de la doctrina y la jurisprudencia consideran los contratos bancarios como mercantiles en sí mismos, esto es, aunque no concurren las notas mencionadas en los preceptos que, para cada contrato particular, determinan cuando un acto es mercantil (cfr., entre otros, SÁNCHEZ CALERO: *Instituciones de Derecho mercantil*, cit., pág. 475; URÍA: *Derecho mercantil*, 16.ª ed., Madrid, 1989, págs. 685-686; GARRIGUES: *Contratos bancarios*, 2.ª ed., Madrid, 1975, págs. 223-224. En contra, expresamente, VICENT CHULIA: *Compendio crítico de Derecho mercantil*, II, 3.ª ed., Barcelona, 1990, págs. 249-252. Vid. igualmente la STS de 9 de mayo de 1944 y la RDGRN de 1 de febrero de 1980). En relación con los préstamos de las Cajas de Ahorros, vid. GARCÍA VILLAVARDE: "La mercantilidad de los préstamos de las Cajas de Ahorros", *Rev. Fac. Der. Univ. Compl. de Madrid*, núm. 72, págs. 255 y sigs. Lo que sí es claro, en todo caso, es que la norma del artículo 320.1 es sistemática; seguramente su ubicación correcta fuera del artículo 311 CCo.

(65) Atendiendo a lo que era práctica habitual se han incluido en la regulación de los artículos 320-324 los valores "privados". En realidad, ya en alguna ocasión la jurisprudencia había declarado aplicables por analogía dichos artículos a los valores emitidos por entidades de Derecho privado (STS 27 diciembre 1985). A veces había llegado a admitir su aplicación a valores sin cotización bursátil (STS 8 mayo 1957) con el argumento de que podían ser cotizables en el mercado extrabursátil. Tal interpretación, de corrección dudosa mientras estuvo en vigor la anterior redacción de los preceptos, es hoy inviable, ya que el artículo 320 se refiere expresamente a valores admitidos a negociación en un mercado secundario *oficial*, esto es, en alguno de los mencionados en el artículo 31 LMV.

III.2. LA CONSTITUCIÓN DE LA PRENDA

41. El artículo 10 LMV dispone:

"La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.

La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción" (66).

A continuación procederemos a analizar el contenido de este precepto tratando de estudiar separadamente los diferentes aspectos referentes a la constitución de la prenda.

42. Para la constitución de la prenda es precisa su inscripción en la cuenta de los valores empeñados. Ello se deduce del segundo inciso del primer párrafo del artículo 10 LMV, que al hacer equivalente la inscripción de la garantía y el desplazamiento posesorio del título aclara que aquélla es el *modo* de adquirir. La formulación del artículo 10 no es, por lo demás, sino aplicación del principio enunciado en el artículo 9.1 LMV que equipara la inscripción de la transmisión a la tradición de los títulos. No nos encontramos lejos, por tanto, del tradicional esquema del título y el modo, si bien con la sustitución de la *traditio* por la anotación contable (67). Parafraseando el 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. La anotación de la prenda forma parte, por tanto, del supuesto de hecho constitutivo del derecho.

Adviértase que la ley podría haber establecido para la constitución y transmisión de derechos sobre los valores un sistema totalmente distinto al vigente para los títulos-valores y, en general, para las cosas muebles. Podría, por ejemplo, haber declarado transmitido o constituido el derecho por el mero convenio entre las partes. La disciplina dictada, sin embargo, responde a la idea de mantener conceptualmente vinculados los valores representados por medio de títulos y los representados en anotaciones en cuenta. La inscripción cumple respecto a éstos idéntica función que la tradición respecto a aquéllos.

(66) La redacción del inciso final del precepto debería haber sido "...desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción". El artículo 10 no ha sido, sin embargo, afectado por la corrección de errores de la LMV.

(67) Vid. MADRID PARRA. "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta", *cit.*, pág. 88.

Todo ello permite eliminar cualquier posibilidad de interpretar el inciso inicial del artículo 10.1 LMV en el sentido de atribuir a la inscripción carácter obligatorio pero no constitutivo. En efecto, en aquel lugar se establece que "la constitución de derechos reales limitados (...) deberá inscribirse en la cuenta correspondiente". A pesar de su tenor hay que desterrar cualquier lectura del precepto que conduzca a entender constituida la garantía con anterioridad a la inscripción. La prenda no nace como derecho, ni siquiera *inter partes*, hasta la inscripción; por tanto, tampoco existe hasta ese momento afección o vinculación especial de los valores al cumplimiento de obligación alguna.

43. Hemos dicho que la inscripción, en cuanto equivalente al desplazamiento posesorio, funciona como modo de adquirir. Pero es que, además, en relación con la prenda la tradición tiene otro efecto fundamental: la puesta en posesión del acreedor es necesaria para la perfección —obsérvese bien, no para la ejecución— del contrato de prenda. Estamos ante uno de los contratos llamados reales *quoad constitutionem*, esto es, contratos en los que la *datio rei* es condición indispensable para su perfección (art. 1.863 CC). Y, lógicamente, la inscripción debe equivaler al desplazamiento posesorio tanto a los efectos del nacimiento del derecho de prenda como a los de la perfección del contrato. Ello quiere decir que mientras la prenda de valores no se anote en la cuenta correspondiente el contrato de prenda no se perfeccionará. Nótese entonces que la inscripción es una forma necesaria para la perfección del contrato de prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta.

44. De todas formas, la vigencia en nuestro Derecho de la categoría de los contratos reales ha sido puesta en discusión por un autorizado sector de la doctrina civilista. Según esta línea de pensamiento, la calificación de reales de ciertos contratos —entre ellos la prenda— se explica como un mero residuo histórico; hoy día, en consecuencia, la mención de la entrega en las definiciones positivas de los contratos reales habría de ser entendida como un reconocimiento legal de la hipótesis normal o más frecuente: que la entrega sea simultánea a la misma perfección del contrato (68). Ello vendría a suponer, en definitiva, negar la tradicional categoría de los contratos reales y considerar que la perfección del depósito, del comodato, del mutuo o de la prenda se produciría por el mero consentimiento, de acuerdo con las reglas generales de nuestro ordenamiento.

En mi opinión, tanto si se admite esta tesis —que lleva a la disolución de la categoría de los contratos reales— como si se piensa —más matizadamente— que éstos siguen presentes en nuestro ordenamiento pero que

(68) Cfr. JORDANO: *La categoría de los contratos reales*, Barcelona, 1958, págs. 133-136.

las partes pueden crear figura de contratos consensuales atípicos correspondientes a los previstos como reales (69), es preciso aceptar la validez de un contrato consensual que obligue a una de las partes a constituir la prenda. En el bien entendido, naturalmente, de que la prenda en cuanto tal no nace sino con la entrega de la cosa. La promesa de constituir prenda, en efecto, tiene plena validez, de acuerdo con el artículo 1.862 CC y produce acción personal entre los contratantes (70). Consecuentemente, y con referencia a los valores anotados, la inscripción sería un acto de ejecución de este contrato consensual (*datio solvendi causa*), antes de la cual no surgiría derecho o afección alguna sobre los valores; el único efecto del contrato consensual consistiría —como es regla general en nuestro Derecho, donde los contratos producen efectos obligacionales y no tienen, por sí mismos, eficacia real— en el nacimiento de la obligación, para quien prometió constituir la prenda, de hacer inscribir la garantía sobre los valores cuya afección se hubiera pactado (71).

45. La inscripción de la prenda en la cuenta correspondiente es la única condición para el nacimiento del derecho real con eficacia *erga omnes*. En ningún caso es posible entender que será necesaria, además, la

(69) Sobre esta tesis, *vid.* las referencias de JORDANO: *La categoría de los contratos reales*, cit., págs. 112-114.

(70) A pesar de las dudas manifestadas por algunos autores (ALBALADEJO, *Derecho Civil*, cit., pág. 258; GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, pág. 384), creo que el artículo 1.862 CC hace referencia a un contrato consensual definitivo, ya que de él surgirán obligaciones y derechos válidos y eficaces, y no a un precontrato de contrato real. En efecto, siguiendo a DE CASTRO ("La promesa de contrato", *ADC*, 1950, págs. 1168-1170) podemos definir el precontrato como un convenio que otorga a una de las partes, o a las dos, la facultad de exigir la eficacia inmediata (*ex nunc*) de un contrato por ellas proyectado. De la promesa de contrato, en efecto, nace el derecho de poner en actual funcionamiento (imponer la plena eficacia de) el proyectado contrato. Naturalmente, este esquema es incompatible con el contrato de prenda, ya que la exigencia del cumplimiento de la promesa de prenda no es hábil, por sí sola, para hacer vigente o perfeccionar un contrato real de prenda que, por hipótesis, requiere la *datio* (art. 1.863 CC). La exigencia de la entrega de la cosa en prenda es manifestación, sencillamente, del vínculo obligacional derivado de un contrato consensual y atípico por el que una de las partes se compromete a constituir, en favor de la otra, un derecho real de prenda. Pero, nótese bien, tal derecho en ningún caso llegará a surgir antes de la inscripción de la garantía (cfr. DE CASTRO: "La promesa de contrato", *cit.*, pág. 1172; en la misma órbita parece moverse DÍAZ PICAZO: *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, I, 2.^a ed., Madrid, 1983, pág. 224).

(71) Precisamente, en relación con los efectos obligatorios del contrato de prenda se plantea una cuestión que debe ser aclarada. La obligación contraída por quien prometió constituir la garantía —sea el deudor o un tercero— es, desde el punto de vista del contenido material o físico de la conducta exigible, una obligación de hacer. Sin embargo, jurídicamente debe ser tratada como una obligación de dar. Naturalmente, no se entregará nada material, pero la obligación de procurar la inscripción a favor del acreedor es equivalente a la obligación de entregar el título, es decir, a la de dar en prenda una cosa mueble.

notificación de la constitución de la prenda a la entidad emisora. La prenda de valores anotados no funciona como una prenda de créditos en la que la notificación al deudor del crédito pignorado es necesaria para la constitución de la garantía. Dicha notificación tiene el efecto de advertir al deudor para que se abstenga de pagar al pignorante del crédito, creando así una situación de indisponibilidad semejante a la que se consigue con la entrega al acreedor de la posesión en el caso de la prenda con desplazamiento (72). Hay autores, por el contrario, que entienden que la notificación al deudor no es requisito constitutivo de la prenda de créditos: la *denuntiatio* no sería precisa para que la prenda naciera *inter partes*, del mismo modo que no lo es para la cesión plena del crédito (73). Pero, sea como sea, lo cierto es que el efecto de la indisponibilidad se consigue, en cuanto a la prenda de valores anotados, mediante su inscripción en la cuenta correspondiente. La equiparación entre la inscripción de la garantía y el desplazamiento posesorio del título permite deducir que la entidad emisora no puede desconocer la prenda constituida argumentando que no le ha sido notificada. Y en ningún caso es necesaria notificación o comunicación alguna para el nacimiento del derecho.

46. Para proceder a la inscripción de la prenda será preciso que el disponente se dirija a la entidad encargada del registro ordenando que se dé curso a la anotación —y, con ello, a la constitución— del gravamen. A tal efecto deberá, según indica el artículo 12.4 LMV, restituir previamente los certificados que hubiera expedido la entidad encargada de la llevanza de los registros contables. Esta habrá de limitarse, en consecuencia, a exigir del disponente la restitución del certificado y a comprobar que los valores figuran inscritos a su nombre (74). Obsérvese que se trata de

(72) Cfr. GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, pág. 415; EIZAGUIRRE: "Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia...", *cit.*, págs. 201-202; DE CASTRO: *Derecho civil de España*, cit., págs. 598-599; CAPO BONNAFOUS: "Algunas consideraciones sobre la prenda de créditos", *RCDI*, 1931, pág. 293; ROSENDE HONRUBIA: "La prenda de créditos", *RCDI*, 1927, págs. 660-661; DIEZ PASTOR: "Notas acerca de la naturaleza y contenido de la subhipoteca", *RCDI*, 1930, pág. 452.

(73) Cfr. PANTALEÓN PRIETO: "Cesión de créditos", *op. cit.*, pág. 1044; VON THUR: *Tratado de las obligaciones* (traducido por W. ROCES), II, Madrid, 1934, págs. 327-328.

(74) Es lo que se deduce de los artículos 12.4 y 11.3 LMV. Aunque la legitimación para la transmisión de los derechos derivados de los valores anotados se puede acreditar mediante la exhibición de los certificados (art. 12.1) no es admisible que la propia entidad registradora pueda escudarse en este hecho sin consultar sus propios "libros". En realidad, al tratarse de un sistema registral parece que debe regir un principio análogo al que en materia inmobiliaria se denomina de "tracto sucesivo" (art. 20 LH) y que se encontraría formulado, a mi juicio, por el artículo 11.3 LMV: sin titularidad contable no es posible inscribir la transmisión o el gravamen. La diferencia con el sistema inmobiliario registral viene dada porque en este último el tracto sucesivo es necesario para la inscripción del acto dispositivo otorgado, mientras respecto a los valores anotados es requisito necesario para el ejercicio de la facultad dispositiva, dado

comprobaciones estrictamente formales que nada tienen que ver con lo dispuesto en el artículo 1.857 CC. La entidad encargada de los registros no tiene que investigar si el disponente es verdadero titular de los valores, o si su derecho es resoluble o anulable. Su deber de diligencia no va más allá de la comprobación de su titularidad formal, de su legitimación de acuerdo con el artículo 11 LMV. Si el disponente restituye el certificado —o si éste hubiera quedado privado de valor— y figura inscrito como titular en los registros, la entidad que los lleva dará curso a la orden e inscribirá la transmisión o, como en este caso, la prenda (75). Si luego resultase que el constituyente no era el verdadero titular de los valores —por ejemplo, porque el título de adquisición fue nulo, anulable, se resolvió o rescindió— nos encontramos con un problema de terceros que podría dar lugar a una adquisición *a non domino* —incluso de un derecho limitado— de acuerdo con el artículo 9.3 LMV. Pero la entidad encargada de la contabilidad de los valores no incurrirá en responsabilidad en tales supuestos, siempre que se hubiera conducido del modo descrito (76).

que la inscripción es imprescindible para la transmisión del derecho (art. 9.1 LMV). Quizá el caso de la hipoteca, en el que la inscripción es constitutiva sea precisamente el más parecido al de la prenda de valores anotados.

(75) Problema distinto es el de la constitución de la prenda por acto unilateral. Independientemente de que la orden haya de emitirse por el constituyente de la garantía, lo normal es que para la constitución de la prenda exista un acuerdo de voluntades. La cuestión entonces es: ¿sería posible constituir la prenda sin contar con la voluntad del favorecido por la garantía? En relación con la prenda posesoria parece preferible la opinión negativa (cfr. GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, pág. 392); la tradición de la cosa al acreedor requiere su cooperación y si se pone en poder de un tercero su designación ha de hacerse de mutuo acuerdo. No obstante, la admisibilidad de la constitución de hipoteca por acto unilateral (art. 141 LH) permite plantearse la misma posibilidad con respecto a la prenda de valores anotados, ya que se trata también de un sistema tabular o registral.

Desde mi punto de vista, la entidad encargada del registro debe dar curso a la orden de inscripción de la prenda emitida por quien, apareciendo como titular según su contabilidad, restituye al mismo tiempo el certificado que se hubiera expedido. Que tales instrucciones vengan precedidas (o sean incluso simultáneas) de un acuerdo con el acreedor o deriven de la voluntad exclusiva del constituyente es algo que no debe influir sobre la actuación de dichas entidades. Lo que ocurre es, a mi juicio, que en este segundo caso el disponente podría establecer un plazo para que el beneficiario aceptase la prenda, siendo revocable la inscripción transcurrido dicho plazo sin haberse producido manifestación en tal sentido.

(76) Otra de las cuestiones que suscita la constitución de la prenda es la de la comprobación, por parte de la entidad encargada de la llevanza de los registros, de la autenticidad de las órdenes de inscripción de las garantías. Dichas entidades habrán de desplegar en esta actividad un mínimo de diligencia; así, deberían confrontar la firma del documento en que se ordene la transferencia o constitución del gravamen con la registrada del titular de la cuenta. En todo caso, no me parece que les sea atribuible una función calificadora y de control de legalidad semejante a la que corresponde a los registradores de la propiedad y mercantiles.

47. Lo que está en todo caso vedado por la ley es la constitución de prendas sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta mediante la entrega del certificado que se hubiera expedido de acuerdo con el artículo 12.1 LMV. Los certificados mencionados no son, ni mucho menos, títulos representativos de los valores que puedan ser empeñados por el titular de los mismos. Hay que tener en cuenta, en efecto, que los actos de disposición que tengan por objeto los certificados son nulos (art. 12.2 LMV), sanción que afecta, desde luego, no sólo a los actos de enajenación, sino también a la constitución de gravámenes (77). Los certificados tienen por única función acreditar la legitimación (art. 12.1 LMV) que deriva, *exclusivamente*, de la inscripción en los registros contables. Son documentos de legitimación "de segundo grado", ya que su fuerza legitimadora se basa en que se corresponden —o deben corresponderse— con el contenido de los asientos registrales. Valen en cuanto acreditan y ponen de manifiesto el contenido de los asientos contables.

No obstante, se podría argumentar, la entrega del certificado al acreedor tendría, de hecho, efectos similares a la inscripción de la prenda, en cuanto provocaría una situación de indisponibilidad: el "transmitente" del documento, al no estar en condiciones de restituirlo, no podría ordenar la transferencia de los valores. Lo cierto es, sin embargo, que la situación del mero poseedor del certificado en poco o nada se parecería a la de un acreedor pignoraticio; no gozaría, en caso de incumplimiento, del *ius distrahendi*, ni ostentaría, por supuesto, preferencia alguna sobre los demás acreedores del deudor.

En cuanto a la pretendida situación fáctica de indisponibilidad que se crearía y que actuaría como medio de retorsión del deudor para que cumpliera sus obligaciones, me parece que no pasa de ser una mera entelequia. Es cierto, de un lado, que el artículo 12.4 LMV ordena a las entidades encargadas del registro que no se practiquen las inscripciones de transmisiones o gravámenes en tanto el disponente no haya restituido los certificados expedidos, salvo que hayan quedado privados de valor. Es también verdad que la ley prohíbe emitir —para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos— más de un certificado. Pero ello no nos puede conducir a aceptar la idea de que el sujeto que se hubiese desprendido del certificado emitido a su favor quedaría imposibilitado para disponer de los valores de los que es titular. En efecto, el titular que haya perdido o al que le hayan sustraído su certificado podrá solicitar la expedición de otro porque, recordemos, la legitimación deriva de los asien-

(77) En contra, expresamente, FERNÁNDEZ DEL POZO: "Un nuevo registro jurídico de 'bienes': el sistema de anotaciones en cuenta de valores", *op. cit.*, pág. 1221.

tos contables (78). El certificado, en efecto, es un documento probatorio o acreditativo del contenido de los registros, pero no "incorpora" el valor. En estos casos la precaución que habrá de tomarse será, naturalmente, la de comunicar a la entidad emisora tal circunstancia y advertirle de que el primer certificado debe ser considerado anulado. Como es lógico, no será necesario ningún procedimiento de amortización; no es preciso para reintegrar la legitimación, dado que ésta no depende de los certificados, sino de los asientos contables (79). Pues bien, idéntica vía podría seguir, sin duda, quien entregó "en prenda" (supuestamente) el certificado a su acreedor; no se requiere para ello un procedimiento público que dé opción al tercero poseedor del certificado a oponerse a la emisión de uno nuevo y a la privación de valor del que él posee porque, por imperativo legal, ningún derecho puede esgrimir él con respecto a dicho documento o a los valores a que hace referencia. Dicho en otros términos, serviría de poca garantía para un acreedor que el deudor le entregase un certificado acreditativo de la titularidad de determinados valores, puesto que ello no le privaría de su efectiva disponibilidad.

III.3. OPONIBILIDAD DE LA PRENDA

III.3. A. *Oponibilidad frente a los acreedores del constituyente de la garantía*

48. Según dispone el artículo 10.2 LMV, la constitución de la prenda será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción. Al contrario de lo que sucede con la prenda posesoria, donde el derecho nace *inter partes* con la tradición de la cosa pero es inoponible a terceros si no consta por instrumento público la certeza de la fecha (art. 1.865 CC)(80), en el caso de la prenda de valores

(78) Sería absurdo que en un sistema de desmaterialización de los valores volvieran a plantearse —ahora con referencia a los certificados acreditativos de la inscripción— los tradicionales problemas de la pérdida, sustracción o destrucción de los títulos-valores.

(79) Lo que sí es aconsejable es que el certificado originario —perdido o sustraído— sea privado de valor y que esta circunstancia se comunique a la entidad emisora. No para salvaguardar a ulteriores posibles adquirentes del mismo, ya que la ley deja bien claro que son nulos los actos de disposición que tengan por objeto tales certificados, sino para evitar que un tercero pudiera ejercitar los derechos —en el caso límite de que alcanzara a falsear su identidad— o que el propio titular consiguiera ejercitarlos por dos veces. Son, desde luego, supuestos prácticamente de laboratorio: es extremadamente difícil que alguien pueda llegar a ejercitar alguno de los derechos —por ejemplo, el de voto— valiéndose de un certificado no expedido a su nombre.

(80) La doctrina se muestra sustancialmente de acuerdo en este punto. Cualquiera que sea la forma, la prenda existe y adquiere validez entre las partes una vez producida

anotados la oponibilidad y el nacimiento del derecho se producen simultáneamente en virtud de la inscripción (81).

A tenor del artículo 10.2 LMV no es necesario, por tanto, que la fecha de la prenda conste en instrumento público para ser oponible a terceros. El artículo 1.865 CC resulta, así, inaplicable en su literalidad a la prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta (82). La función del artículo 1.865 CC es, en efecto, proteger a los terceros —esencialmente a los acreedores del pignorante— frente a conductas ilícitas o fraudulentas del deudor quien, simulando la existencia de prendas, puede intentar despojar a los acreedores de parte de su garantía (83). Para

la transmisión de la posesión al acreedor o un tercero. Cfr. GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, pág. 417; ALBALADEJO: *Derecho civil*, cit., pág. 253; Díez PICAZO/GULLÓN BALLESTEROS, *op. cit.*, pág. 608. El problema que se plantea es determinar si el derecho surgido en estas condiciones es o no un verdadero derecho real, asunto sobre el cual la doctrina civilista se encuentra dividida: *vid.* Cossfo, A.: *Instituciones de Derecho civil* (revisión y puesta al día de Cossfo, M. y LEÓN ALONSO), II, Madrid, 1988, pág. 337; GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, pág. 418.

(81) Creo que es inútil —y dogmáticamente suscita muchas perplejidades— recurrir al (pretendido) carácter de documento público de la certificación de inmovilización que expide el Banco de España para justificar la oponibilidad de la prenda *erga omnes*. *Vid.* SÁNCHEZ GUILLARTE ("Pignoración de saldos de depósitos bancarios e inmovilización de saldos de anotaciones en cuenta", *op. cit.*, pág. 671), que argumenta así en relación con el sistema de llevanza de los registros de la Deuda Pública anotada, en el que interviene al menos una entidad pública: el Banco de España. Aun aceptando su corrección, esta tesis no explicaría qué mecanismo hace oponible la prenda de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, cuyos registros contables los llevan sociedades o agencias de valores, que son entidades de derecho privado.

(82) En realidad, se podría pensar que el precepto de la LMV no hace más que progresar en el sentido —señalado por algunos autores— de considerar que la prenda será también oponible a terceros cuando conste en documento privado si se dan las condiciones del artículo 1.227 CC (cfr. GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, pág. 423, y ALBALADEJO, *op. cit.*, pág. 253, quien considera, sin embargo, que al menos cuando se trate de prenda constituida por contrato del art. 1.227 CC no resulta aplicable). Es decir, lo verdaderamente relevante sería que la fecha fuera cierta, y no el medio de hacer constar esa certeza. En consecuencia, el artículo 10.2 LMV vendría a significar que la inscripción de la prenda en los registros contables de valores dota de certeza a la fecha, cumpliéndose así el requisito para la oponibilidad. Desde mi punto de vista, no obstante, no es ésta la interpretación adecuada. De un lado, porque los registros de valores representados mediante anotaciones no son registros públicos: ni están abiertos al público ni las entidades que los llevan son funcionarios públicos. Pero, de otro, porque la interpretación más sencilla es considerar que para los valores anotados rige, por obra del artículo 10.2 LMV, el régimen de oponibilidad propio de los derechos reales. Sobre ello, *vid.* lo dicho en el texto.

(83) Así se manifiesta, en general, la doctrina (*vid.*, por todos, GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, pág. 417) y es lo que se deduce también de los antecedentes de la norma (una disposición francesa de 25 de noviembre de 1599 tendente a evitar que el deudor fallido pudiera mejorar a algunos de sus deudores: ALVAREZ CAPEROCHIPL *Curso de Derechos reales*, II, Madrid, 1987, pág. 127) y del sentido atribuido a preceptos análogos en otros ordenamientos.

lograr este objetivo de proteger a los terceros frente a posibles perjuicios que derivarían de la simulación de garantías prendarias, el artículo 1.865 impone una inversión de la carga de la prueba y, además, tasa los medios de prueba. En efecto, según dicha norma, para hacer valer la prenda en perjuicio de los acreedores personales del pignorante, el acreedor pignoraticio habrá de probar la anterioridad de su derecho, con la particularidad de que tal prueba sólo puede darse mediante documento público o, si se admite la interpretación más amplia, mediante documento privado cuya fecha sea cierta de acuerdo con el artículo 1.227 CC.

En cambio, según los principios generales que rigen en materia de derechos reales, una vez consumado el acto de disposición de una cosa mediante su entrega, el adquirente tiene a su favor la presunción de que posee con justo título (art. 448 CC), de modo que los acreedores del transmitente no pueden ya dirigirse contra las cosas entregadas; en otros términos, el negocio y el derecho real constituido les es oponible. Para poder satisfacer su derecho sobre las cosas transmitidas habrían de probar el perjuicio sufrido y la existencia de fraude, para obtener de este modo la rescisión del contrato. Sin embargo, de acuerdo con el artículo 1.865 CC, los acreedores podrán dirigirse contra las cosas empeñadas si no consta por instrumento público la certeza de la fecha. Y ello aunque, de hecho, no hubiera existido fraude para su derecho y la prenda se hubiese constituido con anterioridad al embargo de los bienes del deudor. Desde este punto de vista, el artículo 10.2 LMV supone un acomodamiento a los principios generales. Si la inscripción equivale al desplazamiento posesorio, entonces es lógico que tenga idénticos efectos a la constitución de cualquier otro derecho real sobre cosa mueble.

49. Que la prenda es oponible a terceros quiere decir que los acreedores personales del pignorante habrán de pasar por el derecho preferente del acreedor pignoraticio, que está facultado para satisfacer su crédito con el importe obtenido de la enajenación de los valores empeñados con exclusión de cualquier otro acreedor (hasta la concurrencia de su derecho, naturalmente). De este modo, en el caso de quiebra o suspensión de pagos del deudor, el acreedor con prenda de valores anotados gozará del derecho de ejecución separada y del derecho de abstención, respectivamente. En ambos casos, por tanto, los valores dados en prenda quedan al margen del procedimiento concursal y el acreedor no queda obligado a reintegrarlos en la masa activa.

En caso de quiebra, por tanto, el contenido del derecho del acreedor pignoraticio —básicamente retención y realización de la garantía— subsiste intacto a pesar del procedimiento. Se trata, como es sabido, de una verdadera reducción de la masa activa a través de un derecho de separación

absoluta (*separado ex iure crediti*). Es cierto, sin embargo, que el artículo 918 CCo exige que la prenda conste en póliza intervenida por Agente Mediador Colegiado o en escritura pública para reconocer el derecho de ejecución separada, pero ya hemos visto anteriormente como la oponibilidad de la prenda de valores anotados no depende de la constancia por instrumento público de la certeza de la fecha; en consecuencia, el acreedor con prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta debe gozar también del derecho de ejecución separada en la quiebra. El artículo 918 CCo habrá de ser leído, de acuerdo con el nuevo régimen instaurado por la LMV, como referente a los acreedores con prenda constituida por escritura pública o póliza intervenida o "con prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta inscrita en el correspondiente registro".

En efecto, el artículo 918 CCo —que vincula el derecho de ejecución separada con la constitución de la prenda en escritura pública o en póliza intervenida— se encuentra en relación con el artículo 1.865 CC, relativo a la oponibilidad de la garantía frente a terceros. Con respecto a los valores anotados, sin embargo, no juega —como hemos visto— el precepto civil, sino que existe precepto específico: sin limitación alguna, la prenda de valores anotados es oponible desde la inscripción o, lo que es lo mismo, desde su constitución. Y, en mi opinión, esa oponibilidad debe alcanzar sin duda a la masa de acreedores, que habrá de aceptar que el acreedor con prenda de valores anotados ejercite su derecho de ejecución separada aunque la prenda no conste en escritura pública o póliza. El artículo 918 CCo no pudo, en su momento, prever que llegaría a existir en el ordenamiento un tipo especial de prenda cuya oponibilidad no iba a depender de la constancia en instrumento público (84).

En este mismo orden de cosas conviene advertir (como, exactamente a mi juicio, se ha venido considerando) que la preferencia concedida por el artículo 1.922.2.º CC al acreedor pignoraticio sólo es efectiva cuando se respeta el artículo 1.865 CC, a pesar de que aquel precepto no menciona para nada la exigencia de que conste por instrumento público la certeza de

(84) Tampoco me parece argumento suficiente afirmar que si el legislador hubiera querido esta conclusión —derecho de separación para el acreedor con prenda de valores anotados independientemente de la constancia o no en documento público— lo hubiera dicho así expresamente mediante una reforma del artículo 918. A este respecto hay que reconocer que sí se ha dado nueva redacción a los artículos 320 a 324 del CCo para adaptarlos a las modificaciones introducidas por la LMV. Pero el legislador no se ha planteado, ni siquiera —en un lamentable olvido— reformar en lo más elemental las normas sobre la quiebra para adaptarlas *expresamente* a la nueva disciplina de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta. ¡Si ni siquiera se ha modificado la remisión al artículo 323 CCo contenida en el artículo 918 CCo, que debería actualmente venir referida al artículo 322 CCo!

la fecha (85). Siguiendo la misma lógica habrá que entender, a partir de ahora, que la preferencia la ostentan también los créditos garantizados con prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

La inscripción de la prenda ha venido a sustituir, de esta forma, la exigencia de fecha cierta del artículo 1.865 CC. En materia de valores representados por medio de anotaciones este precepto resulta inaplicable. El artículo 918 CCo, en cuanto consagra al derecho del acreedor pignoraticio a la ejecución separada de las cosas empeñadas, debe ser de aplicación en el supuesto de que la prenda sea de valores anotados aun en el caso de que no se hubiera constituido con escritura pública o póliza intervenida (86).

50. El acreedor con prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta puede oponer también su preferencia frente a los demás acreedores aun en el ámbito extraconcursal. Ello quiere decir que los acreedores del pignorante no podrán proceder al embargo y enajenación forzosa de los valores empeñados en tanto no se satisfaga íntegramente su crédito. En efecto, de acuerdo con la disciplina del Código Civil, el acreedor tiene un *ius retentionis* amparado en un derecho real (arts. 1.866 y 1.871), y esta facultad de retener es, desde luego, oponible a

(85) Vid. GUILARTE ZAPATERO: *Op. cit.*, pág. 422; SANCHO REBULLIDA, en los *Elementos de Derecho civil*, cit., pág. 152; DIEZ PICAZO/GULLÓN BALLESTEROS, *op. cit.*, pág. 611.

(86) No me parece posible argumentar, en contra de esta interpretación del artículo 918 CCo, con el vigente artículo 320 del mismo cuerpo legal. Una lectura rápida de este precepto podría llevar a pensar que el derecho de preferencia del acreedor pignoraticio sólo se contempla para el caso de que el préstamo conste en escritura pública o póliza. Resultaría así que una norma modificada por la LMV seguiría indicando la fidelidad del ordenamiento a la idea que la preferencia va vinculada a la forma pública. Estas razones no me parecen convincentes por lo siguiente: 1.º Dejaría sin sentido la norma del artículo 10.2 LMV. Una prenda oponible a terceros pero que no otorgue a su titular derecho a cobrar su crédito con preferencia sobre los demás acreedores es un sinsentido. 2.º Porque lo que el artículo 320.2 quiere decir no es que el derecho de cobro preferente dependa de que los valores se hayan pignorado en las condiciones establecidas en el primer párrafo, esto es, en documento público; el precepto, en efecto, no dice que el acreedor tendrá sobre "los valores pignorados conforme a las disposiciones de esta sección derecho a cobrar su crédito con preferencia". La expresión "conforme a las disposiciones de esta sección" va entre comas; ello significa que el acreedor tendrá derecho a cobrar su crédito preferentemente de acuerdo con las disposiciones del artículo 322 CCo. El documento público es necesario para poder acudir al especial procedimiento de ejecución previsto en la sección, no para ostentar preferencia sobre los demás acreedores. 3.º Obsérvese, además, que la redacción actual del artículo 320.2 CCo es similar a la vigente con anterioridad. Por tanto, de haberse interpretado la versión previa en el sentido de que sólo tendrían preferencia los acreedores con prenda constituida de acuerdo con lo dispuesto en el párrafo 1.º hubiera surgido un conflicto con el artículo 918 CCo, ya que el antiguo artículo 320.1 no contemplaba los préstamos con garantía de valores formalizados en escritura pública.

terceros (87). En materia de valores anotados no puede hablarse propiamente de "retención", pero sí de facultad de oponerse a que los acreedores dispongan de los valores.

Esta idea se ve confirmada, desde mi punto de vista, por el artículo 918 CCo. En efecto, de este precepto se deduce que ni siquiera un procedimiento de tan fuerte *vis attractiva* como la quiebra es suficiente para eliminar el derecho de ejecución separada del acreedor pignoraticio. No se trate de que conserve su derecho de preferencia —lo que no admite discusión—, sino de que está autorizado para no entregar a la masa —en definitiva, al resto de los acreedores— las cosas empeñadas. Y obsérvese que semejante facultad le asiste aunque su crédito se considere vencido por virtud de la declaración de quiebra (art. 883.1 CCo). En idéntico sentido apunta el artículo 320 CCo al establecer que los demás acreedores —y no se dice que deban actuar en el marco de un proceso de ejecución universal— "no podrán disponer de los valores a no ser satisfaciendo el crédito constituido sobre ellos".

El artículo 320 es, en mi opinión, extremadamente significativo. En efecto, en la redacción anterior a la promulgación de la LMV especificaba que los acreedores, salvo que reintegraran el crédito garantizado, no podían *retirar del poder* del acreedor pignoraticio los valores empeñados. En su redacción actual, el artículo 320 formula el mandato diciendo que no podrán *disponer* de los valores. De esta modificación se deduce que el legislador quiso incluir en el supuesto de la norma —y, por tanto, en las

(87) Hay que hacer constar, no obstante, que la interpretación aislada del artículo 1.871 CC podría llevar a conclusiones diversas. En este sentido son paradigmáticas algunas conclusiones de la doctrina italiana que, sobre la base exclusiva del artículo 2794.1 del "Código Civile" —equivalente a nuestro art. 1.871 CC— suele entender que el derecho de retención es esgrimible frente al deudor, pero no frente a los acreedores de éste. Se admita así, por tanto, que los acreedores del pignorante pueden promover el embargo y la ejecución de los bienes pignorados aunque, desde luego, quedando siempre a salvo el derecho del acreedor pignoraticio de satisfacerse preferentemente con lo obtenido en la ejecución (vid. GORLA: *Del pegno. Delle ipoteche*, en el *Comentario del Código Civile* al cuidado de SCIALOJA-BRANCA, 3.^a ed., Bolonia-Roma, 1968 págs. 8-9, págs. 64-65 y pág. 88; PRATIS: *Della tutela dei diritti*, en el *Comentario del Código Civile* de la UTET, Turín, 1982, págs. 49 y sigs. y 86 y sigs.). Desde el punto de vista de los intereses en juego, no obstante, esta solución se muestra satisfactoria en el supuesto de que la obligación garantizada se encuentre vencida. En tal caso, en efecto, puede no resultar razonable dejar al arbitrio del acreedor pignoraticio la ejecución o no de la garantía ya que ello podría dañar los intereses de los demás acreedores. Menos acertada parece, sin embargo, cuando la obligación asegurada no se encuentra vencida, porque no está claro hasta qué punto respeta los intereses legítimos del acreedor una enajenación forzosa anticipada de la cosa empeñada (piénsese que esa anticipación podría llevar consigo una reducción del precio obtenido por las cosas pignoradas en relación con el que se habría obtenido si se hubiese enajenado en otro momento, de modo que pudiera no llegar a cubrirse totalmente el importe del crédito).

consecuencias jurídicas enunciadas— los valores representados por medio de anotaciones, que no pueden, en ningún caso, ser "retiradas del poder" del acreedor (88). Por otro lado, creo que la norma del artículo 320 CCo, aunque directamente referida sólo a valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, será aplicable por analogía a toda prenda de valores, ya que existe identidad de *ratio*.

51. De los preceptos citados se desprende la idea de que el acreedor pignoraticio no ha de soportar sobre las cosas pignoradas ninguna otra ejecución —individual o en el seno de un procedimiento concursal—. Cuando se trata de una prenda de cosas corporales, el mero hecho de que no se encuentren físicamente en poder del deudor supone una dificultad añadida para que los restantes acreedores puedan proceder al embargo, aunque —desde luego— no es una posibilidad totalmente descartable. En el caso de prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta es también posible que los demás acreedores lleguen a embargarlos a pesar de la constancia registral de la prenda (89). Si tal cosa llegara a suceder, es decir, si se procede al embargo y se da inicio a la ejecución, el acreedor pignoraticio tendría abierta la vía de las tercerías. En mi opinión, el acreedor podría escoger entre interponer una tercería de mejor derecho o una "tercería de derecho real análoga a la de dominio". Es cierto que no es dueño de los valores, pero su intervención podría producirse *ad excludendum executionem* y no meramente para hacer valer su preferencia sobre lo obtenido con la venta (como ocurre en las tercerías de mejor derecho) (90).

(88) Además, al prohibir a los acreedores *disponer* de los valores empeñados sin antes satisfacer la obligación asegurada, impide considerar factible el embargo y venta de los valores representados por medio de títulos que, por alguna razón, hubiesen salido transitoriamente del poder del acreedor pignoraticio.

(89) No es algo imposible. Recuérdese que, en relación con el Registro de la Propiedad, el artículo 38.3 LH prevé la posibilidad de que resultara embargado un bien de propiedad de otra persona e inscrito así en el Registro.

(90) En este sentido apunta, en mi opinión, el párrafo 2.º del artículo 1.869 CC. No comparto, no obstante, la idea de que dicha norma contempla un supuesto de subrogación o de cesión legal de acciones. En efecto, desde mi punto de vista el acreedor pignoraticio, en cuanto titular de un derecho de prenda, está facultado para perseguir la cosa en poder de quien se halle y recuperar la posesión si la hubiere perdido. Y estas facultades derivan, directamente, del derecho de prenda, no del derecho del dueño de la cosa empeñada (cfr. ALBALADEJO, *op. cit.*, pág. 259; GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, págs. 445-446; DIEZ PICAZO/GULLÓN BALLESTEROS, *op. cit.*, pág. 610). Ahora bien, lo que sí indica el artículo 1.869.2 CC es que sus acciones son análogas a las que corresponden al propietario, dentro de los límites, naturalmente, de su propio derecho. Como, desde luego, el derecho de retención está dentro del contenido del derecho de prenda, creo que el artículo 1.869.2 permite al acreedor pignoraticio —para el caso de que los valores hubiesen sido embargados— recurrir a una tercería para salvaguardar su interés. Se trataría de una tercería justificada en la titularidad de un derecho real y que, al igual que la de dominio, iría dirigida a evitar la ejecución de las cosas embargadas y a obtener

52. Por otra parte, los mismos artículos 918 y 320 CCo fundamentan la idea de que los acreedores del pignorante pueden llegar a embargar los valores pignoralados y proceder a la ejecución siempre que satisfagan previamente al acreedor el importe íntegro del crédito (91). Con ello se evita el peligro de que una dilación o demora excesiva en el ejercicio del *ius distrahendi* por parte del acreedor pignoralicio pueda perjudicar los intereses de los demás acreedores si el precio de los valores es superior al importe del crédito garantizado con ellos. Como es sabido, en efecto, el exceso habría de ser devuelto *dXpignus dans* y sobre él podrían satisfacerse los otros acreedores. Por ello, y para evitar que un acreedor pignoralicio pueda privar a los demás acreedores del pignorante de este exceso de valor de la garantía, se concede a éstos la facultad de disponer de la misma, previo pago del importe del crédito asegurado. En la ejecución posterior recobrarán la cantidad desembolsada y, además, podrán satisfacer parte o la totalidad de sus créditos con el exceso de valor. Por otro lado, y como es lógico, si es previsible que el precio de las cosas empeñadas no alcanzará el importe de la obligación garantizada, los restantes acreedores no tendrán ningún interés en pagar para disponer de ellas.

¿Sería posible esta actuación de los acreedores personales del pignorante si el crédito garantizado no hubiera vencido? Si se aceptara tal posibilidad podría llegarse a perjudicar seriamente los intereses del acreedor pignoralicio, por cuanto supondría un pago anticipado y él podría estar interesado en mantener su inversión durante el tiempo inicialmente previsto (92). Ante esta objeción podría argumentarse, no obstante, que ese posible perjuicio se evitaría si los demás acreedores abonaran al garantizado con prenda el importe total del crédito, sin aplicar ningún tipo de descuento, es decir, incluyendo los intereses pactados hasta el vencimiento.

su restitución. En este sentido, sería una "tercería de derecho real análoga a la de dominio". Lo que sucede es que la LEC, al regular las tercerías que tienden a paralizar la ejecución sólo se refiere expresamente a la intervención del dueño. Creo que, a pesar de esta formulación tan restrictiva, debe admitirse la posibilidad de que —con los mismos objetivos, esto es, *ad excludendum executionem*— pueda interponer tercería el acreedor pignoralicio, máximo si se toma en consideración el sentido del artículo 1.869.2 CC. En situación similar se encontraría, a mi juicio, el acreedor con prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta. Cfr. EIZAGUIRRE: "Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoralicia...", *cit.*, pág. 180, en nota, quien —en un supuesto de prenda de crédito— se pronuncia por la tesis de que sería la tercería de dominio —en realidad una tercería análoga, basada en la titularidad del derecho de prenda— la procedente si se hacen valer los derechos de acreedor pignoralicio.

(91) El artículo 918 CCo dispone que la representación de la quiebra habrá de satisfacer "íntegramente" el crédito para recobrar las cosas empeñadas; *vid.*, sin embargo, como regla general en la quiebra, el artículo 883.2 CCo.

(92) Cfr. GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, págs. 426-427.

De todas maneras, esta primera aproximación al problema resulta insatisfactoria porque la cuestión es extremadamente compleja. Piénsese, en efecto, en los casos en que el acreedor pignoraticio ostente determinados derechos —por ejemplo, el de voto— por haberlo convenido así con el pignorante. Dejando al margen los problemas de legitimación frente a la entidad emisora, la pregunta es: ¿sería compatible con la necesaria protección de los intereses del acreedor prendario la posibilidad de que los demás acreedores dispongan de los valores en cualquier momento, incluso antes del vencimiento de la obligación garantizada? Aunque una respuesta detallada requeriría posiblemente un estudio más profundo que no concuerda con los límites y objetivos de este trabajo, es posible aventurar, siempre en un plano muy general, algunas ideas.

En nuestro Derecho la regla es que el plazo en las obligaciones se entiende establecido tanto en beneficio del deudor como del acreedor (art. 1.127 CC). Ello supone que, en principio, el acreedor no puede exigir la prestación antes del transcurso del tiempo fijado ni puede ser obligado a aceptar un cumplimiento anticipado. Sólo si del tenor de la obligación o de otras circunstancias puede llegar a deducirse que el plazo fue puesto en beneficio exclusivo del deudor tendrá éste la facultad de liberarse anticipadamente. La cuestión estriba entonces en decidir si quedando a salvo el interés del acreedor —en cuya función se estableció el plazo— sería posible reconocer al deudor la posibilidad de liberarse antes de la expiración del tiempo marcado para el cumplimiento. Un acreedor que se opusiera a ello en tales condiciones, ¿no estaría quizá abusando de su derecho? Aunque el asunto es espinoso podría aceptarse que, resultando satisfecho el interés protegible del acreedor (por ejemplo, mediante un pago íntegro de la obligación, sin descuento alguno) no habría razón para no permitir al deudor su liberación anticipada (apreciése, no obstante, la dificultad de probar tales extremos). Lo que sucede es que en el supuesto que nosotros planteamos —ejercicio de los derechos atribuidos por los valores— el interés del acreedor no se ve satisfecho por un mero pago de la obligación garantizada, aunque sea íntegro. En la hipótesis propuesta el plazo jugaría en interés del acreedor no sólo por garantizarle unos rendimientos previstos de su inversión, sino por atribuirle determinados derechos durante cierto tiempo. En tales condiciones no parece posible compeler al acreedor pignoraticio para que acepte la prestación anticipada y restituya las cosas empeñadas.

A la luz de las consideraciones anteriores podemos decir que el principio general indica que los acreedores personales del pignorante no tienen derecho a disponer de los objetos dados en garantía en tanto el crédito asegurado no venza, ni siquiera aunque pagaran el importe íntegro del

crédito. Sólo en el muy excepcional supuesto de que pudiera demostrarse que el interés del acreedor pignoraticio resulta perfectamente respetado en *todos sus aspectos* sería admisible tal pago anticipado.

III.3.B. *Oponibilidad frente a terceros adquirentes de los valores*

53. El problema que tratamos de resolver bajo este epígrafe es, en realidad, doble. Se trata de determinar, en primer término, si es posible la transmisión del dominio de los valores empeñados y en qué condiciones y, en segundo lugar, si producida esta transmisión el derecho de garantía será oponible al tercer adquirente. Para responder a estas preguntas analizaremos primero la cuestión con referencia a otras figuras.

54. En cuanto a la prenda con desplazamiento posesorio, parece posible, en efecto, la transmisión del objeto pignorado. En primer lugar, puede suceder que el propio pignorante recupere la posesión de las cosas empeñadas —por ejemplo, porque el acreedor se la ha entregado para una reparación o porque haya sido despojado de ella— y que la transmita a un tercero sin poner en su conocimiento que sobre ella pesa un derecho de prenda. En este caso, supuesta la concurrencia de las condiciones de la irreivindicabilidad mobiliaria, el tercero habrá adquirido la cosa como libre de cargas y no le será oponible ni el derecho de retención ni el de realización del valor: "meubles n'ont pas de suite par hypothèque" (93).

Hay que aclarar que tal efecto no queda enervado por el juego del artículo 1.865 CC. El hecho de que la fecha de la prenda sea cierta por constar en instrumento público afectará a los acreedores personales del pignorante —que se verán postergados— pero no a los terceros adquirentes. La norma del artículo 1.865 CC no opera sobre el terreno de la publicidad, sino sobre el de la prueba, como tuvimos ocasión de aclarar anteriormente. Por tanto, el documento público no es capaz de desvirtuar la apariencia creada por la posesión del pignorante (publicidad posesoria). Recordemos, en efecto, que, en la prenda, el desplazamiento de la posesión tiene por objeto no tanto dotar de publicidad a la garantía pignoratícia —la posesión no es índice de los derechos reales de garantía— como

(93) Cfr. GULLÓN BALLESTEROS. *La prelación de créditos en el Código Civil*, Barcelona, 1962, pág. 49; Díez PICAZO/GULLÓN BALLESTEROS, *op. cit.*, pág. 610, en nota; GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, pág. 447; ALBALADEJO, *op. cit.*, pág. 278; y, especialmente, el magnífico estudio de DE LA CÁMARA: *La adquisición "a non domino" de bienes muebles (nuevo estudio sobre el art. 464-1 del Código Civil)*, Madrid, 1982, págs. 13 y sigs. También admite la vigencia del principio en nuestro Derecho, VALLET: "De nuevo sobre la posesión de bienes muebles. Tres estudios en torno al artículo 464.1 del Código Civil", *ADC*, XXXIII, 1980, págs. 264 y sigs.

incidir en la situación posesoria del dueño creando una situación de indisponibilidad. En consecuencia, si la prenda no es detectable por haber vuelto la cosa empeñada al poder del pignorante, no será oponible al tercer adquirente de buena fe (94). Y ello es lógico porque, en realidad, ¿qué publicidad constituye una escritura pública o una póliza intervenida por Corredor de Comercio Colegiado? La verdad es que ninguna. De hecho, la constancia en documento público no evita el juego de los efectos de la buena fe en la adquisición *a non domino* de bienes muebles ni, por supuesto, su inexistencia puede ser alegada en su beneficio por el tercero de mala fe.

Se explica así por qué en el régimen de esta figura tiene especial trascendencia que el acreedor pignoraticio posea la cosa empeñada. De este modo se crea, en efecto, un estado de indisponibilidad, que impide que el dueño pueda transmitir la propiedad de las cosas dadas en garantía. Todo ello es perfectamente congruente con los intereses del acreedor pignoraticio. Si el constituyente de la garantía mantuviese en su poder las cosas dadas en prenda, el derecho del acreedor podría verse fácilmente burlado; el *pignus dans* podría disponer de la cosa en favor de un tercero adquirente de buena fe que podría resultar protegido por los artículos 85 CCo y 464 CC, de modo que adquiriría la cosa libre de cargas. El acreedor no podría entonces oponer su derecho de prenda a ese tercer adquirente, esto es, no podría proceder a la enajenación forzosa de la garantía en su perjuicio. Y las posibles acciones indemnizatorias contra el dueño de la cosa son un remedio que no siempre alcanzará a dar al acreedor absoluta satisfacción.

Por otra parte, es también posible la transmisión del objeto empeñado en la medida en que medie el consentimiento y colaboración del acreedor pignoraticio (95). En estas circunstancias, el acreedor puede —y debe hacerlo en defensa de sus intereses— ocuparse de que el tercero conozca la existencia del gravamen con el objeto de que la prenda le sea oponible.

55. La cuestión cambia de tono si la referimos a la prenda de créditos no incorporados a títulos-valores. En este caso, la no necesidad de tradición supone que se pueda transmitir el crédito pignorado sin ninguna restricción; claro está que el no existir en este terreno normas de protección de la confianza en la apariencia —no existe ningún sistema de publicidad—

(94) Cfr. DE LA CÁMARA: *La adquisición "a non domino" de bienes muebles...*, cit., pág. 80.

(95) Tanto si la cosa está en poder de un tercero como del acreedor, su enajenación requiere que éste se desprenda transitoriamente de la posesión para que pueda consumarse la adquisición del tercero o bien que consienta él mismo en poseer —o en que el tercero depositario posea— en nombre del adquirente.

el adquirente deberá soportar siempre la prenda, que podrá ser hecha valer frente a él (96).

56. Con respecto a la prenda sin desplazamiento y a la hipoteca mobiliaria lo primero que hay que recordar es que existe un registro de gravámenes que da publicidad a los mencionados derechos. Y lo segundo, la presencia en la ley de la prohibición de enajenar los bienes dados en prenda o hipotecados sin consentimiento del acreedor. Con estas premisas la cuestión planteada es: ¿puede el acreedor hacer valer frente a terceros su derecho de preferencia y de realización del valor o, por el contrario, pueden éstos ampararse en los artículos 464 CC y 85 CCo para adquirir la cosa como libre de cargas? Aunque la doctrina civilista se muestra algo vacilante, creo que la tesis más aceptable es la que comienza por distinguir la hipoteca mobiliaria de la prenda sin desplazamiento. En cuanto a la primera, su oponibilidad *erga omnes* viene proclamada por el artículo 16 de la Ley de 16 de diciembre de 1954. Al igual que ocurre con la hipoteca inmobiliaria y dada la identificabilidad propia de los bienes susceptibles de este derecho, el registro se considera mecanismo de publicidad suficiente para desvirtuar los efectos de la publicidad posesoria. Con respecto a la prenda sin desplazamiento el problema es más complejo; me inclino por considerar que la ley no ha querido dotar a la PSD de la misma eficacia que a la hipoteca mobiliaria, básicamente porque las cosas sobre las que puede recaer son de mucho más difícil identificación registral (97). Al adquirente le puede resultar extremadamente difícil —por tanto— conocer cuál es la situación jurídica de los bienes gravados con prenda sin desplazamiento, especialmente si las cosas han salido del lugar donde se entienden depositadas. Por ello, la inscripción en el registro de la prenda sin desplazamiento no es apta para impedir que entren en juego los artículos 85 CCo. y 464 CC (98).

(96) Cfr. EIZAGUIRRE: "Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratia...", *cit.*, pág. 202; PANTALEÓN PRIETO: "Cesión de créditos", *cit.*, pág. 1046. Como apunta el primero de estos autores, esta conclusión no contradice la idea de que es esencial a la prenda un estado de *indisponibilidad*. En relación con la prenda de créditos, en efecto, la indisponibilidad debe entenderse referida a la imposibilidad del cobro del crédito por el *pignus dans*.

(97) Obsérvese, en este sentido, que en el caso de hipoteca mobiliaria que se hubiera extendido mediante pacto a las materias primas y mercaderías destinadas a la explotación propia del establecimiento, el artículo 16 LHM ha de ceder ante el artículo 85 CCo —y, en su caso, ante el art. 464 CC—, de acuerdo con el artículo 22.2 LHM. Y ello, precisamente, porque se trata de cosas de muy difícil identificación.

(98) Cfr., entre otros muchos, los siguientes trabajos, con opiniones no siempre coincidentes, aunque a veces distintas sólo en cuestiones de matiz: GULLÓN BALLESTEROS. *La prelación de créditos en el Código Civil*, *cit.*, págs. 51-52; VALLET: "Planteamiento y cuestiones generales de la Ley de 16 de diciembre de 1954 sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de la posesión", en *Estudios sobre*

57. Una vez recordadas las características de estas figuras de garantía en relación con su oponibilidad a terceros podemos ya abordar el estudio específico del problema propuesto.

El primer dato a tener en cuenta es la equivalencia entre la inscripción de la prenda sobre valores anotados y el desplazamiento posesorio del título (art. 10.1 LMV). Es necesario precisar cuál es el alcance de tal equiparación, ya que partiendo de esta idea podría llegar a concluirse que la inscripción da lugar a una situación de Indisponibilidad análoga a la que se produce en la prenda con desplazamiento de la posesión. Esta situación de Indisponibilidad vendría a significar que el pignorante de los valores no podría ordenar la transferencia de aquellos que figuraran inscritos a su nombre. La inscripción de la prenda produciría así el bloqueo de los valores pignoralados, de modo que la entidad encargada del registro habría de negarse a dar curso a cualquier orden del titular de los valores dirigida a transmitirlos a un tercero. En otros términos, la constitución de la prenda mediante su inscripción en la cuenta correspondiente provocaría una inmovilización de los saldos de valores afectos al cumplimiento de la obligación asegurada (99).

La analogía entre la prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta y la prenda posesoria encontraría justificación en la coincidencia existente en un punto fundamental: en la disciplina de la prenda ordinaria la desposesión del pignorante se presenta —ante la falta de publicidad de la garantía— como un instrumento destinado a asegurar la efectividad del derecho del acreedor. En el caso de la prenda de valores anotados la inscripción tampoco supone ninguna publicidad; la mera inscripción del gravamen en la cuenta de valores no lo hace público, "visible", ya que la ley no ha llegado a prever la organización de un sistema de publicidad formal. En consecuencia, podría considerarse la intransmisibilidad de los valores empeñados como un mecanismo imprescindible, tal y como la del sistema aparece diseñado en la ley, para proteger los intereses del acreedor pignoralicio. En efecto, se podría sostener que si el dueño de los valores pudiera disponer libremente de ellos, un tercero de buena fe podría adquirirlos libres de cargas, es decir, de modo que la prenda no le fuera oponible. En otras palabras, a los valores anotados les sería aplicable el principio enunciado en el famoso aforismo "meubles n'ont pas de suite

garantías reales, 2.^a ed., Madrid, 1984, págs. 519 y sigs.; ALBALADEJO, *op. cit.*, págs. 278-279; DE LA CÁMARA: *La adquisición "a non domino" de bienes muebles*, cit., págs. 82-84; AMORÓS GUARDIOLA: "LOS registros jurídicos de bienes y sus principios inspiradores", */// Congreso Internacional de Derecho Registral*, Madrid, 1977, págs. 17-21.

(99) Respecto a la equivalencia funcional entre el concepto de "Indisponibilidad" y el de "inmovilización" de saldos de valores anotados, cfr. SÁNCHEZ GUILARTE: "Pignoración de saldos de depósitos bancarios...", *cit.*, pág. 669.

par hypothèque", que tiene su fundamento, como es sabido, en la "invisibilidad" de los gravámenes mobiliarios.

Siguiendo este razonamiento llegaríamos a establecer un total paralelismo entre el significado de la inscripción de la prenda de valores anotados y el desplazamiento posesorio en la "ordinaria" prenda de cosas muebles: la inscripción de la garantía no puede tener efectos de publicidad —los terceros no pueden conocer por los registros contables si existen o no cargas o gravámenes— pero sí crearía una situación de indisponibilidad impidiendo al pignorante transmitir los valores en perjuicio del acreedor. El artículo 10.2 LMV se entendería referido, en consecuencia, a la oponibilidad a terceros acreedores del dueño de los valores, no a terceros adquirentes de los mismos. Al no operar sobre el plano de la publicidad no podría, por tanto, evitar el juego del artículo 9.3 LMV, que permitiría la adquisición de los valores por un tercero de buena fe en el caso de que el propietario lograra que se diera curso a su orden de transferencia y se anotase la transmisión en la cuenta del tercero. Y, desde luego, sentadas tales premisas, sería preciso aceptar que la prenda de valores habría de provocar la indisponibilidad de los mismos. Si no fuera así, ¿qué entidad de crédito tomaría como garantía pignoratícia unos valores de los que el pignorante pudiera disponer libremente cuando, además, no podría hacer valer su derecho frente a terceros adquirentes de buena fe? La prenda de valores perdería gran parte de su virtualidad práctica si no existiera, para las entidades encargadas de la llevanza de los registros, el deber de no atender órdenes de transferencia sobre valores pignoralados (100).

58. La idea de que la prenda de valores anotados conlleva la indisponibilidad de los mismos por parte de su dueño presenta la ventaja de su sencilla instrumentación técnica —bastaría con inmovilizar los saldos de

(100) Sea como fuere, y creo que esta tesis no es acertada (vid. *infra* en el texto), siempre habría de quedar a salvo la posibilidad de que el acreedor consienta en la transmisión de los valores empeñados. En efecto, la inmovilización de los saldos de valores afectados al cumplimiento de la obligación garantizada jugaría en beneficio del acreedor pignoraticio; siendo así no parece hacer obstáculo para que el favorecido por el bloqueo de los valores renuncie válidamente a esta facultad —que sería equivalente al *ius retentionis* en la prenda ordinaria— y acepte que puedan transmitirse los valores representados por medio de anotaciones en cuenta. En estas condiciones y constatada la efectiva voluntad del acreedor, no existiría inconveniente para que la entidad encargada de los registros diera curso a la orden de transferencia emitida por el dueño de los valores. Sería cuestión que afectaría al acreedor pignoraticio poner en conocimiento del adquirente la existencia de una prenda sobre los valores al objeto de hacerla, así, oponible frente a él. En realidad, por tanto, no se trata de considerar intransmisibles los valores empeñados, sino de crear, en defensa de los intereses del acreedor, un estado de indisponibilidad que puede ser levantado por su voluntad. La situación sería así similar a la que expusimos en su momento con referencia a la prenda posesoria: se requerirá la colaboración del titular del derecho de prenda para que se pueda consumir la transmisión a terceros de los valores.

valores empeñados— y puede ser, creo, defendida dentro de las coordenadas ofrecidas por los artículos 5 a 12 de la LMV, sobre todo dado el tenor del artículo 10.1. Se trata, a mi juicio, de una tesis que no puede ser rechazada recurriendo simplemente a los argumentos derivados de la ley. Lo que no me parece acertado es fundamentar esta inmovilización en la necesidad de tutelar los intereses del acreedor pignoraticio; en este sentido, la argumentación que, en tono hipotético, hemos desarrollado en el párrafo anterior no resulta del todo convincente.

En efecto, la tesis de la indisponibilidad de los valores pignorados asume como premisa la posibilidad de que un tercero alcance a adquirirlos con desconocimiento del gravamen que pese sobre ellos y que, al hacerlo así, los adquiera libres de cargas, como puede suceder en la prenda posesoria o en la prenda sin desplazamiento de la posesión (*vid.* párrafo 56). Resultaría así que la prenda no sería oponible, lo que haría necesario —en interés del acreedor— vetar la posibilidad de que el dueño transmita los valores una vez empeñados. Pues bien, en mi opinión el razonamiento no es válido porque se apoya en una premisa a mi juicio errónea. Un tercero de buena fe no puede adquirir los valores empeñados como libres de cargas *precisamente por la ausencia de un sistema de publicidad*. En el caso de la prenda ordinaria el tercero adquiere en esas condiciones porque *confía en una situación objetiva de apariencia*: la posesión del transmitente. Frente a ella nada puede la existencia de una prenda, ya que este gravamen es invisible, no está "publicado". Pero esto no sucede con los valores representados por medio de anotaciones en cuenta; el tercero que los adquiere puede estar seguro de que será protegido en cuanto titular de los valores (art. 9.3) porque, como vimos anteriormente (*supra*, parág. 34), si se produce la transferencia contable a su favor se crea una situación en la que el transmitente aparece como verdadero titular. Pero, en relación con la existencia de gravámenes, nada de esto ocurre con el tercero que adquiere valores empeñados; nada le indica que los valores no se encuentran pignorados —no hay ningún índice que manifieste que los valores estén libres de cargas (101)— por lo que no se genera ninguna confianza que merezca protección. Para que un derecho limitado de garantía no sea oponible a terceros es preciso que exista una situación de apariencia que justifique la confianza del tercero en la inexistencia del gravamen. No siendo así, la carga le será siempre oponible.

(101) Sería una evidente petición de principio afirmar que si los valores pueden inscribirse a favor de un tercero es porque se encuentran libres de cargas, de modo que se generaría una situación de apariencia que obligaría a considerar el gravamen como inoponible. Precisamente lo que se discute es si son o no transmisibles los valores mientras se encuentren empeñados.

59. El argumento decisivo para apoyar la tesis de la intransmisibilidad de los valores empeñados no se encuentra, por tanto, ni en la equiparación legal entre inscripción y desplazamiento posesorio ni en la consideración de dicha indisponibilidad como instrumento imprescindible para la tutela de los acreedores. El dato a tener en cuenta es, sencillamente, el de la inexistencia de un sistema de publicidad formal. En efecto, mientras no se arbitre —reglamentariamente o a iniciativa de las entidades encargadas de la llevanza de los registros contables— un sistema que permita a los terceros conocer si los valores que están en trance de adquirir se encuentran o no pignorados, la efectividad del sistema depende de que el titular no pueda transmitir los valores una vez empeñados. En efecto, ¿quién adquiriría valores sin saber si están o no gravados con prenda u otro derecho real limitado? La única posibilidad de que el sistema funcione pasa, indudablemente, por aceptar la idea de la intransmisibilidad de los valores dados en prenda; los terceros tendrían así la seguridad de que los valores adquiridos se encuentran libres de cargas (salvo que, por error, la entidad encargada de los registros hubiera dado curso, indebidamente, a la orden de transmisión).

60. Ahora bien, la ley no prohíbe que se instauren mecanismos capaces de hacer efectiva la publicidad formal. Si esto llegara a suceder no habría necesidad de formular el principio de la indisponibilidad de los valores empeñados. Como ya hemos manifestado, la equiparación legal entre inscripción de la prenda y desplazamiento posesorio no parece, por sí misma, suficiente para impulsarnos a afirmar que el dueño de los valores no puede disponer de ellos.

En mi opinión, la postura preferible pasa por considerar transmisibles los valores mientras están pignorados. 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. Y lo será en la medida en que llegue a establecerse 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 (102). En estas

(102) 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. Si así fuera constituirían un instrumento informativo valioso para el buen desarrollo del tráfico. Ahora bien, los certificados emitidos por las entidades encargadas de la llevanza de los registros contables no conforman un verdadero sistema de publicidad formal; no son emitidos a petición de cualquier interesado y sólo pueden ser examinados por ellos si así lo quiere —y en la medida en que lo quiera— el titular de los valores; en realidad no son un mecanismo para hacer efectivamente público el contenido de los registros, a los cuales los terceros

circunstancias el tercer adquirente estaría seguro de que la prenda no inscrita no le será oponible —en realidad sería inexistente, ya que la inscripción es constitutiva— y el acreedor pignoraticio, por su parte, podría confiar en que, una vez inscrito su derecho, éste podrá ser hecho valer frente a cualquier adquirente. Naturalmente, ello supondría introducir en todo el sistema registral de anotaciones en cuenta un elemento o factor de complejidad nada despreciable, y puede que éste sea un argumento de peso considerable. Desde luego, de establecerse eficaces mecanismos de publicidad, la prenda de valores anotados se alejaría —al menos en este aspecto concreto— de la órbita de la prenda posesoria para pasar a girar en la de la hipoteca inmobiliaria, cuya disciplina resulta más sofisticada y compleja desde el punto de vista técnico pero también más satisfactoria en determinados aspectos.

Ahora bien, dejando de lado estas consideraciones acerca de lo que pudiera ser, mi opinión es 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.

III.4. EJERCICIO DE LOS DERECHOS CORRESPONDIENTES A LOS VALORES PIGNORADOS

61. El tema del ejercicio de los derechos atribuidos por los valores es uno de los que más profundamente se verán influidos por las normas reglamentarias que han de disciplinar el funcionamiento y organización de los registros contables y, sobre todo, que han de regular las relaciones de las entidades encargadas de los mismos con los emisores y su intervención en la administración de los valores. Las relaciones entre los sujetos que intervendrán en el funcionamiento diario del sistema requieren, en efecto, una regulación mucho más detallada que la incipientemente diseñada en la LMV, sin perjuicio del campo que quede abierto a los convenios y arreglos que se alcancen entre los diferentes participantes (103). No obs-

no tienen acceso amparados simplemente en su interés; no son aptos, en consecuencia, para fundamentar una presunción de que el contenido de los registros es conocido por todos.

(103) Y, desde luego, la regulación de estas relaciones es muy necesaria dada la complejidad que, previsiblemente, alcanzará el sistema. Pensemos en el caso de los valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, que es cuando normalmente se empleará la modalidad de representación en anotaciones en cuenta. Además del titular de los valores y de la entidad emisora intervendrán, para la llevanza de los

tante, podemos ya aventurarnos a adelantar las reglas fundamentales que, probablemente, regirán el modo de ejercitar los derechos atribuidos por los valores y, especialmente, las modificaciones que supone la existencia de una prenda sobre los mismos.

62. Reparemos, en primer lugar, en la manera en que serán ejercidos los derechos de contenido económico o patrimonial: derecho al dividendo o a la percepción de intereses, derecho al reembolso del principal por amortización de los valores, derecho de suscripción preferente de acciones, derecho de conversión de obligaciones convertibles, derecho a la cuota correspondiente en caso de reducción del capital o disolución de la sociedad, etc.

Aunque la ley nada dice expresamente, lo previsible —y lo razonable— es que el ejercicio de estos derechos no se realice por el titular de los valores. Este no se dirigirá directamente a la entidad emisora para requerir el pago de los dividendos o de los intereses, ni para suscribir las acciones emitidas con ocasión de un aumento de capital o para reclamar el principal de una obligación vencida. Todas estas operaciones se realizarán a través de la entidad encargada de la administración de los valores, como se hace ahora con respecto a los títulos depositados en los Bancos. Por medio de sistemas informatizados y de interconexión electrónica se terminará por abonar en la cuenta de valores o de efectivo de los titulares los valores o dinero que hayan de recibir como consecuencia de su posición de socio, obligacionista, suscriptor de Deuda Pública...

Obsérvese que nos estamos refiriendo a derechos respecto a los cuales no es necesario determinar "cómo" han de ser ejercidos. No tienen modalidades en su ejercicio que, en algunos casos, se realizará automáticamente por parte de la entidad que administre los valores, por no requerirse para ello ninguna decisión o actuación positiva del titular: por ejemplo, cobro de intereses o dividendos, atribución gratuita de acciones con ocasión de un aumento de capital con cargo a beneficios o reservas, etc. Existen otros derechos, sin embargo, respecto a los que sí es preciso decidir su ejercicio: derecho de suscripción preferente de nuevas acciones cuando se requiera un nuevo desembolso por parte del socio, conversión de obligaciones y otros análogos. En estos supuestos, la entidad administradora de los va-

registros, el SCLV y las entidades adheridas. En las transmisiones de valores a título de compraventa deberá intervenir un miembro del mercado, que no necesariamente ha de reunir al mismo tiempo la condición de entidad adherida y, aun en el caso de que fuera así, podría no llevar la contabilidad del concreto valor transmitido. Por último, el titular de los valores podría haber designado una entidad al objeto de que administrara los valores representados mediante anotaciones en cuenta. La informática será la que permitirá que esta red de relaciones funcione y no se colapse, pero será precisa una detallada regulación de ciertos aspectos.

lores habrá de solicitar del dueño instrucciones acerca de si desea ejercitar o no el derecho en cuestión; normalmente, la ausencia de cualquier manifestación en este sentido será entendida como una respuesta negativa. Así, por ejemplo, en el caso del derecho de suscripción preferente: si el titular de las acciones decide ejercitarlo, se le abonarán en cuenta los valores suscritos y deberá proceder al pago de los mismos; si no lo hace así, se venderán por su cuenta dichos derechos y se le abonará la cantidad obtenida.

63. En el caso de que los valores se encuentren empeñados, el principio general será que los resultados del ejercicio de los derechos atribuidos por ellos —consistan en valores o en dinero— se acreditarán a su titular y no al acreedor pignoraticio. Esto, desde luego, resulta claro en el caso de las acciones, ya que, salvo disposición contraria de los estatutos, el ejercicio de los derechos del socio corresponde al titular de los valores (art. 72 LSA). Creo que el mismo criterio debe servir para otras clases de valores; independientemente de los pactos que pudieran existir entre acreedor y pignorante, el legitimado frente a la entidad emisora y, en su caso, frente a la administradora de los valores, será el propietario de los mismos.

64. Nos detendremos únicamente en el estudio del derecho a la percepción de prestaciones periódicas —intereses— y en el derecho al reembolso del principal en caso de amortización. En cuanto al primero, conviene dedicar algunas líneas de determinar cuál ha de ser el juego del artículo 1.868 CC en relación con los valores representados por medio de anotaciones en cuenta. Este precepto, como es sabido, dispone 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". La cuestión se centra en saber si el artículo 1.868 CC impone que los intereses pagados por la entidad emisora se abonen directamente en la cuenta del acreedor pignoraticio, a efectos de la compensación mencionada (104).

(104) En cuanto a los dividendos, la cuestión se plantea en otros términos dado el contenido del artículo 72 LSA. Esta norma, siguiendo con ello la pauta del antiguo artículo 42 LSA, atribuye al dueño de las acciones el ejercicio del derecho a percibir los dividendos pagados por la sociedad. Legitimado es únicamente el socio, salvo disposición contraria de los Estatutos. Todo ello sin perjuicio de que luego, dependiendo de la ordenación de las relaciones internas, el socio deba o no entregar al acreedor pignoraticio, en todo o en parte, lo obtenido. Sigo así la tesis que sostiene la necesidad de distinguir entre los aspectos relativos a la legitimación —concernientes a las relaciones entre acreedor pignoraticio y socio, por un lado, y sociedad, por otro— y los aspectos internos —que atañen a las relaciones entre pignorante y acreedor—. Los primeros son regulados directamente por el Derecho de sociedades y existe la posibilidad de que los estatutos se aparten del criterio legal; los segundos se rigen, en principio, por lo pactado

Desde mi punto de vista, es fundamental para resolver la cuestión no perder de vista que el artículo 1.868 CC está concebido partiendo del supuesto de que el acreedor pignoraticio es el poseedor de la cosa empeñada que produce intereses (105). El Código Civil sólo conoce la prenda con desplazamiento posesorio y, en tales circunstancias, lo lógico es que sea el acreedor quien perciba los frutos o intereses, debiendo entonces proceder a la compensación prevista en el artículo 1.868 CC. Obsérvese que este precepto no entrega al acreedor un derecho sobre los intereses, es decir, un derecho de prenda sobre ellos. Lo que impone es que si el acreedor percibe intereses —y en la medida en que los perciba— deberá compensarlos con los que se le deben; establece un mecanismo de extinción de la obligación por compensación basado en el hecho de la posesión de la cosa por el acreedor. Pero no extiende la garantía a los frutos o intereses.

Por tanto, el artículo 1.868 CC sólo es aplicable si el acreedor percibe, efectivamente, los intereses producidos por la prenda, lo que será lo normal en el caso de prenda con desplazamiento posesorio. Pero si no los percibe —por no ser el poseedor, por ejemplo— no tiene ningún derecho a reclamarlos. Y, no siendo de aplicación el artículo 1.868 CC, habrá que estar a la regla general enunciada por el artículo 1.870: el derecho del acreedor es un derecho de garantía que no atribuye la facultad de usar o disfrutar de las cosas empeñadas salvo autorización del dueño. Y es que, en definitiva, si se produce una compensación entre los intereses percibidos y los que se deben es porque, en realidad, el acreedor estaría obligado a entregar los primeros al dueño. La ley únicamente permite una compensación entre el crédito del acreedor por los intereses de la obligación garantizada y su deuda por la devolución de los intereses producidos por la prenda y percibidos por él. Consecuentemente, cuando la posesión del objeto pignorado no corresponde al acreedor pignoraticio, la compensación anticrética no es un elemento natural de la prenda —no entra un juego el artículo

y, en su defecto, por lo dispuesto en la ley. Cfr., sobre esta cuestión, RUBIO: *Curso de Derecho de Sociedades Anónimas*, 3.ª ed., Madrid, 1974, pág. 121; DE LA CÁMARA: "El usufructo de acciones de Sociedades anónimas en el anteproyecto argentino de la Ley General de Sociedades", *RDM*, 1971, págs. 13-18; GARCÍA CANTERO: "Notas sobre el usufructo de acciones en la nueva ley de régimen jurídica de las Sociedades Anónimas", *ADC*, 1962, pág. 1193; GIL RODRÍGUEZ: *Usufructo de acciones. Aspectos civiles*, Madrid, 1981, pp. 80-98. En contra, URÍA, en *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, I, 3.ª ed., Madrid, 1976, pág. 494, para quien el artículo 42 LSA antes vigente derogaría, en este punto y caso de existir incompatibilidad entre ambas normas, el artículo 1.868 CC.

(105) Sobre la polémica cuestión de si el artículo 1.868 CC es aplicable a los frutos naturales o sólo a los intereses en sentido estricto, *vid.* GUILARTE ZÁPATERO, *op. cit.*, págs. 438-442; MARTÍNEZ-PEREDA RODRÍGUEZ: "La prenda de cosa fructífera y el artículo 1.868 del Código Civil", *RCDI*, 1989, págs. 1096-1104.

1.868 CC— aunque puede derivarse de un pacto en tal sentido. Creo que el criterio es claro: los rendimientos —en nuestro caso intereses— del objeto pignorado no se comprenden en la garantía, sino que pertenecen al dueño de las cosas empeñadas (106). Cuando éstas se encuentran en poder del acreedor pignoraticio la ley presupone la voluntad de compensar sus frutos con los intereses debidos, dejando a salvo la posibilidad de pactar otro régimen. Cuando, por el contrario, el acreedor no es simultáneamente poseedor —como ocurre en el caso de los valores anotados— la compensación anticrética sólo opera por voluntad de las partes (107).

Dadas estas premisas, creo que la cuestión se plantea del modo siguiente. En principio, la entidad administradora de las carteras de valores habrá de abonar los intereses en la cuenta de su titular. De acuerdo con el sistema legal, que hemos expuesto hace un momento, los rendimientos de los valores no corresponden al acreedor pignoraticio, quien no tiene en su poder las cosas empeñadas según exige, implícitamente, el artículo 1.868 CC. Naturalmente, acreedor y dueño de los valores podrán convenir que los rendimientos derivados de los objetos empeñados correspondan al acreedor al objeto de compensarlos con los debidos o, en su caso, con el principal de la obligación garantizada. Tal pacto tendría eficacia *inter partes*; para hacerlo oponible a la entidad que actúe como administradora de los valores sería necesario comunicárselo, de tal manera que, en virtud de las instrucciones recibidas, pudiera distribuir los intereses de la manera pactada (108). Sólo mediando tal comunicación se abonarían los intereses al acreedor pignoraticio.

(106) A este respecto es interesante recordar el criterio seguido por el artículo 49 de la Ley de 16 de diciembre de 1954 sobre hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de la posesión (LHM). Este precepto, al regular la hipoteca de propiedad industrial e intelectual, establece que "el acreedor que en virtud de pacto adquiera la facultad de cobrar el importe de los derechos del titular, en su totalidad o en determinada proporción, imputará las sumas percibidas al pago de intereses, y en lo que excediere, a la amortización del capital. A estos fines, el citado pacto deberá notificarse auténticamente a la Sociedad de Autores". *Vid.*, en concordancia con este precepto, el artículo 22 del Reglamento de la LHM aprobado por Decreto de 17 de junio de 1955 y los artículos 53 y 74 de las Leyes de Propiedad Intelectual y de Patentes, respectivamente. Sobre esta cuestión, en general, cfr. GÓMEZ-ACEBO SANTOS: "La hipoteca de propiedad intelectual y propiedad industrial", *AAMN*, t. XI, 1961, págs. 175 y sigs.; AMORÓS GUARDIOLA, en los *Comentarios a la Ley de Propiedad Intelectual* coordinados por BERCOVITZ, R., Madrid, 1989, págs. 819-825.

(107) Obsérvese que la tesis que mantenemos es también aplicable, en cuanto a las relaciones internas acreedor/pignorante, a las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Para las representadas por medio de títulos, aunque es un tema discutible, parece que el artículo 1.868 CC obligaría al socio a entregar al acreedor pignoraticio los dividendos percibidos, salvo que se hubiera pactado otra cosa en el título constitutivo de la prenda.

(108) También en esta dirección apunta el último inciso del artículo 49 LHM, ya conocido, al exigir que el convenio se notifique a la Sociedad de Autores a estos fines,

65. En cuanto al reembolso del principal, creo que el criterio debe ser algo diferente. En mi opinión ha de entrar en juego el mecanismo de la subrogación real: si los valores son amortizados con anterioridad a la exigibilidad de la obligación garantizada —por sorteo, por opción del titular o, simplemente, por vencimiento del plazo— la prenda se extenderá al capital devuelto por el emisor. Así pues, el importe líquido recibido como consecuencia de la amortización habrá de mantenerse bloqueado y afectado al cumplimiento de la obligación asegurada sin que, en principio, pueda ser entregado al titular de los valores. La inmovilización de los saldos de valores anotados se trasladará, así, a los saldos de efectivo provenientes de la amortización (109). En consecuencia, y siempre que la entidad administradora de los valores tenga conocimiento —como tendrá— de la constitución de la prenda, deberá abstenerse de abonar el importe de la amortización de los valores a su titular de modo que éste pueda disponer de ellos. Los fondos deberán ser depositados en una cuenta de la que no podrá disponer el deudor sin consentimiento del acreedor.

66. Naturalmente, los valores también pueden atribuir a sus titulares derechos que éstos ejercerán directamente frente a la entidad emisora. Se tratará, básicamente, de los llamados derechos políticos o administrativos, como los de asistencia y voto en Junta General, el de información, el de voto en la Asamblea general de obligacionistas, el de impugnación de acuerdos sociales, etc..

Para el ejercicio de estos derechos el titular de los valores podrá valerse de los certificados expedidos por las entidades encargadas de los registros contables. Estos certificados —que, recordemos, no representan ni incorporan el valor— son documentos probatorios que acreditan y evidencian

es decir, para la efectividad del pacto que atribuya al acreedor la facultad de cobrar lo producido por los derechos pignorados. Hay que tener en cuenta, como precisión, que la Sociedad General de Autores de España (SGAE) ejerció un monopolio de hecho en la gestión en forma colectiva de los derechos de autor hasta la promulgación de la Ley de 24 de junio de 1941, que lo convirtió en monopolio legal. La vigente Ley de Propiedad Intelectual rompe con el sistema de monopolio legal, aunque el establecimiento y funcionamiento de las entidades de gestión de los derechos de explotación u otros de carácter patrimonial de los autores siguen sometidos a un fuerte control administrativo (arts. 132 a 144 LPI).

(109) Este parece ser el criterio seguido por el artículo 17 de la Orden de 19 de marzo de 1987 y por la norma sexta de la Circular del Banco de España número 16/1987, de 19 de mayo, con referencia a la Deuda Pública anotada. También se sitúan en esta línea el artículo 5 LHM y el artículo 40 LCS, que se refieren a las indemnizaciones que correspondan por razón de los bienes hipotecados o pignorados. En efecto, la idea fundamental es que el asegurador —una vez que le ha sido comunicada la existencia de la prenda— no puede pagar la indemnización al propietario de los bienes, sino que ha de depositar su importe con arreglo a lo convenido por los interesados y, no habiendo acuerdo, en la forma dispuesta por los artículos 1.176 y siguientes del CC.

el contenido de los asientos contables. Valen en cuanto se corresponden verazmente con las anotaciones registrales.

Aunque el sistema aún no es operativo, parece que lo previsible es que estas certificaciones indicarán el derecho para cuyo ejercicio se emiten y que no podrán ser utilizadas para diversos actos de ejercicio del mismo derecho. La primera idea puede encontrar apoyo en el artículo 12.3 LMV, que prohíbe expedir para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos más de un certificado. Es posible entender que la ley da por supuesto que sí pueden emitirse varios certificados para los mismos valores siempre que se refieran al ejercicio de derechos diferentes. A mi juicio, como digo, esto será lo normal; téngase en cuenta, por ejemplo, que puede interesar ejercitar diversos derechos simultáneamente. En cuanto a la cuestión de si los certificados pueden servir para una pluralidad de actos de ejercicio del mismo derecho, también se puede encontrar algún indicio en la ley que arroja algo de luz sobre el asunto. El inciso final del artículo 12.4 LMV, en efecto, dispone que la obligación de restituir el certificado para que se dé curso a la inscripción de transmisiones o gravámenes decae cuando aquél haya quedado privado de valor. Creo posible deducir de esta norma que la ley —sin llegar a prohibir lo contrario— considera como supuesto normal que los certificados se expidan para un concreto acto de ejercicio del derecho o/y con una vigencia temporal determinada, de modo que llegado cierto momento queden privados de valor. Las necesidades de agilidad del sistema pueden aconsejar también esta solución, en cuanto evita a los emisores la engorrosa tarea de retirar los certificados expedidos y de comprobar, antes de dar curso a las órdenes de transmisión o de constitución de gravámenes, que se han devuelto los certificados expedidos.

Pues bien, el principio general señala que si los valores se encuentran pignorados el legitimado para ejercitar los derechos administrativos es el propietario de los mismos. Ello es claro para el caso de las acciones (art. 72 LSA), pero idéntico criterio debe ser seguido para otros valores que pudieran conferir derechos de esta naturaleza. La entidad emisora admitirá a la Junta General y aceptará el voto de quien presente un certificado que lo acredite como titular de los valores (110). Y recordemos, a este respecto,

(110) En este sentido, y con expresa mención a las acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta, el artículo 104 LSA prevé la eficacia legitimadora frente a la sociedad del documento que acredite que las acciones se encontraban inscritas a nombre de su titular con cinco días de antelación a aquel en que haya de celebrarse la Junta. Sin duda este documento a que hace referencia la LSA coincidirá —para el caso de los valores anotados— con los certificados acreditativos expedidos por las entidades encargadas de los registros.

Por otra parte, es también posible —y no será infrecuente— que los accionistas deleguen el voto en las entidades que administren los valores o en las que lleven los

que para que la atribución de derechos del accionista al acreedor pignoraticio surta efectos frente a la sociedad debe haberse establecido explícitamente en los Estatutos, sin que sea suficiente que se establezca en el título constitutivo de la prenda. Si ello sucediera, la sociedad no admitiría el voto del propietario de las acciones y, por tanto, socio, sino de quien presentara un certificado acreditativo de su condición de titular de un derecho de prenda sobre las mismas. Por supuesto, para el correcto funcionamiento del sistema sería aconsejable que en los certificados expedidos al titular de los valores se hagan constar los vínculos o gravámenes que pesen sobre ellos.

III.5. LA ADQUISICIÓN "A NON DOMINO" DEL DERECHO DE PRENDA

67. En mi oponión, debe entenderse que la adquisición del derecho de prenda *a non domino* es posible en los mismos términos en los que lo sea la del derecho de propiedad. En efecto, parece posible interpretar el artículo 464 CC en el sentido de que el adquirente de buena fe de la posesión de una cosa mueble —no perdida ni de la que el dueño haya sido privado ilegalmente— adquiere por ello automáticamente el derecho en cuyo concepto la recibe. Si recibe la cosa mueble como acreedor pignoraticio adquirirá, en consecuencia, el derecho real de prenda (111).

registros contables. A este hecho se refiere el artículo 107 LSA que impone una serie de garantías y requisitos para el caso de que se produzca una solicitud pública de representación, lo que se presume cuando una misma entidad ostente la de más de tres personas. No obstante, hay que advertir que las Sociedades y Agencias de Valores que lleven los registros contables por cuenta del emisor o presten servicios de administración de valores no podrán en ningún caso, "recibir la delegación de los derechos políticos de los valores afectados, ejercer éstos o solicitar su delegación a favor de terceros" (art. 72.2 LMV). La coordinación entre el contenido del artículo 72 LMV y del artículo 107 LSA es posible si se tiene en cuenta que no sólo las Sociedades y Agencias de Valores están autorizadas para asumir la administración de valores anotados (*vid.* art. 76.2 LMV en relación con el art. 71. LA: LMV) o para participar en la llevanza de los registros contables (entidades adheridas al SCLV o entidades gestoras de Deuda Pública anotada) siempre, en este último caso, que no se trate de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales.

(111) Cfr. ALBALADEJO: *Derecho civil*, cit., pág. 255; GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, págs. 391-392; SANCHO REBULLIDA, en *Elementos de Derecho civil*, cit., pág. 151; CASTAN: *Derecho civil español, común y foral*, II, 2.º, 13.ª ed. (puesta al día por MARÍN PÉREZ), Madrid, 1986, pág. 495; PEÑA: "Notas sobre las adquisiciones 'a non domino' del usufructo y sobre muebles y de la prenda", *RCDI*, 1952, págs. 745-753. Este último autor se ocupa brevemente de determinar si se podría adquirir *a non domino* el derecho real de prenda en virtud del artículo 85 CCo, pronunciándose —aunque no de modo tajante— por la respuesta negativa. A mi juicio, la cuestión es de solución difícil. Es cierto que parece absurdo negar la posibilidad de adquirir un derecho real limitado en las circunstancias en que el ordenamiento admite y protege la adquisición de la plena

68. En el ámbito de los títulos-valores, por otra parte, el artículo 545 CCo parece también extensible a la transmisión del título a efectos de garantía. Será posible, por tanto, la adquisición *a non domino* de un derecho de prenda sobre títulos al portador. Me atrevería incluso a afirmar lo mismo, siguiendo el mismo cauce interpretativo, de los títulos cambiarios {*vid.* arts. 19, 96 y 127 LCCh) y de las acciones nominativas en la medida en que les es aplicable buena parte de la disciplina del endoso cambiado (art. 56.2 LSA). Idea que queda además reforzada por la existencia de una norma genuinamente mercantil que consagra la posibilidad de adquirir *a non domino* el derecho de prenda: el artículo 324 CCo consagra, en efecto, la irreivindicabilidad —mientras no sea reembolsado el acreedor pignoraticio— de los valores empeñados de acuerdo con los artículos 320 y siguientes, esto es, básicamente, cuando el préstamo o apertura de crédito de que se trate consten en póliza intervenida o escritura pública (112).

69. Hay que precisar, no obstante, que el artículo 324 CCo impide al titular desposeído reivindicar los valores empeñados "mientras no sea reembolsado al prestador". *A contrario*, el titular desposeído podrá recu-

titularidad dominical. Pero no lo es menos que el artículo 85 CCo habla específicamente de "compra", "comprador" y "objetos vendidos". Por otra parte, obsérvese que en el artículo 85 CCo, es fundamental la situación de apariencia creada por la apertura de una tienda al público y nótese también como esa apariencia deriva igualmente de la existencia de rótulos o títulos en el mismo local o de la inclusión de avisos en la prensa. Es decir, la ley ampara al que compra en un establecimiento de este tipo, dedicado a la venta al público y donde se realizan constantemente estas transacciones. Los compradores pueden dar por sentado que las mercancías que allí se venden son propiedad del comerciante sin necesidad de mayores indagaciones que serían perturbadoras para el comercio. Pero no es tan claro que esta misma argumentación valga si lo que se hace es constituir una prenda; parece que de la filosofía del precepto debe deducirse que sólo quedaría protegido el acreedor pignoraticio si la prenda se constituyera en un establecimiento abierto al público y donde habitualmente se empeñaran las cosas que en él se encuentran, lo que, desde luego, no será demasiado frecuente. Creo que en el mismo sentido apunta el artículo 464.4 CC, que habla precisamente del comerciante que se dedique habitualmente al tráfico de objetos análogos. En efecto, la prescripción de derecho del artículo 85 CCo —interpretado a la luz del art. 464.4 CC, como parece obligado— no se produce sobre cualquier cosa mueble calificable de mercancía, sino sobre aquellas que entren habitualmente en la actividad del comerciante u otras análogas. Si esto es así, mucho menos se podrá adquirir el derecho de prenda sobre mercancías cuando el negocio de constitución no entre en sí mismo en el tráfico habitual del comerciante. Por su parte, MELÓN INFANTE {*La adquisición de mercaderías en establecimiento comercial*, Barcelona, 1958, págs. 117-119) se pronuncia claramente por considerar que el artículo 85 CCo ampara la adquisición *a non domino* de derechos reales limitados.

(112) Cfr. GARRIGUES: *Contratos bancarios*, cit., pág. 314, en nota, que consideraba el artículo 324 CCo como un caso particular de aplicación de la regla del artículo 545.3 CCo. Naturalmente, esta afirmación se formulaba a la vista de la antigua redacción de ambos preceptos, cuando el artículo 324 se refería exclusivamente a los títulos al portador.

perar las cosas haciendo valer su derecho de propiedad si previamente satisface al acreedor pignoraticio el importe de su crédito. ¿Quiere esto decir que no se produce una verdadera adquisición *a non domino* del derecho de prenda? A mi juicio, el derecho real se adquiere aunque el constituyente de la garantía no sea el verdadero dueño de las cosas. Al conceder la posibilidad de recuperar los valores empeñados previo reembolso no se está negando la existencia de un derecho de prenda a favor del acreedor sino, precisamente, enunciándose una característica de la prenda. En efecto, si el artículo 320 CCo permite a los acreedores disponer de los valores satisfaciendo el crédito por ellos asegurado, parece lógico que semejante posibilidad se reconozca al dueño desposeído que, después de todo, sigue siendo titular del dominio si bien limitado por un derecho de garantía. En el mismo sentido apunta el artículo 918 CCo cuando permite a la representación de la quiebra traer a la masa las cosas pignoradas si se satisface íntegramente el crédito a cuyo cumplimiento estuviesen afectadas. Incluso se puede mencionar, en apoyo de esta idea, el contenido del párrafo 3.º del artículo 464 CC. Esta norma reconoce al dueño —se entiende que es persona distinta a quien las pignoró— la posibilidad de obtener la restitución de las cosas empeñadas en Montes de Piedad si se reintegra la cantidad del empeño y los intereses vencidos.

En otras palabras, la posibilidad concedida al titular de las cosas pignoradas de recuperar la posesión y disponibilidad de las mismas liberándolas del gravamen mediante el pago del crédito garantizado no es excepcional, sino que se encuadra perfectamente dentro del funcionamiento de la prenda en nuestro Derecho. Lo cual reafirma la idea de que, efectivamente, el acreedor puede adquirir un derecho de prenda *a non domino*. Si no hubiese adquirido tal derecho simplemente habría de sufrir la acción reivindicatoria del propietario (113). Precisamente el hecho de que pueda, como cualquier acreedor pignoraticio, retener la cosa en su poder mientras no le sea reembolsado el crédito demuestra su condición de titular del derecho de garantía.

(113) Como es sabido, cuando no se reúnen las condiciones para la adquisición *a non domino*, el propietario puede reivindicar las cosas allí donde se encuentren. La única salvedad a esta regla se produce cuando, a pesar de haber sido la cosa extraviada o de haber sido el dueño privado de ella ilegalmente, el tercero la adquiere en venta pública (art. 464.2 CC). En tal caso el propietario, para recuperar la cosa ha de reembolsar al adquirente el precio pagado por ella. Esta hipótesis no coincide, desde el punto de vista jurídico-formal, con la del dueño que paga al acreedor pignoraticio el importe de su crédito para recobrar las cosas que éste recibió en prenda, ya que precisamente porque se produzca el efecto dispuesto en el artículo 324 es necesario que se haya adquirido tal derecho. Ahora bien, desde la óptica de su función, ambas normas son manifestación de una decidida voluntad de proteger los intereses de los terceros.

70. Hemos de destacar, no obstante, que desde nuestro punto de vista la nueva redacción del artículo 324 CCo no ha sido capaz de hacer perfectamente compatible y congruente dicho precepto con la nueva disciplina dictada para ciertos tipos de valores. Así, la exigencia de que el préstamo o apertura de crédito conste en póliza intervenida por Corredor o en escritura pública *como condición para la irreivindicabilidad* ha de ser cuidadosamente precisada. En este sentido, hay que empezar por decir que el régimen previsto en el artículo 324 CCo no es directamente aplicable a los títulos al portador, ya que respecto a éstos la adquisición *a non domino* del derecho de prenda se efectuará en los términos del artículo 545 CCo, esto es, sin necesidad de intervención de Corredor Colegiado o autorización de Notario. Sería absurdo que la adquisición *a non domino* del dominio se produjera al obtener la posesión de buena fe y sin culpa grave y que la adquisición de la prenda requiriera mayores formalidades. La norma del artículo 545, dictada exclusivamente para los títulos al portador, es norma especial y su aplicación debe excluir la del artículo 324 en su ámbito propio y específico (114).

Tratándose de acciones nominativas tampoco será precisa la intervención de estos fedatarios públicos para asegurar la adquisición por el acreedor de un derecho real de prenda. Bastará con la existencia de una serie ininterrumpida de endosos, el último de los cuales sea en garantía, que justifique su derecho.

Por último, y además, tampoco puede ser de aplicación el artículo 324 CCo —en cuanto a los requisitos de irreivindicabilidad, repito— a los valores representados mediante anotaciones en cuenta (115). La disciplina de los valores anotados, en efecto, se encuentra en los artículos 5 a 12 LMV, muy especialmente además en lo referente a su transmisión y a la constitución de derechos reales sobre los mismos. Al igual que ocurre con los títulos al portador, la existencia de un régimen específico impide la aplicación de una norma cuyo campo de aplicación es general (aunque, como veremos más adelante, las excepciones casi han vaciado de contenido a la regla).

(114) No estará de más recordar que la disposición adicional 3.^a de la LMV ha restringido la necesidad de intervención de fedatario público en la suscripción o transmisión de valores al caso de títulos al portador transmitidos o suscritos sin participación o intervención de una Sociedad o Agencia de Valores. Respecto a la constitución de garantías reales sobre valores, su validez no estuvo nunca condicionada —ni lo está ahora— a la intervención de fedatario público, independientemente de los efectos que la constancia de la prenda en documento público podía tener a efectos de la oponibilidad de la garantía a terceros, cuestión en la que la prenda de valores no presentaba ninguna particularidad respecto a la de las demás cosas muebles.

(115) En contra, expresamente, MADRID PARRA: "La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta" *cit.*, págs. 100-101 y nota 215.

Conviene no olvidar, a este respecto, que el artículo 324 CCo —en su anterior redacción— se encontraba estrechamente vinculado con el antiguo artículo 545 CCo, que proclamaba la irreivindicabilidad de los títulos al portador si su transmisión se realizaba en Bolsa con intervención de Agente colegiado y, donde no lo hubiera, con intervención de Notario o Corredor (116). Y hay que ser conscientes de ello porque mientras tal condición ha desaparecido del artículo 545 CCo, el artículo 324 CCo —que ya no contempla exclusivamente los títulos al portador— ha mantenido la referencia a la necesidad de formalización pública de la prenda. Estos antecedentes explican la incongruencia actual del precepto con la disciplina vigente de los títulos al portador y, por añadidura, con la de los valores anotados. Por ello hay que considerarlo no aplicable a estas clases de valores en cuanto a las condiciones para la irreivindicabilidad. Tanto más cuando se tiene en cuenta que si el artículo 324 CCo fuera aplicable a los títulos al portador y a los valores representados por medio de anotaciones contables lo sería sólo a los admitidos a negociación oficial; resultaría entonces que sobre los que no lo estuvieran se podría adquirir *a non domino* un derecho de prenda con menores garantías que sobre los admitidos a negociación, conclusión que por carecer de justificación debe ser rechazada y, con ella, la hipótesis que sirvió de punto de partida.

71. Ahora bien, el artículo 324 CCo resulta aplicable en relación con los valores nominativos diferentes de las acciones. En principio, sería también aplicable a los valores emitidos a la orden, pero en la práctica ésta será una hipótesis muy infrecuente. La emisión a la orden es, en la vida del tráfico, prácticamente exclusiva de los efectos de comercio (117). Sin embargo, y por otra parte, sienta un principio que creo que tiene validez en todo caso: si el dueño desposeído satisface el crédito para cuya garantía se empeñaron los valores, podrá obtener la restitución de los mismos. Y este principio me parece, como digo, congruente con el resto de la disciplina de la prenda, que permite a terceros —los acreedores, involucrados o no en un procedimiento concursal— recuperar la posesión de las cosas empeña-

(116) Norma que, a decir verdad, no dejaba muy claro si la irreivindicabilidad se producía *ratione loci*, esto es, por tratarse de negociación en Bolsa, con intervención de Agente y, donde no lo hubiere (Agente y no Bolsa), con la de Corredor o Notario —y entonces la negociación extrabursátil no llevaría aparejada irreivindicabilidad aun cuando hubiera intervenido fedatario público— o por razón de la intervención de fedatario —y entonces, al no haber en ellas Agentes, el efecto de la no reivindicabilidad se produciría también en operaciones realizadas en plazas no bursátiles con intervención de Notario o Corredor—. Posiblemente la interpretación mejor aceptada fuera esta última.

(117) Tan es así que si recordamos la antigua redacción del artículo 321 CCo observaremos cómo sólo tenía presentes los títulos nominativos y los emitidos al portador. Vid. GARRIGUES. *Contratos bancarios*, cit., págs. 310-311.

das liberándolas del vínculo de indisponibilidad que pesase sobre ellas (cfr. arts. 320 y 918 CCo). Por lo demás, el principio no se encuentra enunciado sólo en el artículo 324 CCo, sino también en el artículo 464.3 CC (118).

72. Planteada así la cuestión, podemos ahora ocuparnos de los aspectos más relevantes de la adquisición *a non domino* de la prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta. Desde mi punto de vista, la posibilidad de tal hecho debe ser admitida con los mismos límites que para la irreivindicabilidad derivan del artículo 9.3 LMV. En otras palabras, si en ciertas condiciones es posible que un tercero adquiera, de quien aparece legitimado en los registros contables, un derecho real pleno, tanto más será posible que adquiera un derecho limitado —como el de prenda— en idénticas circunstancias. El centro de nuestro análisis debe venir constituido, por tanto, por el artículo 9.3 LMV, cuyo sentido genérico y posibilidades de compatibilización con la ausencia de publicidad de los registros fue tratado anteriormente.

73. El estudio del párrafo 3.º del artículo 9 LMV pongo de manifiesto que los requisitos de la adquisición *a non domino* de un derecho de prenda sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta son las siguientes:

PRIMERO.—El adquirente debe ser un tercero; ello significa, en pocas palabras, que debe tratarse de un sujeto ajeno a los actos o contratos que determinan, condicionan o excluyen la titularidad de su transferente.

(118) Es cierto que esta disposición se refiere exclusivamente a las cosas empeñadas en los Montes de Piedad, lo que podría llevar a pensar que sienta un principio excepcional y que la norma general se traduce en la imposibilidad de recuperar la cosa de manos del acreedor, aun reembolsando el crédito. Desde luego, las interpretaciones *a contrario* son siempre peligrosas e inseguras; en concreto, podría por el mismo cauce deducirse que el artículo 464.3 supone una excepción —establecida en beneficio de los Montes de Piedad— al principio de que el derecho de prenda no puede ser adquirido *a non domino*. En realidad, me parece más seguro aceptar que el principio que sienta el párrafo 3.º del artículo 464 CC responde a los principios generales en cuanto a la posibilidad de adquirir la prenda *a non domino* y en cuanto a la posibilidad de recuperar las cosas pignoras reintegrando la cantidad del empeño y los intereses vencidos. La excepcionalidad del artículo 464.3 CC, si existe, estriba en que se refiere a todas las cosas, esto es, incluso a las extraviadas o a aquellas otras de las cuales su dueño hubiera sido privado ilegalmente. Es decir, la norma que comentamos lo que establece es que los Montes de Piedad pueden adquirir *a non domino* el derecho de prenda incluso en los supuestos de pérdida o privación ilegal, hipótesis en las que —según el principio general— la irreivindicabilidad no se produce (cfr. GUILARTE ZAPATERO, *op. cit.*, pág. 392; PEÑA, "Notas sobre las adquisiciones 'a non domino'...", *cit.*, págs. 747-748, quien aduce, además, que esta interpretación está de acuerdo con los antecedentes de la norma: el art. 26 de los Estatutos del Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Madrid, aprobados por Real Decreto de 13 de julio de 1880).

SEGUNDO.—El acto de constitución de la garantía ha de ser, en sí mismo válido. El artículo 9.3 sana o suple la falta de titularidad del pignorante, pero no la invalidez del acto de adquisición del derecho de prenda.

TERCERO.—La prenda ha de resultar inscrita en los registros contables. En otro caso no se habría perfeccionado el proceso adquisitivo del derecho; no existirían más que relaciones personales entre pignorante y acreedor, sin relevancia real. Para que el tercero resulte protegido es preciso no sólo que concurra un título válido, sino que éste vaya acompañado de un modo transmisivo que consume la adquisición del derecho real de prenda: la inscripción de la garantía.

CUARTO.—Ha de adquirirse de la persona que, según los asientos de los registros contables, aparezca legitimada para constituir la garantía. Este requisito habrá de darse siempre que concurra el tercero, salvo error en la llevanza de los "libros" (119).

QUINTO.—El requisito de la onerosidad debe entenderse cumplido, desde luego, cuando la propia constitución de la prenda se conceptúa y configura como una condición de la operación garantizada (bien de la conclusión de la misma, bien del contenido de sus estipulaciones); es decir, cuando existe un evidente aspecto de corresponsabilidad. En la medida en que el otorgamiento de la garantía no supone una atribución patrimonial gratuita, sino *a cambio* de otra prestación u obligación, la onerosidad queda asegurada. Por el contrario, la constitución de la prenda se entenderá efectuada a título gratuito si se asegura con ella el cumplimiento de una donación o, en general, de negocios en los que no sea posible apreciar la existencia de un sacrificio económico por ambas partes (120).

(119) En tal supuesto —inscripción de la prenda sin que el pretendido pignorante fuera titular registral— no se produciría la adquisición *a non domino*, si bien sería posible exigir de la entidad encargada de los registros responsabilidades por los daños que pudiera haber causado con su negligencia.

(120) alguna duda podría plantearse cuando la prenda se otorgue en seguridad de la obligación de restituir la cantidad prestada. En este caso, se puede aducir, el mutuante no contrae obligación alguna —el préstamo es contrato unilateral—, luego no hay contraprestación de la constitución de la prenda. La objeción sería, sin embargo, puramente formal. Dejando aparte el hecho de que la idea del préstamo como contrato real va siendo matizada progresivamente, lo cierto es que para la existencia de sinalagma no es indispensable que las obligaciones nazcan simultáneamente, existan un cierto tiempo y luego se cumplan. Lo importante es que existan prestaciones recíprocas; la del prestamista concurre a perfeccionar el contrato —según la doctrina más tradicional y el pensamiento de los Códigos Civil y de Comercio—, pero ello no quiere decir que no funcione como corresponsivo de la constitución de la prenda cuando esta atribución ha sido considerada por las partes como condición para la formalización del contrato o para su conclusión en determinadas condiciones.

SEXTA.—Se deduce, por último, del artículo 9.3 LMV que el tercero, para resultar protegido, ha de haber actuado, en el momento de la adquisición, sin mala fe o culpa grave (121). Es curioso observar cómo el precepto que nos ocupa no habla de buena fe (al contrario, por ejemplo, que el art. 34 LH, el art. 464 CC o, incluso, el art. 19.2 LCCh).

Al incluir en la fórmula empleada una referencia a la culpa grave se ha querido, a mi juicio, introducir la exigencia de una conducta mínimamente racional y diligente. Es decir, se pretende que el desconocimiento o la ignorancia de la ausencia de titularidad en el pignorante sean excusables de acuerdo con un "standard" mínimo de diligencia, o sea, de acuerdo con el nivel de diligencia con el que cualquier persona se comporta (122). En este sentido, el concepto de buena fe había ya sido vinculado frecuentemente por la doctrina en otros ámbitos al desarrollo de un actuar razonablemente diligente.

Creo, por tanto, que el propietario sobre cuyos valores se haya constituido la garantía podrá "reivindicarlos" si alcanza a demostrar que el tercero conocía la falta de titularidad del transmitente (mala fe) o que tuvo medios racionales y motivos suficientes para conocerla (culpa grave). De todas formas, se me plantean dudas acerca de si la ausencia de mala fe equivale a buena fe o existe entre estas dos posibilidades de comportamiento un ámbito que no puede ser cubierto por ninguna de ellas. En concreto, me pregunto por el caso del tercero que se encuentre en un estado de duda sobre la titularidad del pignorante; es evidente que no se puede considerar exactamente de buena fe. Pero es también cierto que el artículo 9.3 LMV no exige buena fe, sino ausencia de mala fe. ¿Puede considerarse que obra con mala fe el que adquiere teniendo dudas acerca del derecho del transmitente? En mi opinión, el uso por la ley de la expresión mala fe en lugar de la tradicional de buena fe no puede dejar de tener algún sentido, y sería, precisamente, el que venimos apuntando. Al hablar de mala fe se reduce el nivel de exigencia ético exigible en el estado cognoscitivo del tercero; se amplía el campo de protección a todos aquellos supuestos en que no siendo pro-

(121) La norma aclara que la ausencia de mala fe o culpa grave debe darse en el momento de la adquisición, esto es, en nuestro caso, en el momento en que se inscriba la prenda en la cuenta correspondiente. Por tanto, el descubrimiento posterior de la inexactitud del registro no afectará a la solidez del derecho del tercero (*mala fides superveniens non nocet*).

(122) Creo que éste es también el sentido de la norma del artículo 545 CCo, que tutela la adquisición del tercero "de buena fe y sin culpa grave".

piamente de buena fe tampoco se pueda demostrar que obrara con pleno conocimiento del perjuicio del verdadero titular. A esta conclusión es obligado llegar, creo, por la especial dicción del artículo 9.3 LMV, cuya referencia a la mala fe no puede ser casual, sobre todo cuando la propia LMV, al dar nueva redacción al artículo 545 CCo, utiliza la expresión "buena fe". Así pues, la fórmula empleada reduce el canon de exigencia mínimo en el plano psicológico para ser merecedor de tutela y, sin embargo, se ocupa de precisar la necesidad de un comportamiento mínimamente diligente.

74. Por último, debemos retomar la cuestión que dejamos enunciada y casi resuelta anteriormente. ¿Es aplicable la posibilidad de recuperar los valores que contempla el artículo 324 CCo? Y, en caso de respuesta afirmativa, ¿en qué condiciones? Como ya dije en su momento, me parece que el criterio perceptible tanto en el artículo 324 CCo como en el artículo 464.3 CC indica que el propietario desposeído puede recobrar los valores empeñados por quien no era titular previa satisfacción al acreedor de la obligación garantizada. Esta solución me parece la más adecuada porque, de un lado, salvaguarda suficientemente los intereses del acreedor —su derecho de garantía se muta en la satisfacción actual del crédito— y, de otro, no resulta innecesariamente gravosa para el dueño, quien, en todo caso, conserva sus acciones contra el responsable de la privación de los valores. Quedando a salvo la protección del adquirente de buena fe es preciso elegir —entre las diferentes opciones— aquella que hace menos onerosa la posición de quien, en definitiva, es el propietario legítimo.

III.6. EJECUCIÓN DE LA PRENDA

75. La LMV no establece ningún sistema para la ejecución de la prenda de valores representados mediante anotaciones en cuenta, por lo que habrá que recurrir, en caso de impago, al procedimiento regulado en el Código de Comercio.

76. En primer lugar, nos detendremos en el procedimiento de ejecución establecido en el artículo 322 CCo. Este procedimiento —especialísimo— sólo puede ser utilizado por el acreedor en el caso de que se trate de valores admitidos a cotización en un mercado secundario oficial y cuando el contrato del que derive la obligación incumplida conste en escritura pública o en póliza intervenida por Corredor de Comercio Colegiado. Estos dos requisitos se deducen no sólo de la vinculación sistemática

del artículo 322 CCo con el artículo 320, que encabeza la sección, sino del propio análisis de la disciplina del procedimiento. En efecto, el artículo 322 exige que el acreedor entregue a los organismos rectores del correspondiente mercado secundario oficial la póliza o escritura. En consecuencia, tanto la admisión a negociación como la forma pública son condiciones para enajenar los valores por el procedimiento mencionado.

La ejecución regulada en el artículo 322 CCo es extraordinariamente rápida. Vencido el plazo del préstamo, y por este mismo hecho, puede pedir el acreedor la enajenación de los valores. No es preciso requerir de pago al deudor ni que éste participe de modo alguno en la ejecución; se introduce así un factor de agilización que supone una importante diferencia con el procedimiento de ejecución de la prenda disciplinado en el artículo 1.872 CC, que expresamente ordena citar al deudor y al dueño de la prenda (123).

Para dar inicio a la ejecución, el acreedor habrá de entregar al organismo rector del mercado secundario en que se negocien los valores empeñados la escritura o póliza en que se hubiera documentado el contrato y los títulos pignorados o el certificado acreditativo de la inscripción de la garantía expedido por la entidad encargada de la llevanza de los registros contables. Como es lógico, en el caso de prenda de valores anotados lo que habrá de entregarse será, precisamente, este certificado. En todo caso, lo que queda claro gracias a la precisa redacción del Código de Comercio es que el procedimiento de ejecución es aplicable a todos los valores, estén representados por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta.

Una vez hechas las oportunas comprobaciones (124), el organismo rector adoptará las medidas necesarias para enajenar los valores en el mismo día o en el siguiente. Naturalmente, de acuerdo con la LMV (art. 36), la enajenación habrá de realizarse con intervención de un miem-

(123) Desde luego, el artículo 322 CCo deja siempre a salvo el pacto en contrario. La sintaxis del primer párrafo del precepto permite concluir que el contenido de ese pacto podría ser tanto el de una renuncia del acreedor a valerse de este especial procedimiento como el de, simplemente, obligarle a requerir de pago al deudor antes de iniciarlo. Ambas cuestiones entran dentro del poder de disposición de las partes en cuanto atañen exclusivamente a la gestión de sus intereses particulares.

(124) En la antigua redacción del artículo 323 CCo, la Junta Sindical debía comprobar que la numeración de los títulos entregados fuera conforme con la expresada en la póliza del contrato. Actualmente la ley habla de "oportunas comprobaciones"; esta fórmula, sin duda más amplia, permite que el organismo rector del mercado secundario oficial se asegure de la coincidencia de los valores cuya enajenación se pretende con los mencionados en la escritura o póliza, donde deben constar los datos para su adecuada identificación (art. 321 CCo). Pero, posiblemente, también sea una comprobación oportuna —al menos con respecto a los valores anotados— entrar en contacto con la entidad encargada de los registros contables para cerciorarse de que no hay error en la emisión del certificado y de que tampoco ha sido privado de valor.

bro del correspondiente mercado secundario bajo pena de nulidad. De ahí que el artículo 322.2 CCo se ocupe de precisar este extremo. Desde luego, el plazo para hacer uso de este procedimiento ejecutivo es brevísimo: sólo durante los tres días siguientes al vencimiento de la obligación garantizada. La imposición de plazos tan breves parece deberse a la voluntad de evitar que el acreedor pueda especular con los valores. Sin embargo, para impedir este tipo de maniobras se dicta una norma que dificulta seriamente que los acreedores puedan hacer efectivo su derecho por este procedimiento, advirtiéndose cierta falta de proporcionalidad entre el fin querido por el precepto y los efectos conseguidos. Por lo demás, conviene señalar que el acreedor que deje pasar estos tres días no pierde su derecho a hacer enajenar los valores empeñados y satisfacer su crédito con lo obtenido. Lo único que sucede es que deberá hacerlo por otros procedimientos, seguramente menos expeditivos (125).

77. Dentro del estudio de este procedimiento de ejecución es preciso dedicar algunas líneas a un asunto bastante debatido y que ha tenido —y tiene— cierta importancia práctica. En efecto, el artículo 323 CCo establece que lo dispuesto en la sección 2.^a del título V del libro II del Código de Comercio "será también aplicable a las cuentas corrientes de crédito abiertas por entidades de crédito cuando se hubiera convenido que la cantidad exigible en caso de ejecución será la especificada en certificación expedida por la entidad acreedora", en cuyo caso se entregará la mencionada certificación acompañada del documento fehaciente a que se refiere el artículo 1.435 LEC.

Así pues, el procedimiento de ejecución previsto en el artículo 322 será aplicable también a las obligaciones derivadas de un contrato de apertura de crédito cuando concurren las circunstancias expuestas más arriba. Resulta entonces que, en esta sede, se podrán reproducir todas las dudas surgidas acerca del contenido y alcance del documento fehaciente mencionado en el artículo 1.435.4.º LEC. Tratando de ser lo más concisos y claros posibles, expondremos a continuación la opinión que creemos más acertada acerca del "célebre" documento fehaciente y de la interpretación correcta del artículo 323 CCo.

El artículo 323 CCo contempla una serie de presupuestos o requisitos para la aplicación del expeditivo sistema de ejecución regulado en el artículo 322 CCo.

(125) Apunta SÁNCHEZ GUILARTE ("Pignoración de saldos de depósitos bancarios...", *cit.*, pág. 672), que el reducido del plazo que se concede al acreedor va a provocar que éste, a fin de no perder la posibilidad de recurrir a este procedimiento, renuncie a negociar con el deudor incumplidor para proceder inmediatamente a la ejecución, con el consiguiente perjuicio para el dueño de los valores.

1.º En primer término, debe tratarse de "cuentas corrientes de crédito abiertas por entidades de crédito". Por tanto, no cualquier acreedor pignoraticio cuyo derecho derive de una cuenta corriente de crédito puede emplear este procedimiento; queda reservado para aquellos que puedan calificarse como entidades de crédito (126).

2.º Por comparación con el artículo 1.435 LEC se echa de menos en el artículo 323 CCo la mención de la necesidad de que el crédito conste en escritura pública o póliza intervenida. No obstante, como vimos anteriormente, este es un requisito exigido por el artículo 322, al que se remite el propio artículo 323 en cuanto a la documentación que debe presentarse.

3.º Es preciso el pacto expreso de que la cantidad exigible en caso de ejecución será la especificada en certificación expedida por entidad acreedora y la entrega de tal certificación al organismo rector. En la práctica, tal convenio no faltará en los contratos de apertura de crédito con garantía de valores estipulados por las entidades de crédito, del mismo modo que no falta nunca a efectos del juicio ejecutivo.

4.º Que se acompañe el documento fehaciente a que se refiere el artículo 1.435 LEC. Dicho documento, según la norma procesal, deberá acreditar que la liquidación se ha practicado en la forma pactada por las partes en el título ejecutivo. Además, la práctica y la operatividad del sistema exigen que el fedatario público de fe de la coincidencia del saldo que aparece en la cuenta abierta al deudor con la cantidad especificada en la certificación expedida por la entidad de crédito. Téngase en cuenta a este respecto que, en puridad, lo que la LEC literalmente exige es que "el saldo *coincida* con el que aparece en la cuenta abierta al deudor", no que el documento fehaciente acredite que *coincide* (127). Desde luego, ni la práctica bancaria ni la judicial han reparado en este defecto de la dicción

(126) Calificación que, según creo, deberá hacerse de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, redactado con arreglo a lo dispuesto en el artículo 39.3 de la Ley sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

(127) Cfr. DE LA OLIVA: "El nuevo artículo 1.345 de la LEC y la 'liquidez' de la cantidad que parezca adeudarse según contratos mercantiles otorgados por entidades de crédito, ahorro y financiación, en escritura pública o póliza intervenida", *Revista de Derecho Procesal*, 1/1986, pág. 31. El autor explica que la "literalidad del precepto, en el que se dice 'coincida' y no 'coincide', conduce, según la gramática y la sintaxis española, a desvincular el documento que acredita y la coincidencia del saldo". La deuda así se tendría por líquida por la concurrencia de dos elementos: el documento fehaciente acreditativo de la conformidad de la liquidación con lo pactado y la coincidencia del saldo hecho constar en la certificación con el que aparece en la cuenta abierta al deudor. En un trabajo posterior, DE LA OLIVA entiende que se trata de un mero error y que el texto legal debe decir "coincide" y no "coincida" ("Nuevas consideraciones sobre el artículo 1.435 de la Ley de Enjuiciamiento Civil: liquidez de los créditos bancarios en el juicio ejecutivo", *La Ley*, 1989-3, pág. 990).

legal y no se han planteado mayores problemas: los fedatarios públicos, a la vista de los documentos relativos a la cuenta, dan fe de la coincidencia de saldos y con ello los tribunales dan por cumplida la condición impuesta por el artículo 1.435 LEC (128).

Pero, naturalmente, el punto fundamental que ha dado lugar a polémicas y discusiones —detrás de las cuales se ocultan en parte (legítimos) intereses corporativos— ha sido el de determinar exactamente que significa acreditar "haberse practicado la liquidación en la forma pactada por las partes en el título ejecutivo". Desde nuestro punto de vista la interpretación adecuada pasa por entender que el fedatario ha de hacer constar, una vez examinada la documentación presentada por la entidad acreedora, que, a su juicio, la liquidación se ha realizado tal y como se pactó. Es decir, el fedatario al emitir esta afirmación actúa como perito, no dando fe. Lo que se requiere de él es la emisión de un dictamen tendente a revisar las operaciones de liquidación llevadas a cabo por la entidad de crédito y a comprobar que se corresponden con lo pactado por las partes. No se trata, desde luego, de realizar una verdadera *auditoría* de la cuenta, que no es lo querido por la ley, de modo que el fedatario no ha de comprobar —no está, por lo demás, a su alcance— la veracidad de los cargos y abonos y de las valoraciones. Habrá de limitarse a dictaminar sobre la regularidad formal de las operaciones, de acuerdo con su entendimiento contable y financiero. La discusión sobre la veracidad queda para el trámite de la oposición en el juicio ejecutivo. Lógicamente, actuando como perito el fedatario habrá de desarrollar las operaciones que su ciencia le indique como oportunas y suficientes para acreditar la corrección formal de las operaciones de liquidación. El soporte material de la actividad pericial consistirá en la documentación que sobre la cuenta abierta al deudor aporte la entidad acreedora (129).

(128) *Vid.*, por ejemplo, SAT de Cáceres de 10 de junio de 1986, SAT de Valencia de 15 de octubre de 1987 y SAT de Valladolid de 11 de noviembre de 1987. Por lo demás, tal modo de actuar se apoya en los precedentes del precepto: el artículo 2 de la Orden de 21 de abril de 1950 disponía que en la diligencia de intervención debía constar que "el saldo que figura en la certificación, coincide con el que aparece en la cuenta corriente abierta al deudor..."

(129) Cfr. DURAN BRUJAS: "Notas sobre la modificación del artículo 1.435 de la Ley de Enjuiciamiento Civil por la Ley 34/1984, de 6 de agosto", *Boletín de Información del Ministerio de Justicia*, núm. 1458 (15 junio 1987), págs. 3 y sigs.; PÉREZ VALENZUELA: # "Régimen legal de la póliza tras la Reforma Urgente de la Ley de Enjuiciamiento Civil", *RGD*, 1984, págs. 1907 y sigs., y 2293 y sigs.; BONARDELL LENZANO: "La determinación de la liquidez de la deuda reclamable en los procedimientos ejecutivos derivados de contratos bancarios", en *Cuadernos de Derecho y comercio*, núm. 1, 1987, págs. 135 y sigs.; RON SERRANO: "La determinación de la liquidez es las pólizas bancarias a los fines de su ejecución", *Boletín del Colegio de Abogados de Madrid*, núm. 6/85, págs. 79 y sigs.; GARCÍA LUENGO: "Las pólizas de cobertura de riesgos de operaciones bancarias:

Soy consciente de que esta interpretación apunta claramente a la necesidad de que el fedatario público sea perito en materias contables, no quedando clara, en consecuencia, cómo ha de desarrollarse la actividad de los Notarios. Estos, antes de la reforma de la LEC y por obra del Real Decreto 2680/1982, de 15 de octubre, estaban facultados para levantar acta fijando el saldo de la cuenta con incorporación de la certificación de la entidad acreedora, siempre que el contrato se hubiese formalizado en escritura pública. Y parece también claro que el artículo 1.435 LEC los incluye actualmente entre los sujetos que pueden acreditar que la liquidación se realizó de la forma pactada por las partes (130). Y el problema es espinoso, porque la LEC encarga a quien no es perito en contabilidad —al menos por razón de su profesión pública— la realización de un dictamen sobre la adecuación de la liquidación a lo pactado. El Notario podría salvar esta dificultad, desde mi punto de vista, actuando de una de estas dos maneras. Podría, en primer lugar, redactar el documento mencionado con la colaboración de terceras personas, cuyo informe se incorporaría al documento fehaciente, pero también podría, en segundo lugar, declarar él mismo, bajo su exclusiva responsabilidad, que la liquidación se ha realizado en la forma pactada en el contrato, posibilidad especialmente aceptable si el Notario tiene, por titulación o formación extraña a la inherente a su cargo público, conocimientos suficientes para la elaboración del informe pericial. Se cumpliría así la exigencia del artículo 1.435 LEC. Lo que no me parece en ningún caso aceptable para dar por cumplidas las exigencias

apreciaciones críticas", en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, cit., págs. 639-640; DE LA OLIVA: "El nuevo artículo 1.435...", cit., págs. 32-34, 48-49. No obstante, este último autor ha cambiado de opinión en un trabajo reciente ("*Nuevas consideraciones...*", cit.); entiende que entre una verdadera auditoría y un acto de contenido meramente formal que afirme llanamente que la liquidación se ha realizado en la forma pactada no hay ninguna posibilidad de actuación del fedatario: *tertium non datur* (pág. 990). En consecuencia, termina por calificar la norma como "imposible", esto es, la incluye dentro de la categoría de las normas que no se pueden cumplir ni aplicar. Opta entonces por dar por buena la postura del Consejo Superior Bancario a la que nos referiremos posteriormente (pág. 991).

Más allá va VALENTÍN CORTÉS (en *Comentarios a la reforma de la Ley de Enjuiciamiento Civil*, Madrid, 1985, págs. 705-706) quien llega a hablar de la realización de una auditoría aunque, en realidad, sus palabras no parecen tener un sentido tan radical, porque se limita a afirmar que la revisión ha de acreditar fielmente que la liquidación se ha hecho de acuerdo con lo pactado en la póliza o escritura.

(130) El artículo 207 del Reglamento Notarial, modificado por Real Decreto 1209/1984, de 8 de junio, autoriza al Notario a levantar acta "para fijar el saldo líquido exigible en los préstamos o créditos en cuenta corriente concedidos por entidades de crédito, ahorro o financiación, siempre que tales operaciones y esta modalidad de fijación haya sido pactada en escritura pública. En virtud de la documentación exhibida y de su concordancia con certificación de ésta, que se unirá a la matriz, el Notario levantará el acta en la que quede determinado el saldo de la cuenta".

del artículo 1.435 LEC es que el fedatario, Corredor o Notario, se limite a dar fe de que las condiciones en que la entidad de crédito manifiesta haber efectuado la liquidación son las pactadas en la póliza o escritura. Esto no es, al menos en mi opinión, lo que quiere la ley.

78. Frente a este modo de entender cuál es el contenido y sentido del "documento fehaciente" a que hace referencia el artículo 1.435, existe otro que circunscribe la actuación del fedatario a cerciorarse de que en el título ejecutivo se ha pactado por las partes, que la cantidad exigible en caso de ejecución será la expresada en la certificación expedida por la entidad acreedora y a dar fe de que el importe consignado como debido en la misma coincide con el saldo que aparece en la cuenta abierta al deudor (131). Es decir, acreditar que la liquidación se ha realizado en la forma pactada consistiría en dar fe de que el sujeto o sujetos que la han llevado a cabo es o son los designados para ello en el título ejecutivo. Se niega así que se deba proceder al análisis, examen o mera comprobación aritmética de las cuentas por un tercero. Esta interpretación queda resumida en la Circular número LXV/84, de 19 de octubre, del Consejo Superior Bancario, donde se manifiesta que: "El requisito establecido en el artículo 1.435 de la LEC de que el documento fehaciente acredite que la liquidación se ha realizado en la forma pactada por las partes debe entenderse se refiere exclusivamente al procedimiento a seguir para establecer el saldo final (por la entidad acreedora exclusivamente, o de mutuo acuerdo, con previa notificación, con intervención de un tercero..., etc.), puesto que el precepto alude claramente a la forma y no al contenido de la liquidación".

Desde mi punto de vista, esta interpretación desvirtúa la finalidad del artículo 1.435; lo convierte en una regla meramente formal que limita la actividad del fedatario a constatar que en la póliza o escritura se ha convenido, efectivamente, que se tendrá por líquida la suma que certifique la entidad de crédito y que, de acuerdo con lo pactado, ésta ha realizado la liquidación. Y digo que no se corresponde con la finalidad del precepto —aunque es la tesis que se va imponiendo en la práctica— porque la norma tiene —o, al menos, quiso tener— una función de tutela de los clientes de las entidades de crédito obligando a que se llevara a cabo una

(131) Cfr. SAGUAR QUER. "La liquidez en el juicio ejecutivo de los contratos bancarios", *RDBB*, 1988, pág. 864; LÓPEZ ANTÓN: *Créditos a interés variable. Su régimen jurídico*, Madrid, 1985, págs. 469 y sigs.; MARTÍNEZ PARDO: "La liquidez de los créditos (art. 1.435, párr. 4.º, LEC)", *La Ley*, 1989-3, págs. 884-885. También los Tribunales parecen preferir esta interpretación, quizá más por inercia que por un meditado estudio del precepto. *Vid.* SAT de Zaragoza de 3 de julio de 1985, SAT de Cáceres de 10 de junio de 1986, SAT de Valladolid de 11 de noviembre de 1987. Más matizada es, sin embargo, la SAT de Valencia de 15 de octubre de 1987.

mínima tarea de "inspección". En efecto, la enmienda número 539 (Grupo socialista) —de la cual resultó, en lo que ahora nos interesa, el texto vigente— se justificaba en la necesidad "de reforzar la posición jurídica del deudor, evitando que la determinación del saldo quede al solo arbitrio de la entidad acreedora con dos mecanismos: la revisión por parte de fedatario y la coincidencia del saldo con la contabilidad".

Ante la insatisfacción que produce la segunda de las interpretaciones referidas, por cuanto no concurre a incrementar las garantías para el deudor con arreglo a la finalidad del precepto, resulta muy interesante, por su original orientación, la SAP (Sección 10.^a) de Madrid, de 17 de abril de 1989. En ella se dice que la certificación expedida por la entidad acreedora ha de acreditar que la liquidación se ha realizado en la forma pactada por las partes, lo que no se cumple cuando "el banco se limita a expresar en su certificación un saldo final, sin consignar adecuadamente las operaciones por la que se ha llegado al mismo (los conceptos que lo integran, los períodos de tiempo en que se han devengado tales intereses, las disposiciones y amortizaciones efectuadas por el prestatario) lo que hubiese permitido una fiable comprobación de la exactitud y legitimidad de aquel saldo final y, en su caso, que la ejecutada pudiera impugnar ese saldo, deduciendo, en su defensa, las oportunas excepciones legales como, por ejemplo, la muy elemental de pluspetición". Argumentando de esta forma, el eje de la tutela de los clientes de entidades de crédito se desplaza de la certificación fehaciente y de la actividad del fedatario a la carga de aquéllas de acompañar la documentación contable que refleje el movimiento de la cuenta, que deberá estar redactada en términos asequibles que permitan la exacta comprobación de los resultados (132). Se llega así a una conclusión paradójica: sobre la base del espíritu de la Ley 34/1984, que dicta una norma difícil de cumplir y que plantea importantes problemas en la práctica, se termina por exigir algo completamente distinto a lo introducido por la letra de la ley (133).

No obstante, y sin desconocer por ello cuales son las orientaciones de la práctica, quiero reafirmarme en mi opinión acerca de cuál debería ser la interpretación correcta del artículo 1.435.4 LEC. A mi juicio, el fedatario debería revisar la documentación presentada por las entidades de crédito para determinar si la liquidación se ha realizado correctamente, esto es, si se han aplicado los tipos de interés, las comisiones, las reglas de valoración, etc., convenidos y no otros. Esto es, además, especialmente necesario en el

(132) Postura que ha encontrado eco en algún autor; cfr. DÍAZ RUIZ: "Jurisprudencia menor sobre juicios ejecutivos de pólizas bancarias", *RDBB*, núm. 37, 1990, pág. 170.

(133) Cfr. DE LA OLIVA: "Nuevas consideraciones...", *cit.*, pág. 996.

supuesto de ejecución por el procedimiento del artículo 322 CCo, en el que, salvo pacto en contra, el deudor no puede alegar el error o falsedad de la certificación expedida por la entidad acreedora.

En efecto, tanto en el juicio ejecutivo como en el procedimiento —en cierto modo paralelo al que ahora comentamos— previsto en el artículo 153 LH, el deudor tiene posibilidades de discutir la suma por la que el acreedor pretende la ejecución. La ausencia de esta facultad en el caso de ejecución de la prenda de valores por el mecanismo previsto en el artículo 322 justifica aún más la necesidad de que el fedatario proceda a una revisión o examen de los documentos presentados, al menos para comprobar la regularidad formal de la liquidación. Claro está que, por otro lado, quizá los organismos rectores debieran llevar a cabo un examen similar, dado que se trata de una "comprobación oportuna" que el artículo 322 les obliga —más que les faculta— a realizar antes de tomar las medidas para enajenar los valores pignorados (134).

79. Naturalmente, el procedimiento regulado en el artículo 322 CCo no es aplicable en todo caso. Así, no lo será cuando los valores no coticen en un mercado secundario oficial, ni tampoco cuando el acreedor haya dejado pasar más de tres días hábiles después del vencimiento o, simplemente, cuando haya renunciado a hacer efectiva la garantía por este procedimiento.

A este respecto, debemos recordar que las pólizas al uso suelen eludir cualquier mención tanto del artículo 322 CCo como del artículo 1.872 CC. Normalmente se venía pactando que la enajenación de la garantía se haría con intervención de Agente Mediador Colegiado, sin necesidad de previo requerimiento al deudor ni providencia judicial alguna y sin sometimiento a plazo de ningún tipo (135).

(134) Téngase en cuenta, por lo demás, que de acuerdo con la disposición adicional 5.^a del Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, seguirán siendo aplicables los preceptos del Reglamento de Bolsas de 30 de junio de 1967, en la medida en que no resulten contrarios a la LMV. Ello significa que seguirá siendo de aplicación el artículo 269 del Reglamento de Bolsas, si bien con las precisiones establecidas en el párrafo 2.º de la citada disposición adicional 5.^a: las referencias a las Juntas Sindicales, a los Agentes de Cambio y Bolsa y a los Boletines de Cotización se entenderán efectuadas a la Sociedad de Bolsa y a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, a los miembros de éstas y a los Boletines de Cotización contemplados en el artículo 14 del Real Decreto 726/1989, respectivamente.

(135) Cfr. GARRIGUES: *Contratos bancarios*, cit, págs. 316-317. Idéntica solución establecen los Estatutos del Banco de España. Su artículo 14 dispone que el Banco podrá disponer la venta de las garantías al tercer día o cualquier otro posterior al vencimiento de la obligación y a que dichas ventas "se procederá sin necesidad de procedimiento judicial, con intervención de Agente Colegiado de Cambio y Bolsa o Corredor de Comercio, según los casos, o por otro medio oficial o extraoficial que se hallare establecido por el uso en las respectivas localidades".

Desde mi punto de vista no hay obstáculo para que se pacte el recurso a un procedimiento diferente al previsto en el artículo 322 CCo, siempre que se garantice que el acreedor no se adueñará de los valores (prohibición del pacto comisorio) y que la enajenación se hará, respetando los intereses del deudor, al mejor precio posible (136).

No obstante, es necesario formular una importante precisión: sea cual sea el procedimiento de ejecución empleado, si los valores están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, se habrá de requerir la participación de un miembro del correspondiente mercado, bajo pena de nulidad (art. 36 LMV) (137).

80. Lo razonable será, en consecuencia, que en las pólizas o escrituras se pacten procedimientos ágiles y adecuados a las necesidades del tráfico mercantil y a la nueva organización de los mercados de valores. Así, si los valores se encuentran admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, será perfectamente válido el pacto que permita al acreedor la enajenación de los mismos a través de un miembro del correspondiente mercado aun después del tercer día siguiente al vencimiento de la obligación garantizada e incluso aunque el préstamo no hubiese sido formalizado en documento público (138). No siendo necesaria la intervención de fedatario público para la validez de la transmisión o suscripción de valores representados por medio de anotaciones en cuenta (disposición adicional 3.^a LMV) y siendo imprescindible, sin embargo, la participación de un

(136) En materia civil, GUILARTE ZAPATERO (*op. cit.*, pág. 459) cree que no es posible prescindir del procedimiento del artículo 1.872. Por el contrario, ALBALADEJO (*op. cit.*, pág. 262) sostiene que las partes pueden pactar otros procedimientos de enajenación que sean suficientemente seguros para el dueño de la cosa.

(137) Intervención que se producirá cuando la entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores que lleve las cuentas individualizadas de los valores empeñados (art. 54 LMV, *in fine*) sea al mismo tiempo miembro de la Bolsa (art. 47 LMV). Para la Deuda Pública anotada tal coincidencia se dará en todo caso, ya que las entidades Gestoras tienen siempre la condición legal de miembros del Mercado Secundario de Deuda Pública en Anotaciones (art. 57 LMV). Téngase en cuenta, a estos efectos, que la participación del miembro del correspondiente mercado secundario puede contraerse a la toma de razón de la operación [art. 3^o 6.d) LMV].

(138) La derogación convencional de la aplicabilidad del artículo 322 CCo me parece perfectamente posible. El propio precepto deja a salvo el pacto en contrario. Es cierto, de cualquier forma, que el artículo 1.872 CC *in fine* dispone que "si la prenda consistiere en valores cotizables, se venderán en la forma prevenida por el Código de Comercio". Desde mi punto de vista, el sentido de esta remisión es el de favorecer la rapidez y agilidad en la ejecución de la prenda, beneficiando con ello los intereses del tráfico. Pero no significa, en absoluto, que el procedimiento del artículo 322 CCo sea el único procedimiento extrajudicial de enajenación de los valores en caso de incumplimiento de la obligación asegurada. De ser así la norma provocaría el efecto contrario al querido: el plazo concedido es tan exiguo —en la anterior redacción lo era aún más— que si la opción fuese entre ese procedimiento y ninguno, el sistema, más que favorecer, dificultaría a los acreedores el ejercicio de sus derechos.

miembro del mercado correspondiente, parece lógico que la enajenación se realice con su intervención.

Hay que tener en cuenta, además, que las entidades miembros de los correspondientes mercados secundarios oficiales cumplen un papel institucional, una función cuasi-pública, de modo que su intervención en la venta garantiza suficientemente, a mi juicio, la protección de los intereses del dueño de los valores. Claro está que la participación de la entidad miembro del mercado no puede limitarse —para tutelar al constituyente de la garantía— a tomar razón de una operación a precio convenido; debe actuar como un verdadero intermediario y buscar el mejor cambio posible. Aunque en los mercados secundarios el precio de los valores resulta fijado de manera oficial y los riesgos para el deudor son, en consecuencia, mínimos, no hay que olvidar que durante una misma sesión pueden producirse importantes oscilaciones en los precios, por lo que es necesaria la intervención de un tercero imparcial que garantice que la enajenación se produce en condiciones no lesivas para el ejecutado.

Por otro lado, si los valores no son cotizables, también podrá pactarse que la enajenación se realice con intervención de una Sociedad o Agencia de Valores o incluso con la de alguna de las entidades mencionadas en el artículo 16.2.a) LMV, ya que todas ellas están autorizadas para negociar con el público valores no admitidos a negociación. De esta manera las enajenaciones no estarán dotadas de fe pública —aunque nada impide que intervenga un fedatario a estos efectos— pero se logrará el objetivo principal de evitar que el ejecutante elija con toda libertad al adquirente y fije el precio también libremente en daño de tercero. Obsérvese que la intervención de estas entidades, en la medida en que deben enajenar los valores por lo mejor, ofrece tanta seguridad para los intereses del dueño como la que ofrecía la intervención de un Agente de Cambio y Bolsa o de un Corredor de Comercio Colegiado de acuerdo con las pólizas al uso antes de la entrada en vigor de la LMV. Lo que, en todo caso, me parece de dudosa legalidad es que se incluya en los contratos la cláusula de que la enajenación se podrá hacer sin comunicación o previo requerimiento al deudor. Esta es una condición que resulta admitida excepcionalmente por el artículo 322 CCo y que sólo debe entenderse válida cuando exista un mercado que proporcione un cambio fijado oficialmente, dados los peligros que entraña para el dueño de la prenda, que no puede velar porque la venta se realice de acuerdo con sus intereses.

En mi opinión, por tanto, no es necesaria la intervención de fedatario público para proceder a la ejecución de la prenda constituida por valores. Desaparecida la necesidad de fe pública para la transmisión de valores representados mediante anotaciones en cuenta, se encuentren o no admi-

tidos a negociación en un mercado secundario oficial, parece que la ejecución de las garantías podrá hacerse a través de los sujetos que tienen atribuidas las funciones mediadoras en el tráfico de valores. En cuanto al procedimiento a seguir para la enajenación en el caso de valores no cotizados, o bien se estipula con las suficientes garantías en el contrato, o bien se siguen analógicamente las reglas del artículo 268 del Reglamento de Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967 y del artículo 95 del Reglamento de Bolsines Oficiales de Comercio aprobado por Decreto de 6 de junio de 1969. Sería conveniente, en todo caso, que en un futuro se regulasen con precisión estos extremos.

81. Se plantea también la duda de si sería posible la enajenación de los valores empeñados a través de Corredor de Comercio. En efecto, de acuerdo con el juego de los artículos 71.1./) y 76 de la LMV, los Corredores de Comercio no están autorizados para negociar de forma habitual, por cuenta propia o de terceros, valores nacionales o extranjeros no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Es decir, los Corredores no están autorizados para actuar (habitualmente) como comisionistas o mediadores en las transmisiones de valores —incluidos los no cotizados—, aunque siguen manteniendo sus funciones fedatarias. No obstante, en mi opinión, se podría acudir en todo caso a un Corredor de Comercio para que enajenara los valores no admitidos a negociación oficial sin necesidad de que participara además alguna Sociedad o Agencia de Valores. La transmisión efectuada con su mediación no dejará de ser válida por este hecho —el art. 36 LMV no rige para los valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial— aunque, si el Corredor realizase esta actividad de forma habitual, podría sufrir la correspondiente sanción administrativa, con arreglo a los artículos 99.q) y 102 de la LMV. Por lo demás, la posibilidad de enajenar valores con su exclusiva intervención se encuentra expresamente admitida en el artículo 1.482.2 LEC —redactado por el segundo párrafo de la disposición adicional 5.^a de la LMV— y no me parece que haya ningún motivo para dudar de la validez de un pacto por el que las partes acuerden recurrir —siguiendo el criterio enunciado por la propia ley para un supuesto análogo— a la intervención de estos fedatarios para la enajenación de los valores.

82. Por último, no siendo aplicable el artículo 322 CCo y no habiéndose especificado en la póliza o escritura ningún procedimiento de ejecución de la garantía, parece que no cabrá otra posibilidad que recurrir al previsto en el artículo 1.872 CC (aparte, naturalmente, de la facultad de acudir al ejercicio judicial de las acciones que corresponden al acreedor). Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial será necesaria, según recordamos más atrás, la participación

en la operación de un miembro del correspondiente mercado, lo que, tratándose de valores anotados, sucederá en muchas ocasiones por el mismo juego del sistema registral.

Alberto DÍAZ MORENO

Departamento de Derecho Mercantil.
Universidad de Sevilla