

apelación. Es claro, pues, que la sentencia de la Audiencia, al admitirlo, como fundamento del fallo, incurrió en *incongruencia*, aparte de que la falta de legitimación no es aspecto que pueda ser apreciado de oficio. De ahí que procediera su casación.⁴⁵

De haberse debatido en el momento procesal oportuno el problema enunciado, es posible que el Tribunal Supremo no hubiese casado la sentencia recurrida. Por estimar, conforme a su línea de pensamiento, que los herederos abintestato o voluntarios del cotitular de una cuenta no pueden impugnar una donación del mismo, aunque se califique de *mortis causa* y, en cuanto tal, nula por imperativo del repetido artículo 620 del Código Civil. Casación que, por el contrario, sí procedería conforme a la tesis crítica de ese relativismo jurisprudencial, ya que, por razones de principio, el ejercicio de una acción como la de nulidad absoluta debe estar abierto a cualquier interesado.⁴⁶

⁴⁵ La postura de la sentencia de la Audiencia es para mí, a la vista de las circunstancias del caso, perfectamente comprensible. Hechos probados: Dos libretas con los pequeños ahorros de una anciana sirvienta doméstica, analfabeta y que, por ello mismo, se habían abierto a nombre de ella y de la señora en cuya casa había prestado sus servicios durante muchos años. Soltera, apenas había mantenido relaciones con sus hermanos. Internada por penosa enfermedad el último año de su vida, fue atendida por una sobrina suya y por una hija de dicha señora. Los hermanos sólo hicieron acto de presencia el día del fallecimiento. Tres días antes la Sra. cotitular extrajo todos los fondos de las cuentas y los entregó a la sobrina; según ella, cumpliendo órdenes de la difunta. Según los hermanos, por decisión personal. No quedó totalmente claro en la prueba la existencia de donación, aunque las sentencias del Juzgado y la Audiencia la admiten. Los hermanos demandan la devolución de tales cantidades. La Sentencia de 1.^a Instancia estima la demanda. Pero la Audiencia revoca acogiéndose a ese argumento hecho valer por la parte demandada y recurrente en el acto de la vista. Es pensable que por parecer poco ética la actitud de los hermanos. De ahí que aduzca también el carácter remuneratorio de la donación. Lo que ocurrió, aparte de que el problema de la falta de legitimación no se había planteado en el proceso, fue esa falta de claridad en la prueba acerca de si la entrega de los fondos respondió a una decisión de la fallecida o a una personal de la otra titular. La falta de una prueba convincente del «animus donandi» es lo que motiva también la casación por el Tribunal Supremo.

⁴⁶ Sobre la legitimación para la acción de simulación en general v., por todos, entre nosotros, el trabajo de VERDERA, E., «Algunos aspectos de la simulación», en *ADC*, III (1949), pp. 22-54, en part. p. 50. Y, en particular, para la declaración de nulidad de la donación disimulada, DE CASTRO, *El negocio jurídico*, cit., pp. 353 ss.

PROBLEMAS EN MATERIA DE DOCUMENTACIÓN Y TRANSMISIÓN DE ACCIONES¹

FRANCISCO JOSÉ ALONSO ESPINOSA
Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Murcia

SUMARIO: I. Aspectos preliminares. A) Aproximación general. B) Caracterización legal de la acción como valor mobiliario. C) Causalidad de la acción.— II. Diversidad de regímenes en materia de documentación y transmisión de las acciones.— III. Algunos aspectos del régimen de la documentación y transmisión de las acciones antes de su adaptación a la modalidad de representación *ex statuto*. A) En la fase anterior a la efectiva constitución de la sociedad anónima. B) En la fase comprendida entre la constitución de la SA y la emisión de las acciones según su sistema de representación *ex statuto*. 1. Notas generales. 2. Transmisión de acciones interinamente no representadas. 3. Resguardos provisionales. 4. Extractos de inscripción. 5. *Excursus*. Certificados de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta.— IV. Algunas cuestiones sobre el régimen de documentación y transmisión de las acciones según su modalidad de representación definitiva. A) Presupuestos para la elección del sistema de representación. B) El derecho de los accionistas a la efectiva representación de sus acciones mediante valores mobiliarios. 1. Caracterización y fundamento. 2. Títulos múltiples. C) Algunas consideraciones introductorias al régimen de las acciones/títulos. 1. Régimen formal de los títulos. 2. Circulación de las acciones nominativas (consideraciones preliminares).

I ASPECTOS PRELIMINARES

A) APROXIMACIÓN GENERAL

El presente trabajo tiene por objeto realizar algunas consideraciones preliminares en torno al régimen de la «Documentación y transmisión de las acciones» contenido en la sección segunda del Capítulo IV de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA). Desde un punto de vista más técnico, e invocando el tradicional sistema aplicado al estudio de las acciones, se trataría de examinar algunos aspectos introductorios al temario de cuestiones planteado por la *acción como título*; si bien es evidente que esta nomenclatura debe ser sustituida por la, más precisa y de ella superadora, de acción como *valor mobiliario*. Ello no solamente por hacer uso de la terminología acuñada por el art. 51 *in fine* LSA, sino porque la tradicional expresión «acción como título» quedó desfasada ya con la Ley 24/

¹ Trabajo que constituye una versión revisada del incluido en los estudios en homenaje al profesor D. Mariano Hurtado Bautista. Realizado con ayuda de la DGICYT (proyecto PS90-0081).

1988, del Mercado de Valores (LMV), puesto que, desde su entrada en vigor, las acciones —y los valores mobiliarios en general— dejaron de poder adaptarse a un solo medio de representación —los tradicionales títulos—, al ser igualmente posible, y en algunos casos obligatoria, su representación a través de «anotaciones en cuenta» o formas de documentación electrónica, socialmente imperceptibles, consecuencia de la irrupción de la informática en el Derecho.²

La materia relativa a la documentación y transmisión de las acciones es uno de los ámbitos del régimen de éstas que en mayor medida ha experimentado una ampliación del número y extensión de los preceptos a él dedicados en relación con la LSA de 1951. Mientras esta última le destinaba un total de seis artículos (arts. 14, 34, 35, 43, 46 y 100 LSA de 1951), la vigente ley amplía este número hasta quince, algunos de los cuales tienen una considerable extensión. La nueva LSA trata también de sistematizar los correspondientes preceptos con mejor criterio que la derogada LSA de 1951. Así, se enmarcan ahora en esta sección materias como la prohibición de transmitir las acciones antes de la culminación del proceso constitutivo de la sociedad o de la ejecución del correspondiente aumento del capital (art. 62 LSA) —el primero de estos aspectos aparecía en la LSA de 1951 dentro del régimen de la constitución— y se incluye asimismo, al tiempo que se perfecciona, el régimen del fraccionamiento, reagrupación y sustitución de las acciones (arts. 59 y 61 LSA, el primero bajo el título de «sustitución de títulos» y el segundo con el de «modificación de las anotaciones en cuenta»), aspectos que en la anterior ley aparecían en sede de reducción del capital social (art. 100 LSA 1951).

Cabe señalar también, en esta primera aproximación, que las novedades introducidas en esta materia no son consecuencia de la necesaria armonización de nuestro Derecho al Derecho europeo de sociedades anónimas —no existe, por el momento, directiva alguna que trate el tema—, sino que estamos ante algunas de las tantas «reformas parciales» operadas por virtud de la Ley 19/1989, de 25 de julio.³

Sin embargo, y, con todo, a pesar de la señalada superación técnica de la nueva LSA en la materia respecto de la LSA de 1951, el nuevo régimen de la acción como valor mobiliario aparece insuficientemente decantado, quizás, in-

² En terminología de STALLONE, F., «La forma dell'atto giuridico elettronico», *Contratto e impresa*, n.º 2/1990, pp. 756 ss. y autores allí citados.

³ Vid. VELASCO SAN PEDRO, L. A., «La documentación de la posición de socio», en ALONSO UREBA, A./DUQUE DOMÍNGUEZ, J. F./ESTEBAN VELASCO, G./GARCÍA VILLAVERDE, R./SÁNCHEZ CALERO, F., *Derecho de sociedades anónimas I*, La Fundación, Madrid 1991, p. 310; con carácter general, MENÉNDEZ, A., «El anteproyecto de ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la CEE en materia de sociedades», en ROJO, A., (dir.): *La reforma de la ley de sociedades anónimas*, Madrid 1987, pp. 13 ss.; sobre ciertos aspectos del iter legislativo en la materia relativa a la documentación y transmisión de las acciones, BELTRÁN, E., «Hacia un nuevo Derecho de sociedades anónimas», *RDBB*, 1988, pp. 350-351.

cluso, apresurado, de modo que algunas cuestiones, como seguidamente se verá, plantean al intérprete dudas que, en algunos casos, pueden tener cierta entidad.

B) CARACTERIZACIÓN LEGAL DE LA ACCIÓN COMO VALOR MOBILIARIO

Según se deriva del art. 51 LSA, las acciones «tendrán la consideración de valores mobiliarios» independientemente de la modalidad de representación —títulos o anotaciones en cuenta— a la que se acojan. ¿Qué ha querido decir la LSA con esto? Está claro que con esta caracterización legal de la acción como valor mobiliario, la LSA no ha pretendido terciar en la cuestión, pendiente por el momento en nuestro Derecho, de la concreción legal del concepto de los valores negociables o mobiliarios.⁴ Mas ello no significa que tal caracterización de las

⁴ Desde el plano doctrinal *vid.* DE EIZAGUIRRE, J. M., «Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores», *RDM*, 1982, pp. 78 y ss.; BERCOVITZ, A., «El Derecho del mercado de capitales», *RDBB*, 1988, pp. 85 y ss.; ALONSO ESPINOSA, F. J., *Asociación y derechos de los obligacionistas*, Barcelona 1988, pp. 56 y ss.; DÍAZ MORENO, A., «La prenda de anotaciones en cuenta», *RCDL*, 1991, pp. 360-363; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *El fortalecimiento de los recursos propios*, Madrid 1992, pp. 91 y ss.

En prensa este trabajo se publica el RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Según su art. 2.1:

A los efectos del presente Real Decreto tendrán la consideración de valores negociables:

- a) Las acciones de Sociedades anónimas y las cuotas participativas de Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como de cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, «warrants» u otros análogos, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.
- b) Las obligaciones y valores análogos representativos de parte de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o implícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquéllos.
- c) Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.
- d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- e) Las participaciones en fondos de inversión de cualquier naturaleza.
- f) Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.

No se considerarán valores negociables:

- a) Las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada.
- b) Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples.
- c) Las aportaciones al capital de las sociedades cooperativas de cualquier clase.
- d) Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.
- e) Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

acciones se halle desprovista de contenido normativo. La LSA ha querido dejar claro que las acciones, como instrumentos jurídicos de representación de posiciones de socio en sociedades anónimas o comanditarias por acciones, son, *apriorísticamente*, valores mobiliarios y que, en consecuencia, les serán aplicables las normas de la LMV y demás que la desarrollan, en lo referente a su emisión mediante oferta pública de suscripción (mercado primario) y en cuanto sean objeto de negociación en mercados oficiales de valores (mercado secundario) (cfr. art. 2.º LMV).⁵

C) CAUSALIDAD DE LA ACCIÓN

El estudio de la acción como valor mobiliario no puede ser afrontado sin una previa aproximación al significado jurídico de la incorporación de la posición del socio de una SA a valores mobiliarios. Dicho significado es susceptible de ser comprendido desde la perspectiva de la predicada *causalidad* de las acciones.

La causalidad de las acciones ha sido estudiada partiendo de la tradicional modalidad de representación de éstas: los títulos. Ello no obstante, las consideraciones relativas a la causalidad de las acciones son plenamente extensibles a las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Es decir, la causalidad de las acciones se encuentra en un plano superior a su modalidad de representación, de modo que las consecuencias de aquélla son predicables indierentemente del sistema estatutario de exteriorización de la acción. Ello, por otro lado, está implícitamente reconocido por el Derecho positivo. Así, el art. 9.º pf. 4.º LMV (transcrito en el art. 12.4 RD 116/1992, de 14 de febrero) establece que «la entidad emisora [de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta] sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura prevista en el artículo 6 y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos». El párrafo en cursiva supone la admisión implícita de que la modalidad de representación de los valores mobiliarios no obsta su natural carácter causal o abstracto, según su clase. Por tanto, en lo referente a las acciones, éstas serán igualmente valores causales con independencia de su modalidad

⁵ Vid. las consideraciones de SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «A modo de prontuario sobre una reforma polémica: la Ley 24/1988, del Mercado de Valores», *RDM*, 1989, pp. 268-270; DE EIZAGUIRRE, J. M., «El régimen de las acciones: documentación y transmisión», en *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima* (Centro de Estudios Judiciales), Madrid 1991, p. 74, observa, con razón, el desacierto del legislador al emplear una diferente terminología -valores negociables por la LMV (art. 5.º), y valor mobiliario por la LSA (art. 51)- para designar la misma institución, lo cual, a la postre, no hace sino suscitar dudas y discusiones.

de representación y, por ello, conectados a la LSA, los estatutos sociales y los acuerdos de los órganos sociales. No obstante, cabe observar que en el caso de las anotaciones en cuenta se interpone un nuevo elemento, la *escritura de emisión* (arts. 6.º LMV y 6.º RD 116/1992) que, al no ser el mismo elemento documental originario de la emisión de las acciones -estas derivan de la constitución de la SA según los estatutos sociales o, en su caso, de un posterior aumento del capital (cfr. art. 9.º pf. 4.º LMV)-, debe ser especialmente controlada su efectiva coincidencia con las menciones estatutarias relativas a las acciones,⁶ ya que ello tiene una importancia capital en función de la oponibilidad de excepciones, puesto que los arts. 9.º pf. 4.º LMV y 12.4 RD 116/1992 se remiten a la escritura de emisión -y no a los estatutos sociales inscritos en el RM, como quizá debiera haberse hecho en el caso de las acciones/anotaciones en cuenta- como instrumento base del contenido contractual.⁷ Con todo, entendemos que el contenido de los estatutos debe prevalecer, en caso de discordancia, sobre el contenido de la escritura de emisión, si se mantiene, como parece lo propio, que se trata de dos documentos distintos. Quizá por ello, la entidad encargada de la llevanza del registro contable de acciones/anotaciones en cuenta debería solicitar, junto con la escritura de emisión de las acciones *ex art. 6.º LMV*, una certificación registral sobre el contenido de los estatutos sociales de la sociedad anónima en cuestión, a fin de controlar su efectiva coincidencia en los aspectos relativos a las acciones/anotaciones en cuenta que se emiten.

Es sabido que en la perspectiva de su representación mediante títulos, las acciones constituyen un supuesto de título-valor. Incorporan la posición jurídica de su titular como socio en una sociedad anónima o comanditaria por acciones, del mismo modo que una letra o un pagaré incorporan derechos de crédito al cobro de una suma determinada de dinero para cuyo ejercicio es necesaria la posesión del documento o suponen aquel documento en el que el derecho derivado del título sigue al derecho sobre el título.⁸ Sin embargo, las acciones se ca-

⁶ El art. 6.º 1 RD 116/1992 establece que la escritura pública será, en su caso, la de emisión. Ello, sin embargo, no parece extensible a las acciones, sino sólo a las obligaciones (cfr. art. 285 LSA), pues las acciones derivan del conjunto del acto constitutivo de la SA, o de un posterior aumento del capital, de modo que sus características son una de las menciones estatutarias (arts. 9.º g LSA y 122 RRM), y, so pena de admitir la totalidad de la escritura y estatutos sociales como escritura de emisión *ex art. 6.º LMV*, lo cual no parece lo propio, será precisa una escritura pública especial de emisión de las acciones/anotaciones en cuenta. Sin embargo, parece que, al amparo del art. 6.º 2 RD 116/1992, sí podría hacer las veces de escritura de emisión de las acciones/anotaciones en cuenta la escritura pública de ejecución por los administradores de aumentos ya acordados y programados si se dan las condiciones del art. 6.º 2 RD 116/1992.

⁷ En tal sentido cabe destacar que el art. 6.º 3 RD 116/1992 dispone expresamente que «el contenido de los valores representados por medio de anotaciones vendrá determinado por la escritura y, en su caso, certificación previstas en los números anteriores».

⁸ Cfr. con la definición del título-valor de BRUNNER, en HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, versión en castellano de la 12.ª ed., Munich 1986, por ALFARO, J.,

racterizan frente los títulos cambiarios por incorporar, no simplemente el derecho al cobro de una suma de dinero según las circunstancias derivadas del título, sino una compleja posición jurídica de participación como socio en una sociedad anónima o comanditaria por acciones: el así llamado *status* de socio.⁹ De este modo, mientras los títulos cambiarios agotan su vida con un solo acto (el pago), las acciones, en cambio, incorporan una posición contractual que implica una variedad de derechos (voto, dividendo, información, suscripción preferente, etc.) susceptibles de repetidos ejercicios.¹⁰ Por ello, a las acciones se las ha calificado en alguna ocasión, no sin razón, como «títulos de contrato» en contraposición a los títulos de crédito.¹¹

La calificación de las acciones como (títulos) valores *causales* es una cuestión pacífica. Dicha *causalidad* es extensible a las acciones/anotaciones en cuenta. La *causalidad* expresa, sobre todo, la idea de que en las acciones no se verifica la *abstracción* material propia de los títulos cambiarios o efectos de comercio en el ámbito de las relaciones *inter tertios*; de esta forma, en su aspecto circulatorio, el adquirente no recibe un derecho o conjunto de derechos según el contenido literal del título;¹² o, desde otro ángulo, la abstracción pretende alu-

Barcelona 1988, p. 1; sobre las acciones como títulos-valor *vid.*, claramente, SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht*, 2.^a ed., Colonia-Berlín-Bonn-Munich 1991, p. 652; sobre la extensión de los atributos propios de los títulos-valor al sistema de representación mediante anotaciones en cuenta, *vid.* DE EIZAGUIRRE, J. M., «Bases», *cit.*, p. 85 ss. y HUECK, A./CANARIS, C. W., *ob. cit.*, p. 23-25.

⁹ *Vid.* GASPERONI, N., *Las acciones de las sociedades mercantiles* (versión en castellano de OSSET, F. Javier), Madrid 1950, p. 31-44; J. GIRÓN, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid 1952, pp. 210 ss.; sobre la construcción dogmática de la posición de socio como derecho subjetivo, como «status» y como relación jurídica, *vid.* GIRÓN, J., *Derecho de sociedades*, tomo I, Madrid 1976, pp. 283 ss.; SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht*, *cit.*, pp. 403 ss.

¹⁰ *Vid.* GALGANO, F., *Diritto civile e commerciale*, vol. III, tomo 2.^o, Milán 1990, p. 14.

¹¹ SANTINI, G., *Società a responsabilità limitata*, 3.^a ed., Bolonia-Roma 1984, p. 18, nota 7; FERRI, G., *Le società*, vol. X, tomo 3.^o del *Trattato di diritto civile* fundado por VASALLI, F., 3.^a ed., Turín 1985, pp. 484-486; en la misma línea se observa así que un título valor sólo es apto unos derechos por naturaleza estáticos o según quedaron configurados en el momento de la emisión. Sin embargo, el conjunto de derechos que componen la posición de socio en una SA se caracteriza por su dinamicidad de modo que el mismo no puede ser fácilmente encajado en un documento. Por ello, es posible que determinados derechos -como el derecho al dividendo- se documenten en títulos-valor separados (cupones) que incorporan el derecho al pago de sumas de dinero, indeterminadas en principio, pero determinables por acuerdo de la junta general de accionistas, *vid.* MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, Berna 1985, pp. 112-113; similares ideas en HENN, G., *Handbuch des Aktienrechts*, Frankfurt 1978, p. 32, para quien los accionistas, en contraposición a los titulares de títulos cambiarios, no son propietarios jurídicos sino, a lo sumo, propietarios económicos del patrimonio social.

¹² No existe absoluta concordancia ante el entendimiento del significado de la causalidad y abstracción en materia de títulos-valor, *vid.* HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, *cit.*, pp. 35-36. MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, *cit.*, pp. 109-110, concluyen que no es posible afirmar la existencia de una abstracción material en el Derecho suizo, conclusión plenamente trasladable a nuestro sistema. Para estos autores, la abstracción viene a resumirse en una especie de inversión del *onus probandi* ante determinadas

dir a la inoponibilidad (o exclusión) al adquirente de buena fe de aquellas excepciones derivadas de la relación subyacente, fundamental o causal a la emisión del título, relación ésta que, respecto de las acciones, estaría perfilada según la LSA, el contrato de sociedad (art. 8.^o LSA), los estatutos sociales -como norma

relaciones jurídicas (aceptación, reconocimiento de deuda). El término «abstracción» proviene del sistema alemán, en el cual se emplea también con diferentes significados: a) cuando no juega la apariencia jurídica para la exclusión de excepciones ante la transmisión de los títulos; b) cuando la relación material o subyacente es reconocida en el propio título, de modo que ante el obligado por el mismo es eficaz la relación fundamental que dio lugar a su emisión, pero no se reconoce que un nuevo derecho de la relación fundamental surja a través de este reconocimiento, es decir, no se reconoce lo que sería una abstracción material.

A similares conclusiones llega PELLIZZI, G. L. (*Principi di diritto cartolare*, Bolonia 1967, pp. 32-33) para quien el significado de la abstracción puede aglutinarse en torno a dos puntos: a) el relativo a aquellos títulos cuya relación fundamental o causal aflora en el ámbito cartular o documental, es decir, aquellos títulos de cuyo tenor típico se deduce la causa de la atribución que ofrecen o prometen; b) aquellos títulos ante los que el deudor no puede oponer al tercer tenedor excepciones derivadas de la relación jurídica que fundamenta la emisión o transmisión del título (*vid.*, en nuestra doctrina, PAZ ARES, C., «Naturaleza jurídica de la letra de cambio», en MENÉNDEZ, A., (dir.), *Derecho cambiario. Estudios sobre la Ley cambiaria y del cheque*, Madrid 1986, pp. 186 ss.).

Según GASPERONI, N., «Azioni di società», en *Azioni di società e altre problematiche societarie e di diritto privato*, Padua 1982, p. 8, esta especialidad de las acciones se explica porque cuando las mismas circulan no son adquiridas por el nuevo accionista derivativamente de aquellos que le han precedido, sino a título originario y porque el principio de protección del adquirente de buena fe cede ante los principios propios del Derecho de sociedades (p. 9). O, según PELLIZZI, G. L., *Principi di diritto cartolare*, *cit.*, pp. 36-37, porque las exigencias del Derecho de sociedades se contraponen a las externas relativas a la seguridad de la circulación de las acciones, surgiendo un conflicto que el ordenamiento resuelve sacrificando la segunda; en función de la tutela de la integridad del capital social, queda derogado el principio de literalidad (parece que entendido en su aspecto de abstracción *inter tertios*), de modo que la abstracción decae ante casos como la responsabilidad del adquirente ante la sociedad por el pago de los dividendos pasivos, o la ineficacia del título duplicado y adquirido por un tenedor de buena fe. Por su parte, HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, *cit.*, pp. 291-292, explican el carácter causal de las acciones desde el punto de vista de las excepciones al régimen de exclusión de excepciones por el tercero. Según tales autores, la acción está «vinculada a un tipo negocial» (causalidad en el primer sentido) y que, por lo tanto, el título no documenta todo el contenido del derecho que incorpora, al quedar éste también configurado por los estatutos y las decisiones de los órganos sociales. En tal medida el documento no crea ninguna apariencia jurídica -la base de la abstracción de los títulos cambiarios-, de forma que la exclusión de excepciones no es aplicable.

Por su parte, FERRI, G., *Le società*, *cit.*, p. 486, observa que los principios de autonomía y abstracción no son válidos en base al Derecho de sociedades, cuyo sentido es proteger las posiciones de socios y terceros. Tales normas societarias no pueden devenir inaplicables a través de la incorporación de la posición de socio a un documento circulante.

En suma, parece posible afirmar que las acciones son valores causales en ambos sentidos del término «causal». En efecto, por lo que se refiere al primero de los significados, la denominación del valor -acción- constituye una especie de *nomen iuris*. Expresa sin lugar a dudas que su relación causal está constituida por un contrato de sociedad en el que se acoge la forma de sociedad anónima o de sociedad comanditaria por acciones. En lo que respecta a la segunda acepción, tenemos que las excepciones derivadas del contrato de sociedad, estatutos o acuerdos de los órganos sociales son oponibles o no excluibles ni por el suscriptor o primer titular, por

dirigida a ordenar las relaciones de la sociedad como institución u organización— (art. 9.º LSA), y los acuerdos de la junta general de accionistas¹³ (cfr. art. 93.2 LSA).

En la perspectiva relativa a la literalidad del título, las acciones no documentan la totalidad del contenido de los derechos que incorporan. Ello es igualmente predicable de las acciones/anotaciones en cuenta, puesto que la escritura de emisión *ex art. 6.º RD 116/1992* no parece que deba contener la totalidad de la escritura y estatutos sociales según el contenido de los arts. 8.º y 9.º LSA. Se puede decir, por ello, que las acciones son valores mobiliarios de literalidad incompleta o *per relationem*;¹⁴ esto es, la literalidad se extiende más allá de lo que en ellos consta escrito, al comprender también aquello que resulta reclamado por el propio valor mobiliario, ya sea título o anotación en cuenta: esto es, los estatutos inscritos en el RM y los acuerdos de los órganos sociales.¹⁵ Por tanto, la

supuesto, ni tampoco por su tercer tenedor, pues no se trata tanto de un tercero desde el punto de vista cartular sino más bien de un socio en una particular configuración jurídica -la sociedad anónima- de la sociedad en la que se participa. En otras palabras, las acciones son valores causales porque, dada la naturaleza de la relación jurídica que representan -el contrato de sociedad «anónimas»-, no caben en el titular posiciones de tercero respecto de tal relación básica como puede suceder en el caso de los efectos de comercio o títulos cambiarios.

¹³ *Vid.*, claramente, MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, cit., p. 111; también HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 291; GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., p. 211; FRE, G., *Società per azioni*, 5.ª ed. (revisada por PELLICANO, A.), Bolonia-Roma 1982, pp. 170-174.

¹⁴ Salvedad hecha de que la literalidad como expediente para explicar el carácter causal de la acción (*vid.*, entre otros, GASPERONI, N., *Las acciones*, cit., pp. 152-154, quien apunta la necesidad de distinguir entre literalidad e integridad; GALGANO, F., *Diritto civile e commerciale*, cit., p. 14; FRE, G., *Società per azioni*, cit., p. 171; DI SABATO, F., *Manuale delle società*, 2.ª ed., Turín 1989 (ristampa), p. 299) es un criterio inadecuado a tal fin. Como se ha puesto de relieve (PELLIZZI, G. L., *Principi di diritto cartolare*, cit., p. 34-35, y, en nuestra doctrina, PAZ ARES, C., «Naturaleza jurídica de la letra de cambio», cit., pp. 175 y 281, esta última página en «Las excepciones cambiarias» dentro de la misma obra colectiva), el principio de literalidad es asimilable a la abstracción (*inter tertios*) propia de las obligaciones cambiarias; la literalidad juega desde la perspectiva del deudor del título, el cual puede oponerse a pretensiones del acreedor que no deriven del tenor literal del documento. En cambio, dicho principio así formulado, trasladado al terreno de las acciones, pierde su sentido, ya que el contenido de la posición de socio deriva del contrato y queda perfilado por los estatutos de modo que tanto el titular como la sociedad quedan obligados o, en su caso, investidos de derechos, según el contenido del contrato, los estatutos o los acuerdos de los órganos sociales, con independencia del contenido literal de las acciones, PELLIZZI, G. L., *Principi di diritto cartolare*, cit., pp. 28 ss., 37-38). Del mismo modo, el principio de la apariencia tampoco actúa en relación con las acciones. El titular de las acciones no puede exigir de la sociedad aquellas pretensiones que, aun constanding en la acción, título o anotación en cuenta, no tengan causa en el contrato, los estatutos, o un acuerdo de los órganos sociales dentro de su competencia; téngase en cuenta, desde otro punto de vista, que también la publicidad material derivada del RM impide el surgimiento de situaciones de apariencia en esta materia (argumento *ex art. 21 C.de Com.* y art. 7.1 LSA, *vid.* FRE, G., *Società per azioni*, cit., p. 172).

¹⁵ DI SABATO, F., *Manuale delle società*, cit., p. 299, con cita de MARTORANO.

relación causal de la que derivan las acciones no resultará *externa o ajena* a su adquirente; las acciones no quedan desvinculadas del contrato de sociedad y los estatutos sociales —así como tampoco de las eventuales modificaciones que puedan experimentar estos últimos (es importante en tal sentido el régimen de la sustitución de títulos según el art. 59 LSA o el de la modificación de las anotaciones en cuenta según art. 61 LSA)— ni ante el primer adquirente o suscriptor ni tampoco ante los eventuales sucesivos titulares. En tal sentido, las acciones no generan apariencia jurídica alguna. Su «deudor» (la sociedad) cumplirá bien las obligaciones derivadas del título según determinen los estatutos sociales y los órganos sociales en el marco de sus competencias.

Desde el punto de vista del derecho incorporado, las acciones se caracterizan por conferir un deficiente grado de protección a sus adquirentes en comparación con el derivado de los efectos de comercio o títulos cambiarios.¹⁶ El adquirente de acciones no cuenta con ninguna protección cartular ante los siguientes aspectos: a) vicios en la emisión (*Begebungvertrag*) de las acciones (ej: emisión antes de la inscripción de la sociedad o del aumento del capital en el RM; faltas de concordancia entre la literalidad del título y los estatutos o, en su caso, la escritura de emisión de las anotaciones en cuenta *ex arts. 6.º LMV y RD 116/1992*); b) ante la determinación de los derechos ordinarios del accionista (acuerdos de la junta, modificaciones de estatutos, reglamentos internos), el titular no puede oponer la literalidad de los títulos o las magnitudes de las anotaciones en cuenta todavía no adaptadas según el procedimiento de los arts. 61 LSA y 9.º RD 116/1992; c) ante la obligación de desembolsar los dividendos pasivos pendientes, los cuales pueden ser exigidos por la sociedad a cualquier titular de la acción en los términos de los arts. 44.2 y 46 LSA, incluso cuando tal circunstancia no constase en el título, siempre que éste hubiere sido emitido, como es obligado, en forma nominativa,¹⁷ o tal circunstancia no constase en la anotación en cuenta.

¹⁶ MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, cit., pp. 116-118.

¹⁷ *Vid.* PELLIZZI, G. L., *Principi di diritto cartolare*, cit., pp. 37-38; BROSETA, M., *Manual de Derecho mercantil*, 9.ª ed., Madrid 1991, p. 243; DI SABATO, F., *Manuale delle società*, cit., p. 299; FRE, G., *Società per azioni*, cit., pág. 173.

Ello no obsta, sin embargo, la eficacia de la apariencia derivada de los títulos en favor del adquirente de buena fe ante determinadas situaciones de incumplimiento de la ley. Así, por ejemplo, la emisión de acciones al portador sin que se hallen completamente desembolsadas jugará en favor del tenedor y generará un supuesto de responsabilidad de los administradores ante la sociedad por llevar a cabo actos contrarios a la ley. Según HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 292, se trataría de una excepción excluible por el tenedor de la acción, dado que se trata de un supuesto ante el que cabe esperar que la excepción debe estar recogida en el título; ulteriores consideraciones en ASCARELLI, T., «Problemi in tema di titoli obbligazionari», en *Studi in tema de società*, Milán 1952, p. 95, para quien si del título/acción resulta literalmente la ausencia de dividendos pasivos, el titular de buena fe debe ser protegido; en igual sentido, FERRI, G., *Società*, cit., p. 494-495, para quien la emisión como liberadas de acciones no liberadas constituirá un supuesto de hecho de responsabilidad de los administradores pero no dará lugar a obligación alguna de pago de dividendos pasivos contra el adquirente de buena fe, el cual debe ser protegido por la apariencia generada.

De este modo, parece que el único aspecto en el que el adquirente de acciones queda protegido cartularmente es el relativo a los posibles acuerdos extraestatutarios entre tenedores anteriores y la sociedad. Tales acuerdos son inoponibles por la sociedad al nuevo titular de modo que ésta no podrá obligar al mismo a su cumplimiento. Quebra, pues, respecto de las acciones, la abstracción o exclusión de excepciones personales e, incluso, documentales, que pudieran predicarse de las acciones. En otros términos, y relacionando la cuestión con el tema de las obligaciones cambiarias: a consecuencia de la emisión de acciones, no surgen contra su emisor —la sociedad— obligaciones «societarias», en sentido equivalente a las «cambiarias» o cartulares, distintas a las obligaciones derivadas del contrato de sociedad y de los estatutos y acuerdos de los órganos sociales. No nace una relación distinta entre el deudor cartular —la sociedad— y cualquier poseedor de la acción que pretenda ejercitar los derechos derivados de ella según su tenor literal. Esa relación estará siempre configurada por los mismos elementos: la surgida originariamente del contrato de sociedad y representada por la acción de forma literalmente incompleta, precaria —pueden cambiar los derechos si se modifican los estatutos— y cuantitativamente indeterminada en algunos casos [(dividendo, suscripción preferente, voto (piénsese en un caso de aumento de capital de modo que el socio no pueda mantener su participación en la sociedad por quedar total o parcialmente excluido el derecho de suscripción preferente), etc.)].¹⁸

Sucede, en definitiva, como se ha señalado, que las acciones incorporan una posición *refleja* cuyo contenido no queda determinado sobre la base del valor negociable-acción, sino sobre la base del ordenamiento propio de la organización de la que la posición incorporada por la acción constituye un reflejo; por ello, la disciplina propia de los títulos-valor es aplicable solamente entre aquellos límites en que puede ser aplicada, esto es, sólo respecto de aquellos derechos patrimoniales inherentes a las acciones, a las prestaciones debidas con base en la posición de socio.¹⁹

La acción, pues, tiende a configurarse como instrumento jurídico presupuesto de la relación jurídico-societaria en una sociedad anónima, esto es, a) como

O, de igual modo, la emisión de acciones por valor superior a la cifra del capital social, que generará, igualmente, un supuesto de responsabilidad de los administradores ante los anteriores socios. No obstante, la cuestión es discutida, *vid.* HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 292-293; GALGANO, F., *Diritto*, cit., p. 15 y nota 20.

¹⁸ Quizá vaya en esta dirección la idea que se pretende transmitir cuando se afirma que las acciones son títulos meramente declarativos y no constitutivos de los derechos de socio en una SA, ya que los derechos que la acción incorpora nacen con independencia del título y pueden existir sin que el título material exista, *vid.*, por ejemplo, GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, vol. I, 3.ª ed., revisada y puesta al día por MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M., Madrid 1976, p. 391.

¹⁹ FERRI, G., *Le società*, cit., p. 486.

medio de imputación a su titular de la condición de socio en dicha forma de sociedad, y b) como instrumento de legitimación mediata (títulos nominativos y anotaciones en cuenta) o inmediata (títulos al portador), para el ejercicio ante la sociedad de los derechos que le corresponden como tal.

Dicha legitimación para el ejercicio de los derechos de socio resulta mediatizada en el caso de que las acciones se hallen representadas mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta. La simple posesión de los títulos nominativos no es suficiente a tal efecto. En tal caso, la legitimación para el ejercicio de los derechos de socio no deriva directamente de la titularidad de las acciones, sino que se trata de un presupuesto para alcanzarla mediante la inscripción del adquirente en el libro-registro de socios o, en su caso, en el registro contable de anotaciones en cuenta.²⁰ De este modo la organización societaria interna absorbe el significado cartular de las acciones, devaluándolas a meros instrumentos simplificadores de la circulación de la posición de socio.²¹ Sólo desde el aspecto relativo a su *circulación* pueden predicarse con decisión de las acciones/títulos nominativos ciertos atributos propios de los títulos cambiarios. En efecto, los derechos derivados del contrato de sociedad (anónima) quedan intrínsecamente conectados a la titularidad de acciones. Sin dicha titularidad no es posible el ejercicio de derechos sociales y, del mismo modo, no es posible transmitir la cualidad de socio por otro medio distinto a la transmisión de las acciones, a las cuales les serán aplicables las normas de circulación de los títulos-valor, según su ley de circulación, o las relativas a la transmisión de las anotaciones en cuenta.²²

²⁰ Cfr. arts. 55.2, 104.1 LSA. En relación con las acciones/anotaciones en cuenta, la cuestión alcanza límites más amplios en cuanto que el art. 25 RD 116/1992 dispone que los derechos económicos de los accionistas deben ser ejercitados a través de las entidades encargadas de los registros contables, o con su asistencia.

²¹ Así, por ejemplo, COZIAN, M./VIANDIER, A., *Droit des sociétés*, 3.ª ed., París 1990, p. 273 ss., no estudian las acciones como valores mobiliarios, sino que tales aspectos los afrontan en la perspectiva del derecho del accionista a transmitir sus acciones, derecho que incluyen entre los derechos patrimoniales del accionista. Recuérdese que en el sistema francés las acciones son valores «desmaterializados».

²² Como observan GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, cit., p. 391, «la acción cumple sobre todo una función de carácter eminentemente dispositivo, permitiendo la fácil y rápida transmisión de los derechos que incorpora y legitimando al adquirente para el ejercicio de esos derechos. Los derechos que la acción transmite nacen con independencia del título que las incorpora; pueden existir, y el supuesto es frecuente, sin que el título material exista. Pero éste no tiene función constitutiva. Mas una vez que el título se crea, los derechos del socio se incorporan a él de modo inseparable y juntos corren las mismas vicisitudes»; en similar sentido, DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 75.

II DIVERSIDAD DE RÉGIMENES EN MATERIA DE DOCUMENTACIÓN Y TRANSMISIÓN DE LAS ACCIONES

De los arts. 51 ss. LSA se desprende un tratamiento diferenciado del régimen de la documentación de la posición de accionista, por un lado, y del régimen de transmisión de tal posición, por otro, en atención, sobre todo, a dos circunstancias: a) la fase por la que atraviese el proceso constitutivo de la sociedad anónima, y b) la adopción definitiva del régimen de representación de las acciones (títulos o anotaciones en cuenta) establecido en los estatutos.

Según ambos presupuestos, es posible distinguir hasta tres fases en cada una de las cuales el régimen de la representación/documentación y de la transmisión de las acciones es sensiblemente distinto. Tales mencionadas fases serían las siguientes: 1.^a) la comprendida entre el nacimiento de la sociedad mediante el otorgamiento del contrato respectivo entre sus socios fundadores –habiendo elegido éstos el tipo «sociedad anónima» (o comanditaria por acciones)– y el efectivo nacimiento de tal sociedad como anónima mediante la inscripción en el RM de su escritura y estatutos (art. 7.1 LSA), esto es, el período denominado de «sociedad en formación» (art. 15) o, incluso, de «sociedad irregular» (art. 16); 2.^a) la comprendida entre la culminación del proceso constitutivo de la SA y la adopción del sistema definitivo de representación de las acciones, esto es, la emisión de los títulos definitivos o, en su caso, la organización del «registro contable» (art. 7.^o LMV y 29 ss., 45 ss. RD 116/1992) de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta; 3.^a) la fase definitiva o según el sistema de representación de las acciones hecho constar en los estatutos.

El régimen jurídico de la documentación y transmisión de las acciones en las dos primeras fases puede considerarse, salvo algunas matizaciones, *común* a las dos posibles modalidades de representación. O, dicho en otros términos, la (futura) modalidad de representación de las acciones estatutariamente prevista es independiente de la aplicación de este régimen, ya que el mismo está, precisamente, en función de procurar unos medios de documentación provisionales y, asimismo, un modo de circulación de los derechos derivados de las futuras acciones mientras tanto no ha sido materializada su fórmula de representación definitiva en cumplimiento de la cláusula estatutaria oportuna (cfr. art. 9.^o g LSA). En la tercera fase o definitiva, el régimen de la documentación y transmisión de las acciones se adaptará a las normas específicamente aplicables según su respectivo sistema –títulos o anotaciones en cuenta– de representación.

III ALGUNOS ASPECTOS DEL RÉGIMEN DE LA DOCUMENTACIÓN Y TRANSMISIÓN DE ACCIONES ANTES DE SU ADAPTACIÓN A LA MODALIDAD DE REPRESENTACIÓN *EX STATUTO*

A) EN LA FASE ANTERIOR A LA EFECTIVA CONSTITUCIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

Antes de la inscripción de la escritura y los estatutos sociales en el RM del domicilio social existe una sociedad pero no se trata todavía de una «sociedad anónima». Así puede derivarse de lo dispuesto por los arts. 7.1 y 15-16 LSA. El primero declara que la sociedad sólo obtiene *su* personalidad jurídica a través de su inscripción en el RM, mientras que los segundos establecen un trato diferenciado para los supuestos de sociedad anónima en formación e irregular, respectivamente.²³

Por consiguiente, hasta tanto la SA no ha nacido como tal mediante la culminación de su proceso constitutivo con la inscripción en el RM de la escritura y los estatutos, no pueden existir acciones o los resguardos provisionales a ellas asimilados, en la perspectiva de su carácter de valores mobiliarios;²⁴ o, por decirlo de otro modo: los socios no pueden ejercitar los derechos derivados de la acción como valor negociable, aprovechando la simplicidad de los requisitos pre-

²³ MENÉNDEZ, A., «Sociedad anónima e inscripción en el Registro Mercantil», *AAMN*, Tomo XXX, vol. 1.^o, 1991, pp. 15, 17; sobre ambas figuras *vid.*, respectivamente, ALONSO UREBA, A., «La sociedad en formación» y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., «La sociedad anónima irregular», ambos trabajos en *Derecho de sociedades anónimas*, I, La Fundación, cit., pp. 519 ss. y 613 ss.; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. J., «La sociedad anónima en formación y la sociedad irregular», en *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid 1991, pp. 667 ss.

²⁴ *Vid.* GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., p. 171-172; GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, cit., p. 275; no obstante, *vid.* BROSETA, M./VICENT, F., *La prohibida transmisión de acciones antes de la inscripción de la sociedad anónima en el Registro Mercantil*, Valencia 1975, pp. 48 ss., quienes piensan que es posible la transmisión de las acciones como venta de cosa futura o bajo condición legal de que la sociedad llegue a constituirse y de que se respeten las normas legales y estatutarias; no obstante, el TS ha sido estricto en el mantenimiento de la nulidad de los contratos de transmisión de acciones en tales casos, *vid.* GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (comentarios y jurisprudencia)*, Granada 1991, p. 320.

Por su parte, el art. 2.331 C. *Civile* in fine establece que «la emisión y la venta de las acciones antes de la inscripción de la sociedad son nulas». El art. 41.4 *Aktiengesetz* dispone, por su parte, la prohibición de transmitir derechos de participación y de emitir acciones o resguardos provisionales, así como la nulidad de acciones o resguardos provisionales emitidos con anterioridad a la constitución de la sociedad. El Código suizo de las Obligaciones dispone también la nulidad de las acciones emitidas antes de la inscripción de la sociedad (art. 644) o del aumento del capital (art. 653), declarando como responsables de los daños causados a los autores de la emisión (art. 644.2).

cisos para la transmisión de la totalidad o parte de su cuota, en tanto no se cumplan los requisitos para que la sociedad creada sea reconocida por el ordenamiento como sociedad anónima, ya que la representación de las partes alícuotas de su capital social mediante valores negociables constituye una de las notas que tipológicamente caracterizan a la SA (y a la sociedad comanditaria por acciones) frente al resto de las formas de sociedades mercantiles. Por tanto, hasta que a la sociedad surgida del contrato no le es reconocido el carácter de SA, no es posible desde un punto de vista dogmático permitir el ejercicio de los derechos de socio, así como su transmisión, según las normas propias de las acciones como valores mobiliarios ya que es posible que el proceso constitutivo no quede culminado. Por otro lado, si los socios suscriptores no han entregado totalmente las aportaciones comprometidas, la transmisión de las acciones antes de la inscripción de la sociedad o del aumento podría servir para esquivar las garantías legales de la sociedad ante el pago de los dividendos pasivos. Este parece ser el significado del art. 62 LSA,²⁵ precepto que supera al art. 14 LSA 1951 en cuanto que éste sólo prohibía la transmisión de las acciones, mas no su entrega, lo cual había suscitado al respecto dudas en la doctrina.²⁶ A tales preceptos hay que añadir los arts. 36 y 49 RD 116/1992 relativos a la formación o «primera inscripción» de valores representados mediante anotaciones en cuenta. De ambos preceptos parece derivarse, aunque ello no se dice expresamente, que la organización del registro contable requiere la regular constitución de la entidad emisora. En cualquier caso, la entidad gestora del registro contable no deberá proceder a la realización de las «primeras inscripciones» si no le consta la regular constitución de la entidad emisora de las acciones. Ello se deriva del propio art. 62 LSA, pues la «entrega» de las acciones a la que dicho precepto se refiere en sentido cartular, equivale, en el aspecto de la documentación electrónica, a la organización del registro contable de las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta.

Si, no obstante, las acciones son emitidas y llegan a circular, los adquirentes no son protegidos por la apariencia, pudiendo exigir, si procede, la responsabilidad a quienes corresponda de acuerdo con los supuestos de sociedad en formación o de sociedad irregular²⁷ —o a los administradores en caso de falta de perfección del aumento del capital—, así como a la entidad encargada del registro

²⁵ Vid. con carácter general, FRE, G., *Società per azioni*, cit., p. 101.

²⁶ GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., p. 171-172.

²⁷ Vid. KRAFT, A., en *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. I, 2.ª ed., Colonia-Berlín-Bonn-Munich 1986, p. 466; Cfr. MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, cit., p. 116-117; observa FRE, G., *Società per azioni*, cit., p. 104, la posibilidad de que subsista la voluntad traslativa de las acciones indebidamente vendidas antes de la inscripción denotada a través del pago del precio de las mismas una vez practicada la inscripción. Dado que el Derecho italiano sanciona con la nulidad esta conducta, se inclina por dejar a la valoración del juez la subsistencia del negocio en principio nulo.

contable por su negligencia en la comprobación de la regular constitución de la sociedad o de la perfección del respectivo aumento del capital, en su caso.

Entre tanto, los socios fundadores, en el caso de fundación simultánea, pueden recibir documentos probatorios ordinarios —no negociables— de su cualidad de tales y de la entidad cuantitativa de su participación. La entrega de tales documentos es obligatoria en los casos de fundación sucesiva (art. 24 LSA) y de aumento de capital mediante oferta pública de suscripción de las acciones (art. 160 LSA). Son los *boletines de suscripción*. Constituyen un elemento formal documental *ad probationem* del contrato de suscripción de acciones (capital suscrito y, en su caso, desembolsado)²⁸ —piénsese que, al contrario de lo que sucede en el procedimiento de fundación simultánea, en esta fase del procedimiento de fundación sucesiva no existe aún escritura de constitución en la que pueda quedar constancia fehaciente de la identidad de los suscriptores y de la entidad cuantitativa de las suscripciones— a cuya presentación suele quedar subordinada la legitimación para asistir a la junta constituyente y la entrega de las acciones/títulos o, en su caso, la entrega de los correspondientes resguardos provisionales.²⁹ Tales boletines no son ni pueden circular, por tanto, como títulos—valor.

B) EN LA FASE COMPRENDIDA ENTRE LA CONSTITUCIÓN DE LA S. A. Y LA EMISIÓN DE LAS ACCIONES SEGÚN SU SISTEMA DE REPRESENTACIÓN EX STATUTO

1. Notas generales

Con la inscripción de la escritura y los estatutos en el RM, la sociedad anónima adquiere su personalidad jurídica; es decir, lo que hasta entonces era una simple sociedad en formación se convierte en SA. Pero ello no significa que automáticamente con la inscripción surjan las acciones como valores mobiliarios propiamente dichos. Los títulos no han podido emitirse ni entregarse, ni tampoco el registro contable de anotaciones en cuenta ha podido ser organizado. Ello en virtud del art. 62 LSA. Existe, pues, una fase intermedia entre la efectiva constitución de la SA y la emisión de las acciones como valores mobiliarios durante la cual la LSA se ocupa de mantener la efectividad del esencial derecho del accionista a la transmisión de sus derechos como tal, si bien a través de sistemas rudimentarios en comparación con los propios de la transmisión de la acción como valor mobiliario.³⁰

²⁸ GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., pp. 122-124.

²⁹ Así, FERRI, G., *Le società*, cit., pp. 483-484.

³⁰ Téngase en cuenta, no obstante, que el art. 123.4 RRM admite la inscripción de prohibiciones a la transmisión voluntaria de las acciones durante un período de tiempo no superior a dos años a contar desde la fecha de constitución de la sociedad. De mantenerse la muy discu-

Ante esta fase intermedia del proceso de gestación de las acciones según su definitiva modalidad de representación —antes de que, empleando la miope terminología legal, éstas «se hayan impreso y entregado» a sus titulares (arts. 55.5, 56.1, 56.2, 58 LSA)³¹— se observa, en una primera aproximación, que la LSA de 1989 ha ampliado el marco documental a ellas relativo. Sus manifestaciones concretas son las siguientes:

En primer lugar, la LSA establece un régimen especial para la transmisión de las acciones —*rectius*, de los *derechos derivados de las futuras acciones*— por remisión a las normas de la cesión de créditos y demás derechos incorporales. Este régimen sólo es aplicable mientras no son emitidas las acciones según su modalidad de representación; esto es, mientras los derechos de socio no son incorporados a valores negociables, con independencia de la modalidad de representación elegida, y siempre que haya tenido lugar la inscripción de la SA en el RM (cfr. art. 62 LSA). En segundo lugar, se mantienen los clásicos *resguardos provisionales* de las acciones (art. 54 LSA). Finalmente, también dentro del ámbito temporal anterior a la emisión de las acciones —y sólo dentro de este paréntesis puesto que el art. 55.5 LSA comienza también con la expresión «mientras no se hayan impreso y entregado los títulos»—, se enmarcan los «*certificados de inscripción de acciones en el libro-registro de acciones nominativas*» (art. 55.5 LSA).

La nota básica y explicativa del régimen de la documentación y transmisión de las acciones durante esta fase intermedia es la *transitoriedad*. Transitoriedad que se desdobra en dos aspectos. En primer lugar, dicho régimen sólo es aplicable en el plazo que media entre la efectiva constitución de la sociedad anónima mediante su inscripción registral y la emisión de las acciones/títulos —lo que la

tible legalidad de este precepto —que infringe el principio de jerarquía normativa (art. 9.º 3 CE) si tenemos en cuenta el contenido del art. 63.2 LSA—, tendríamos que sería efectiva una cláusula estatutaria por la que se prohibiese la transmisión de las acciones hasta tanto no hayan sido efectivamente emitidos los títulos o, en su caso, organizado el registro contable de las anotaciones en cuenta, siempre que dicha emisión u organización no llevase más de dos años contados desde la fecha de constitución. Es cierto que dicha cláusula prohibitiva temporalmente podría ser interesante para permitir a la sociedad emisora de acciones/anotaciones en cuenta la organización del correspondiente registro contable sin preocuparse de las posibles transmisiones posteriores a la inscripción de la sociedad. Pero ello debía haber sido previsto por una norma con rango de ley, por lo cual parece forzoso considerar que dicho art. 123.4 RRM es ilícito, no sólo por contravenir la LSA, sino también por diluir uno de los derechos básicos del accionista: el derecho a transmitir sus acciones incluso cuando éstas aún no han alcanzado el carácter de valores mobiliarios. Sobre el carácter ilícito del art. 123.4 RRM, vid. VICENT, F., *Compendio crítico de derecho mercantil*, tomo I, vol. 1.º, 3.ª ed., Barcelona 1991, pp. 471, 475; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Sobre la ilegalidad del artículo 123.4 del Reglamento del Registro Mercantil», *La Ley*, n.º 2.851, 11.10.91, pp. 1-3.

³¹ Quizá quepa observar que la expresión «impreso y entregado» las acciones adolece de ajuste técnico y, hoy día, de un cierto arcaísmo. Parecen más adecuados, desde un punto de vista técnico, términos tales como «emisión» o «creación» al ciertamente mecánico de «impresión».

LSA denomina impresión y entrega de las acciones— o, en su caso, la organización de las acciones/anotaciones en cuenta mediante la creación del «registro contable» o base de datos informática de las mismas *ex art. 7.º LMV*.³² En segundo lugar, la transitoriedad significa que el régimen que a continuación reseñamos no puede perpetuarse o devenir definitivo por disposición estatutaria o por acuerdo de los socios. Aunque más adelante se trata el tema con mayor detenimiento, retengamos ahora que la idea de provisionalidad se desprende del propio tratamiento literal que recibe dicho régimen. Es significativo, en efecto, el empleo de términos que sugieren la idea de provisionalidad tales como el adverbio «mientras» (no se hayan impreso y entregado los títulos...) que utilizan los arts. 55.5 y 56.1, así como la expresión «una vez» (impresos y entregados los títulos...) contenida en los arts. 56.2 y 58; pero a ello hay que añadir, ya en una perspectiva material, el derecho del accionista a la incorporación de su posición a acciones/valores mobiliarios en la cuantía que le correspondan, derecho que se obtiene de la conjunción de los arts. 52.2 LSA, por lo que se refiere a la representación de las acciones mediante títulos, y 8.º pf. 2.º LMV, cuando las acciones se hayan de representar mediante anotaciones en cuenta.

Es cierto que el régimen de transmisión de las acciones durante la fase previa a su efectiva emisión según su modalidad de representación está construido teniendo presente exclusivamente la modalidad de representación mediante títulos de las acciones, desconociendo, pues, la otra posible modalidad de representación mediante anotaciones en cuenta. Sin embargo, ello no puede fundamentar la falta de aplicación de dicho régimen cuando la modalidad de representación estatutariamente prevista sea esta última (cfr. art. 11 RD 116/1992). Para verificar, esto, basta considerar que el supuesto de hecho que fundamenta tal régimen transitorio de documentación y transmisión de las acciones está provocado por la posible existencia de una fase interina comprendida entre la inscripción de la sociedad en el RM y la incorporación de los derechos de los socios a acciones según el sistema de representación establecido por los estatutos, fase que puede darse *con indiferencia de cuál sea el concreto sistema de representación de las acciones a adoptar* según los estatutos (cfr. art. 9.º g LSA). La terminología del art. 56.1 LSA («impresión y entrega de los títulos») es, en este sentido, sólo parcialmente correcta. Es una regulación miope de este tramo de la vida de las acciones en cuanto desconoce la posibilidad de una doble fórmula de representación de las mismas: títulos y anotaciones en cuenta. Por ello, ante esta falta de coordinación de la LSA, tanto externa (con la LMV), como interna (con sus propios arts. 9.º g, 51 y 60, entre otros), es más acertado atender en este aspecto al

³² En efecto, el art. 11 RD 116/1992 dispone que «los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su correspondiente inscripción en el registro contable».

supuesto de hecho que se intenta regular más que a la literalidad a través de la que dicho régimen se expresa. Tal supuesto de hecho no es otro que la necesidad de posibilitar un sistema que permita la *documentación y transmisión de los derechos derivados del contrato de sociedad* (anónima), mientras éstos no han sido incorporados a las acciones/títulos o aún no ha sido organizado el registro contable de las acciones/anotaciones en cuenta.

En esta perspectiva, es obvio que las futuras acciones a representar mediante anotaciones en cuenta también han de quedar comprendidas en el ámbito de aplicación de este régimen transitorio de documentación y transmisión mientras, una vez constituida la sociedad, no es creada la base de datos informática correspondiente a las acciones electrónicamente documentadas, ya que éstas se hallan en la misma situación de falta transitoria de representación: existen los derechos pero no se hallan especialmente documentados y se instrumenta, en función de ello, un sistema capaz de posibilitar la transmisión de los derechos de socio transitoriamente no incorporados a valores negociables.³³ Sin duda, nos hallamos ante una concreta manifestación de ese apresuramiento en el proceso legislativo de gestación de la nueva LSA que se observa en algunas de sus partes, así como de la ya mencionada falta de coordinación de sus normas reformadas con las novedades introducidas. Aquí, en concreto, con la introducción de las anotaciones en cuenta como modalidad de representación de las acciones.

La LMV y el RD 116/1992 contribuyen a reforzar lo anteriormente afirmado al establecer la independencia entre escritura y estatutos sociales (arts. 8.º y 9.º LSA) y escritura de emisión de las acciones/anotaciones en cuenta (arts. 6.º LMV y 6.º RD 116/1992); ambas escrituras no tienen, por tanto, que coincidir en el tiempo, sino que la segunda puede ser posterior a la primera. Es más, en rigor, no deben coincidir, ya que la escritura de emisión de las acciones/anotaciones en cuenta no parece que deba ser autorizada por el notario si, previamente, no le consta la regular constitución de la sociedad anónima emisora mediante su inscripción en el RM, ya que la sociedad en fase de formación no es todavía SA y, por tanto, no puede emitir las acciones representativas de su capital social (argumento *ex art.* 62 LSA). Téngase en cuenta, por otro lado, el art. 94.10 RRM en relación con el art. 95.3 RRM. El primero establece la obligatoriedad de la inscripción en la hoja de la sociedad de la entidad encargada de la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta. El segundo exige, para la práctica de dicha inscripción, la correspondiente certificación emitida por el SCLV o, en su caso, por la sociedad o agencia de valores que corresponda. Si tenemos en cuenta que los registros contables, en virtud del

³³ Otra opinión en DÍAZ GÓMEZ, M. A., «La transmisión de acciones en el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas de 22 de diciembre de 1989», *La Ley*, n.º 2.614, 9.11.1990, p. 2, para quien, fundándose en la remisión *ex art.* 60 LSA, este régimen sólo es aplicable a la transmisión de acciones cuya representación se ajuste a la modalidad de títulos.

art. 62 LSA, no pueden ser organizados por las entidades gestoras si no les consta la regular constitución de la sociedad emisora (*vid. supra*, III. A), éstas no deben expedir tales certificaciones en defecto de la acreditación de la constitución. De ello puede deducirse que, aunque mínimo, existe un intervalo de tiempo entre la constitución de la SA y la emisión de las acciones/anotaciones en cuenta durante el cual son aplicables las normas que a continuación se exponen (no obstante, *vid.* nota 30).

2. Transmisión de acciones interinamente no representadas

La LSA instituye un régimen especial capaz de posibilitar la transmisión de los derechos del accionista mientras su incorporación a valores mobiliarios/acciones no ha tenido lugar; se trata, en definitiva, de arbitrar un sistema que permita la transmisión de los derechos derivados de las acciones sin la existencia de las acciones/valores mobiliarios. Dicho régimen es el relativo a la cesión de créditos y demás derechos incorporales (art. 56.1 LSA). La transmisión de acciones durante este plazo transitorio podrá realizarse, pues, según el régimen de los arts. 347 y 348 C. Com. y 1526 ss. CC, previa su adaptación al objeto de la cesión que no es, estrictamente, un derecho de crédito, sino un conjunto de derechos de participación en una entidad corporativa, el llamado *status* de socio, por lo que nos hallaríamos más bien ante un caso de cesión de contrato que ante uno de cesión de créditos.

En consecuencia, la transmisión de los derechos de socio de una SA todavía no incorporados a valores negociables requerirá el necesario contrato entre cedente y cesionario, así como la notificación de la transmisión a la sociedad. El consentimiento de ésta no es, en principio, necesario (art. 347 pf. 1.º C. Com.). Pero, sin embargo, sí será indispensable la intervención de la sociedad para que ésta reconozca como socio al adquirente cuando existan restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las (futuras) acciones nominativas o representadas mediante anotaciones en cuenta cuyo contenido fuera ése (art. 63.3 LSA), o bien las acciones obligaren a sus titulares a la realización de prestaciones accesorias (art. 65 LSA), ya que las normas legales y estatutarias no dejan de ser aplicables ante la falta de representación (transitoria) de las acciones. De igual modo, la transmisión de acciones según este sistema no altera el régimen de responsabilidad ante el impago de los posibles dividendos pasivos *ex art.* 46 LSA, ni excluye la vinculación del adquirente respecto de posibles obligaciones extraestatutarias existentes entre la sociedad y sus socios, ya que, de acuerdo con el régimen de la cesión, el *accipiens* no adquiere una posición nueva o autónoma respecto del *tradens*, sino que pasa a ocupar su misma posición —el mismo contenido de derechos y obligaciones—, que correspondía al cedente, de modo que

ha de soportar las mismas excepciones personales que el deudor, la sociedad, podía oponer a éste.³⁴

En el supuesto de transmisión de acciones cuya futura modalidad de representación se adaptará al sistema de títulos nominativos, el art. 56.1 pf. 2.º LSA establece la siguiente norma: «Los administradores, una vez que resulte acreditada la transmisión, la inscribirán de inmediato en el libro registro de acciones nominativas.» Esta norma merece algunas breves consideraciones.

En primer lugar, cabe destacar que el libro-registro de acciones/títulos nominativos es anterior a la emisión y efectiva entrega de las mismas. En tal sentido, los administradores iniciales (art. 8.º f LSA) deben procurar su efectiva existencia para cuando surja la sociedad anónima mediante su inscripción registral; a tal fin, deben procurar la solicitud de su legalización —exigida por el art. 27.3 C. Com.— al tiempo de presentar a inscripción la escritura de constitución (cfr. art. 294.3 RRM).³⁵

En segundo lugar, sería absurdo entender que sólo es preciso acreditar la transmisión de las acciones todavía no representadas cuando la representación estatutariamente prevista se adapte al sistema de títulos nominativos y que, por consiguiente, dicha acreditación no sea necesaria cuando la modalidad de representación a adoptar sea mediante títulos al portador o mediante anotaciones en cuenta. Es evidente que ante tales supuestos también se habrá de acreditar la transmisión ante los administradores a fin de que dispongan el registro de la (futura) anotación en cuenta respectiva en favor del nuevo titular, pues el negocio traslativo no ha podido efectuarse a través de la entidad encargada de la llevanza del registro contable, ya que la misma incluso puede no estar siquiera designada

³⁴ Vid. VELASCO SAN PEDRO, L. A., «La documentación», cit., p. 323; DÍAZ GÓMEZ, M. A., «La transmisión», cit., p. 3.

³⁵ Téngase en cuenta que el art. 27.3 C. de Com. admite la llevanza del libro-registro de acciones nominativas mediante procedimientos informáticos y, consecuentemente, se admite su legalización *a posteriori*, según el régimen del art. 297 RRM. Tal solución no parece acorde con los fines del libro-registro de acciones nominativas. Piénsese que dicho libro no se cierra según ejercicios contables que obligasen a legalizarlo antes de los cuatro meses siguientes a la fecha de cierre del ejercicio. Del mismo modo, es posible pensar que dicho libro-registro no llegue jamás a legalizarse por el hecho de que las acciones sean objeto de escasas transmisiones y no sean suficientes para formar un libro. Por otra parte, el C. de Com., al admitir la modalidad informática de llevanza del libro-registro de acciones nominativas, debería haber introducido medidas protectoras de los accionistas —dada la importancia de dicho libro (vid. art. 55.2 LSA)— ante posibles incorrecciones o errores en su gestión, los cuales no son tan fáciles de detectar, debido a su falta de fiabilidad, como los producidos en los libros-registro tradicionales. Quizá por ello, el legislador debería haber seguido con el libro-registro de acciones nominativas la misma orientación que con los libros de actas de los órganos colegiados. Según puede entenderse del art. 106 RRM, tales libros, aunque pueden ser de hojas móviles, «deberán legalizarse por el Registrador Mercantil necesariamente antes de su utilización», con lo cual cabe entender que excluye el sistema de legalización *a posteriori* del art. 297 RRM que, ciertamente, no parece apto para garantizar la autenticidad de tales actas.

en el momento de la cesión.³⁶ Otro tanto cabe manifestar respecto de la cesión de acciones que se representarán mediante títulos al portador: los administradores deberán conocer los destinatarios de los títulos una vez hayan sido creados, por lo cual es precisa la notificación inherente al sistema de transmisión mediante cesión de créditos. En tal sentido, es obvio que el adquirente de tales futuras acciones al portador deberá velar especialmente por el cumplimiento de dicha notificación.

Por último, es precisa una consideración sobre lo que parece ser el sentido propio de la norma. En realidad, el art. 56.1 pf. 2.º LSA tiene como exclusiva preocupación garantizar el derecho del cesionario a ser inscrito *de inmediato* como socio en el libro-registro de acciones nominativas, dado que la legitimación para el ejercicio de sus derechos como tal no depende de la titularidad de las acciones nominativas sino de su efectiva inscripción en dicho libro-registro (art. 55.2 LSA). Si se piensa que dicha inscripción no puede solicitarse mediante exhibición de las acciones o de sus resguardos provisionales, puesto que no existen, es fácil comprender la suficiencia a tal efecto de la acreditación referida. Cuestión directamente conectada con ésta es la relativa a la forma idónea a observar para producir el efecto de acreditar la cesión ante los administradores en virtud de la cual éstos queden obligados a inscribir *de inmediato* al nuevo socio en el libro-registro de acciones nominativas —incurriendo en responsabilidad, como acto contrario a la ley y también a la diligencia con la que han de desempeñar el cargo, si omiten dicha inscripción o la practican con retraso—, ó bien entreguen los títulos al portador a quien ya no es su titular o practiquen la anotación en cuenta en favor de quien ya no sea accionista por haber transmitido sus acciones antes de la organización del «registro contable» *ex art.* 7.º LMV, puesto que en la relación que ha de presentar la sociedad ante la entidad gestora del registro contable (arts. 36 y 49 RD 116/1992) no constará el nuevo titular de las acciones. Es evidente que la obligatoria notificación de la cesión a la sociedad puede ser suficiente para producir la acreditación si la misma incluye los datos de identificación del adquirente y garantías de autenticidad precisos.³⁷

³⁶ Es más, los arts. 36 y 49 RD 116/1992 exigen la constancia del consentimiento o la orden de los suscriptores para la realización de la primera inscripción de las anotaciones en cuenta. Ello no obstante, en el caso de las acciones, no parece tener mucho sentido —salvo que el RD sólo persiga dotar a las entidades gestoras de un elemento contractual para repercutir los gastos de llevanza sobre los titulares— ya que el suscriptor y posterior adquirente de acciones se obliga a observar su modalidad de representación prevista en los estatutos (arts. 9.g LSA y 122 RRM) y, por tanto, tales estatutos deben considerarse suficientes para la organización del registro contable.

³⁷ Según BÉRGAMO, A., *Sociedades anónimas (las acciones)*, vol. I, Madrid 1970, p. 578, la notificación habrá de adaptarse a una forma apta para poner en conocimiento de la sociedad la transmisión y su fecha; vid. DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., pp. 81-82, sobre la forma y sentido de la acreditación de la transmisión, quien admite como medio la

3. Resguardos provisionales

Los resguardos provisionales son documentos *sustitutorios* de las acciones definitivas cuya significación jurídica, sin embargo, es *equivalente* a la de éstas.³⁸ Resultan, por ello, plenamente compatibles con cualquier posible modalidad de representación de las acciones prevista en los estatutos y, por tanto, también cuando la misma se adapte al sistema de anotaciones en cuenta en tanto no se organice el correspondiente registro contable. En efecto, al igual que sucedía en el supuesto anterior, la emisión de resguardos provisionales representativos de las definitivas acciones no entra en conflicto con el régimen de las anotaciones en cuenta. Por ello, a pesar de que el art. 54.2 LSA regula tales resguardos sólo en la perspectiva de documentos transitoriamente sustitutivos de acciones que se documentarán mediante títulos, es perfectamente lícita su emisión cuando la fórmula de representación elegida sea la informática, en tanto la misma no quede organizada. Ello es coherente con el *supuesto de hecho* que justifica y subyace bajo el régimen del resguardo provisional, cuyas funciones primordiales se ordenan en torno a la sustitución de las acciones durante el período comprendido entre el nacimiento de la SA mediante su inscripción registral y la entrega de los títulos definitivos de las acciones³⁹ o, debe añadirse ahora, la creación del «registro contable» de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Ello, por otro lado, puede venir confirmado por el art. 4.º 7 RD 116/1992, precepto que regula la transformación de resguardos provisionales (y extractos de inscripción) en anotaciones en cuenta. Si bien dicho precepto regula el supuesto de una modificación estatutaria dirigida a la sustitución de la modalidad de representación de las acciones mediante títulos por la de anotaciones en cuenta, la norma puede aplicarse igualmente a la recogida de resguardos provisionales previa a la inscripción de las anotaciones en cuenta, pero, en este caso, sin que exista necesidad de acuerdo de modificación de los estatutos, ya que los mismos ya preveían que la modalidad de representación de las acciones iba a ser la de anotaciones en cuenta.

Así pues, puede afirmarse que la nota esencial de los resguardos provisionales sigue siendo, en efecto, la provisionalidad en la perspectiva de la emisión

simple manifestación oral de transmitente y adquirente ante los administradores, si bien recomienda la forma escrita a fin de que quede constancia de la transmisión.

³⁸ PELLIZZI, G. L., *Principi*, cit., p. 149; FRE, G., *Società per azioni*, cit., p. 233; FERRI, G., *Le società*, cit., p. 483.

³⁹ Cfr. GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, p. 215; cfr. GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, p. 394, quienes admiten la expedición de resguardos provisionales antes de la inscripción de la sociedad en el RM, aunque privados del carácter de títulos negociables. Tal postura no parece acertada, ya que choca con el carácter de título-valor propio de tales resguardos provisionales, *vid.* HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 295; LUTTER, M., en *Kölner Kommentar*, I, cit., p. 850; VICENT, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, vol. I, tomo I, 3.ª ed., Barcelona 1991, p. 456.

definitiva de las acciones,⁴⁰ pero no referida ya solamente a la creación de las acciones/títulos definitivos, sino respecto a cualquiera de las dos posibles fórmulas de representación de las acciones que pueden resultar elegidas.⁴¹

Los resguardos provisionales son títulos-valor⁴² cuyo régimen se articula mediante remisión al propio de las acciones/títulos (art. 54 LSA). Pueden revestir la forma de *títulos múltiples* al amparo del art. 53.1 LSA en virtud de la remisión al mismo *ex art.* 54.2 LSA;⁴³ han de ser necesariamente *nominativos* (art. 54.1 LSA);⁴⁴ han de contener los mismos requisitos formales de las acciones que, según el art. 53 LSA, puedan figurar en el resguardo provisional —«en cuanto resulten aplicables» (art. 54.2 LSA)—; y han de constar en un libro-registro, según la remisión que al art. 55 LSA realiza el mencionado art. 54.2 LSA.

La necesidad de cumplir esta serie de requisitos formales puede cuestionar la real funcionalidad de tales resguardos. En efecto, al ser obligado el respeto de casi los mismos requisitos formales propios de las acciones/títulos,⁴⁵ razones de economía pueden hacer conveniente la directa impresión y entrega de las acciones sin pasar por el trámite de los resguardos, salvedad hecha de los casos en que las acciones definitivas se hallen configuradas estatutariamente como acciones al portador y no haya sido totalmente desembolsado su valor nominal. En efecto, el resguardo provisional parece quedar ya como un elemento un tanto arcaico, excepto en el caso de que estatutariamente se haya previsto que las acciones sean al portador y, sin embargo, éstas no se encuentren íntegramente desembolsadas. Sólo en tal caso, parece conveniente la emisión de resguardos provisionales (nominativos) sustitutorios de las acciones definitivas hasta tanto las mismas hayan sido totalmente liberadas.

⁴⁰ GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., pp. 215-216; GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, cit., p. 393; CARCANO, G., «Note sulla funzione dei certificati provvisori», *Riv. Società*, 1980, p. 1202.

⁴¹ En igual sentido, VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 318.

⁴² *Vid.*, por ejemplo, LUTTER, M., en *Kölner Kommentar*, I, cit., p. 850.

⁴³ VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, p. 318; FERRI, G., *Le società*, p. 484.

⁴⁴ Según HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 295, los resguardos provisionales al portador son nulos. Ante ellos no existe protección del adquirente de buena fe porque el vicio se desprende del propio documento por la prohibición general de emitir resguardos provisionales al portador, cosa no extensible al caso de emisión de acciones al portador cuando ello no es posible (restricciones a la libre transmisibilidad, etc.).

⁴⁵ En efecto, de los requisitos formales de las acciones/títulos según el art. 53 LSA, los resguardos provisionales han de contenerlas todas excepto las siguientes: a) pueden no ser extendidos en libros-talonario, aunque incluso ello sea discutible; b) no podrán incorporar el número de identificación fiscal de la sociedad si se emiten antes del conocimiento del mismo.

Los resguardos provisionales sí habrán de contener los datos identificadores de la inscripción de la sociedad en el RM. En efecto, si según el art. 62 LSA no pueden emitirse ni entregarse las acciones hasta tanto la sociedad no haya sido inscrita en el RM, hay que entender que tampoco podrán emitirse documentos plenamente equiparables a las mismas; cfr. no obstante la opinión de VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 318, y GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen*, cit., p. 287.

Tradicionalmente el resguardo provisional ha sido considerado como título nominativo directo, al igual que las acciones nominativas. Su transmisión procedía, por tanto, exclusivamente según el régimen de la cesión de créditos, modalidad de transmisión que, como ya vimos, es también la aplicable a la transmisión de las acciones todavía no emitidas o no representadas bajo fórmula alguna. ¿Se ha de seguir manteniendo este régimen de transmisión tras la reforma? En otros términos, si las acciones nominativas pueden ser transmitidas también por endoso, ¿cabe extender este régimen de transmisión a los resguardos provisionales? Contra dicha extensión parece actuar el propio art. 54.2 LSA el cual, al establecer el régimen de tales resguardos según la técnica de la remisión, omite toda mención al art. 56 LSA, regulador del endoso de acciones. Sin embargo, ello no parece oponerse a la virtualidad del endoso como modo de circulación del resguardo provisional. A través del art. 54.2, la LSA se ha preocupado de regular el contenido formal mínimo de los resguardos (art. 53), la necesidad de llevar un libro-registro de los mismos (art. 55) y la eficacia legitimadora de la inscripción de su titular en el mismo (art. 58 *in fine*). Pero la propia funcionalidad del resguardo provisional, medio sustitutivo *equivalente* a las acciones en tanto no son definitivamente emitidas, permite mantener que su transmisión podrá producirse a través de los sistemas propios de las acciones nominativas y, entre ellos, no existe inconveniente para admitir su circulación mediante endoso en los términos propios de las acciones nominativas.⁴⁶ De esta regla, no obstante, han de quedar excluidos los resguardos provisionales que representen acciones con dividendos pasivos, puesto que la transmisión de los mismos mediante endoso en blanco puede permitir la dilución de la responsabilidad solidaria ante la sociedad de los sucesivos adquirentes. La transmisión de tales resguardos requerirá, por tanto, la intervención de la sociedad.

Debe estimarse, sin embargo, que los resguardos provisionales, en el aspecto traslativo, no resultan indispensables para transmitir las acciones no definitivamente documentadas, ya que si no se han emitido los títulos definitivos o, en su

⁴⁶ Cfr. VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 318, y SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., en GARRIDO DE PALMA, V., et alii, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, Madrid 1989, p. 303, quienes parecen admitir esta conclusión, aunque no se pronuncian expresamente.

En el sistema alemán, los resguardos provisionales (*Zwischenscheine*) pueden ser transmitidos por endoso (LUTTER, M., en *Kölner Kommentar*, I, cit., p. 850) o por cesión (en esta última modalidad sólo si incluyen la cláusula «no a la orden», vid. HUECK A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 295). En el sistema italiano se asimilan plenamente al régimen de los títulos nominativos (FERRI, G., *Le società*, cit., p. 483; CAMPOBASSO, G. F., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, Turín 1988, p. 206) con lo cual se admite implícitamente su transmisión por virtud de endoso. En el Derecho suizo, los resguardos provisionales son títulos nominativos directos que, por tanto, sólo pueden ser transmitidos a través del sistema de la cesión (art. 688 C. Obligs.).

caso, se ha organizado el «registro contable» de anotaciones en cuenta, las acciones podrán ser transmitidas según el régimen del art. 56.1 LSA.

Los resguardos provisionales han de ser retirados por la sociedad al tiempo de la entrega de los títulos-acciones definitivos o, en su caso, la organización del «registro contable» de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta (cfr. art. 4.º 7 RD 116/1992) a fin de evitar la existencia de dos valores mobiliarios que incorporen la misma acción. El procedimiento más seguro es aquel según el cual la obtención de los títulos/acciones definitivos o el registro de las acciones/anotaciones en cuenta se realice a iniciativa de poseedor legítimo del resguardo provisional, el cual debe requerir su sustitución por el valor mobiliario definitivo. No será suficiente, por tanto, la simple emisión de los títulos definitivos o el registro de las anotaciones en cuenta, ya que ello provocaría, como antes se ha dicho, la existencia de dos valores que incorporan la misma acción, pues la emisión de los valores definitivos no priva de eficacia por sí misma a los resguardos provisionales.⁴⁷ La responsabilidad derivada de este supuesto anómalo recaería, no sólo sobre el titular del resguardo provisional que, habiendo ya obtenido los valores definitivos, lo transmite, sino también sobre la propia sociedad, sus administradores y, si se trata de anotaciones en cuenta, también sobre la entidad encargada de la llevanza del registro contable que inscriba las correspondientes anotaciones sin presentación y retirada de los resguardos provisionales.⁴⁸

4. *Extractos de inscripción*

El último de los aspectos comunes a ambas modalidades de representación de las acciones en el período que media entre la inscripción y la formalización definitiva de la modalidad de representación elegida es el relativo a los *certificados de inscripción de acciones nominativas en el libro-registro* (art. 55.5), también conocidos como *extractos de inscripción*.⁴⁹ Tales certificados no son asimilables a los resguardos provisionales. A diferencia de estos últimos, los extractos de inscripción no son títulos-valor. Por tanto, no se trata de documentos transmisibles, ni como hipotéticos títulos nominativos directos, como tampoco constituyen títulos de legitimación para el ejercicio de los derechos de socio.⁵⁰

⁴⁷ Vid. ANGELICI, C., «La partecipazione azionaria nella società per azioni», en *Trattato di Diritto Privato* (dir.: RESCIGNO, P.,), vol. 16, tomo 2.º, Turín 1985, pp.305-306.

⁴⁸ Vid. CAMPOBASSO, G. F., *Diritto*, II, cit., p. 207, nota 2, donde se cita una sentencia italiana que hace responsable a la sociedad ante el tenedor del resguardo provisional cuando ha emitido el título definitivo a quien resulta inscrito en el libro-registro de socios sin requerir ni obtener la restitución del correspondiente resguardo provisional; también FERRI, G., *Le società*, cit., p. 484; ANGELICI, C., *La partecipazione*, cit., pp. 306-307; CAVALLO BORGIA, R., *Azioni ed obbligazioni di società*, Padua, 1988, pp. 15-22.

⁴⁹ Vid. GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, cit., p. 397; así los denomina también, desuniformizando la terminología de la LSA, el art. 4.º 7 RD 116/1992.

⁵⁰ GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, cit., p. 398, señalan que «son documentos que no

Se trata de meros documentos probatorios de la existencia de la relación socio/sociedad y de la entidad cuantitativa de dicha relación. Otra solución conduciría a un solapamiento entre los resguardos provisionales y tales extractos en tanto no se han creado las acciones definitivas, así como cuando éstas existan entre ellas y los extractos. Piénsese, en efecto, que mientras es incompatible la existencia de resguardos provisionales y acciones definitivas, es plenamente posible la existencia de acciones nominativas o sus resguardos provisionales y sus extractos de inscripción en el libro-registro, expedidos con anterioridad a la emisión de las mismas. Ciertamente, la sociedad no tiene obligación de retirar tales certificados cuando entregue las acciones nominativas definitivas, si bien hay que tener en cuenta que el tenor literal del art. 55.5 LSA —«mientras no se hayan impreso y entregado los títulos de las acciones nominativas»— impide la expedición de nuevos certificados una vez se emitan las definitivas acciones nominativas.

Cabe observar, no obstante, que no se entiende bien la referida limitación del ámbito temporal del derecho de los accionistas a obtener este tipo de certificados. Quizá el legislador ha dispuesto esta ordenación suponiendo que una vez el accionista posee los títulos de sus acciones no precisa otro medio de prueba adicional de su condición de tal. Sin embargo, es posible imaginar supuestos en los que el accionista precise, a pesar de contar con los títulos definitivos, la expedición de certificados de este tipo (solicitud de préstamos, demostración de su condición de accionista fuera de la sociedad, etc.), cuya obtención no parece contravenir ni lesionar los intereses de la sociedad ni del resto de los accionistas.

5. Excursus. *Certificados de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta*

Si las acciones se han de representar mediante anotaciones en cuenta, hemos señalado que los extractos de inscripción son igualmente posibles en tanto no se organice el correspondiente «registro contable». Pero, tras la organización del mismo, entran en juego otros documentos dotados de un régimen especial no asimilable, sino sensiblemente diferente, al de los extractos del libro-registro de acciones nominativas, a pesar de lo cual cabe admitir la expedición por parte de las entidades encargadas de la llevanza, de simples certificados de las anotaciones en cuenta no asimilables a los documentos de legitimación cuyo régimen se expone a continuación. Dicho régimen especial está contenido en los arts. 12 LMV y 18-21 RD 116/1992. Según el art. 12 LMV:

La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados

nacen para circular»; en contra VICENT, F., *Compendio*, I, cit., tomo I, vol. 1.º p. 457. No obstante, en la práctica seguida según la LSA de 1951, los extractos de inscripción servían como vehículo traslativo de las acciones, vid. DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 76.

de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados que serán oportunamente expedidos por las entidades encargadas de los registros contables, de conformidad con sus propios asientos.

Dichos certificados no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación. Serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados.

No podrá expedirse, para los mismos valores y para el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado.

Las entidades encargadas de los registros contables y los miembros de los mercados de valores no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones si el disponente no ha restituido previamente los certificados expedidos a su favor. La obligación de restitución decae cuando el certificado haya quedado privado de valor.

Estos certificados *ex art. 12 LMV* son bastante más que los extractos de inscripción *ex art. 55.5 LSA*. Suponen, en realidad, la forma jurídica de «materializar» las acciones representadas informáticamente y de «visualizar» la legitimación del titular para su negociación⁵¹ y ejercicio de los derechos de ellas derivados. No parece desacertado calificarlos como verdaderos títulos de legitimación —el art. 18 RD 116/1992 lleva el expresivo título de *certificados de legitimación*—, restringida al ejercicio del derecho que mencionen en cada caso, intrínsecamente conectados a las anotaciones en cuenta a las que «documentan» tangiblemente.⁵²

Como ya se ha avanzado, tales certificados *ex art. 12 LMV* no se corresponden con los que puede exigir el accionista «mientras no se hayan impreso y entregado los títulos» —esto es, entre tanto no se haya creado el «registro contable» *ex arts. 6 ss. LMV*⁵³—. Mientras la expedición de estos últimos corresponde a los administradores, los certificados *ex art. 12 LMV* sólo serán expedidos, a solicitud del titular (art. 19.1 RD 116/1992), por la entidad encargada de la llevanza del «registro contable» de las acciones/anotaciones en cuenta: sólo son posibles, pues, con posterioridad a la creación de dicho «registro contable». Por otra parte, los certificados de que ahora tratamos no son simples documentos probatorios de la posición de accionista y del número de acciones de que se es titular, sino que

⁵¹ Los certificados no son, en sí mismos, transmisibles o negociables. Aunque pueden expedirse para la «transmisión [...] de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta», sin embargo «serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados». Con ello se trata de resaltar que nos hallamos ante títulos-valor impropios según los cuales el derecho no circula con el documento, sino que se trata de un instrumento de legitimación para ejercitar el derecho mencionado por el certificado, uno de los cuales puede ser el relativo a su transmisión.

⁵² Vid. sobre ellos (*qualifizierte Legitimationspapiere*), entre otros, ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, 14.ª ed., Munich, 1987, pp. 178-179.

⁵³ En efecto, en el período que media entre la inscripción y la formación de la base de datos o «registro contable», el accionista no puede quedar privado del derecho a obtener una certificación meramente probatoria de las acciones de las que es titular y de sus características.

se trata de verdaderos documentos de legitimación para el ejercicio del derecho en función del cual son solicitados y expedidos y que literalmente han de describir con la máxima precisión. Una vez ejercitado tal derecho, queda agotada su eficacia, así como por su caducidad, cuyo plazo no podrá exceder de seis meses (art. 21.5 RD 116/1992).

IV

ALGUNAS CUESTIONES SOBRE EL RÉGIMEN DE DOCUMENTACIÓN Y TRANSMISIÓN DE LAS ACCIONES SEGÚN SU MODALIDAD DE REPRESENTACIÓN DEFINITIVA

A) PRESUPUESTOS PARA LA ELECCIÓN DEL SISTEMA DE REPRESENTACIÓN

• La posibilidad de optar entre dos sistemas de representación de las acciones —el materialmente tangible constituido por los tradicionales títulos, o el «imperceptible» o «desmaterializado» constituido por la representación según presupuestos informáticos o anotaciones en cuenta (art. 5 LMV que ha secundado, para las acciones, el art. 51 LSA)⁵⁴— hace preciso entrar a considerar los presupuestos a tener en cuenta a la hora de realizar tal opción.

La documentación electrónica de los valores mobiliarios supone la solución tecnológica más perfecta, por el momento, a los problemas derivados de la gestión y manipulación de las ingentes cantidades de títulos objeto de negociación en los mercados de valores. Se basa, sencillamente, en la aplicación de la informática en dicha tarea, mediante la cual se logra una efectiva solución a los problemas derivados del fenómeno conocido como la «pérdida de la función de los títulos-valor en el ámbito de los valores mobiliarios» debido, sobre todo, a su ingente pluralidad.⁵⁵ Según este sistema de documentación, los valores mobilia-

⁵⁴ Ello supone, ante todo, según expresa la exposición de motivos LMV (n.º 2) el abandono de «la relación biunívoca dominante hasta hoy entre el mercado de valores y los 'títulos-valores'». Esta nueva posibilidad plantea importantes desafíos de carácter dogmático centrados en la explicación de si esta evolución afecta o no al concepto de título-valor, como expresan HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 24; según BERCOVITZ, A., *El Derecho del mercado de capitales*, cit., p. 90, ello fundamenta la necesidad de una nueva distinción entre los títulos-valor: los cartulares, que se documentan en papel y responden a la noción tradicional, y los títulos-valor informatizados, posición que parece basada en la idea de que el concepto de título-valor debe seguir intentándose construir de tal forma que se adapte también a los valores mobiliarios, si bien se argumentan posiciones que en materias tales como la transmisión comienzan a establecer importantes separaciones, *vid.* HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 25 y ZÖLLNER, W., *Wertpapierrecht*, cit., pp. 282 ss., DE EIZAGUIRRE, J. M., «Bases», cit., pp. 85 ss.

⁵⁵ HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 18; también DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., pp. 86 ss.

rios pasan a constituir meros datos informáticos residentes en algún lugar del disco de un ordenador, y, por ello, susceptibles de ser eficazmente gestionados mediante la aplicación de programas de gestión de bases de datos. A dichos valores les es aplicable la quintaesencia de la teoría de los títulos cambiarios (cfr. los arts. 9 y 11 LMV sobre la protección del adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta).⁵⁶

Parece posible afirmar que la existencia de dos diferentes sistemas de representación de las acciones es ya, sin duda, uno de los criterios tipológicos delimitadores de la frontera entre la gran sociedad anónima abierta o bursátil y la sociedad anónima cerrada o familiar. En efecto, dadas las diferentes características del régimen de las acciones según su modalidad de representación, es evidente que bajo cada una de ellas subyacen, en principio, diferentes formas de empresa, por lo que bajo la modalidad de representación de las acciones subyace el problema de la tipología de la sociedad anónima.⁵⁷

En relación con ello, no parece aventurado vaticinar que la documentación electrónica de las acciones significará en un futuro, quizá próximo, un elemento de *lege data* clave —ahora sólo lo es de *lege ferenda*— en la delimitación de la tipología societaria en función de las dimensiones de la empresa;⁵⁸ elemento, por otro lado, sin duda más efectivo que la actual técnica disuasoria de la forma de la SA para las pequeñas empresas que supone la exigencia de una cifra de capital mínimo (art. 4 LSA) para el acceso al tipo «sociedad anónima» (y «sociedad comanditaria por acciones»)⁵⁹.

⁵⁶ Cabe observar, contra lo expresado por HANDSCHIN, L., *Papierlose Wertpapiere*, Frankfurt 1987, p. 66, que los valores así documentados no constituyen, globalmente, un documento único constituido por el disco o soporte material informático sobre el que residen. Al contrario, cada valor conserva su individualidad desde un punto de vista jurídico. Además, esta solución conduciría a una extraña y, en principio, parece que incalificable, situación jurídica cuando, como es lo normal, los discos informáticos contengan valores mobiliarios de diferentes emisores que, como es obvio, son gestionados mediante la aplicación del mismo programa informático.

La unidad de los valores/anotaciones en cuenta que aquí se defiende ha quedado implícitamente reconocida por el RD 116/1992 (v.gr. arts. 18.2, 31, 47) del que se desprende la preservación de la individualidad jurídica de cada valor, susceptible por tanto de exclusiva titularidad, dentro de los de su misma emisión.

⁵⁷ En el mismo sentido, DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 73; SÁNCHEZ CALERO, F., «Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español», *RDBB*, 1991, pp. 926-927.

⁵⁸ Sobre estos problemas *vid.* ROJO, A., «La sociedad anónima como problema», *RDM*, 1988, pp. 7 ss. Téngase en cuenta que la evolución hacia la absoluta desmaterialización ya que se ha producido en el sistema francés, donde, con alguna pequeña excepción, los valores mobiliarios sólo pueden ser electrónicamente documentados, *vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., «Configuración estatutaria de las acciones», *RGD*, núms. 550-551, 1990, p. 5533 y bibliografía citada.

⁵⁹ *Vid.* al respecto EMBID IRUJO, J. M., «Reflexiones sobre el régimen jurídico de las pequeñas y medianas empresas en la reforma del Derecho de sociedades español», *Noticias CEE*, núms. 43/44 (1988), pp. 15-17; ROJO, A./BELTRÁN, E., «El capital social mínimo (considera-

En conexión directa con esto último, basta colacionar dos significativos datos. En primer lugar, la actual coexistencia de las dos fórmulas de representación de los valores negociables sólo es *relativa*. La LSA ha preparado ya el terreno a la desmaterialización de los valores *bursátiles* al prever la *obligatoriedad* de la representación mediante anotaciones en cuenta para aquellos valores negociables que pretendan acceder o continuar admitidos a cotización en un mercado secundario oficial de valores (Disposición Adicional *Primera* n.º 5 LSA y art. 29 RD 116/1992). De este modo, queda claro que aquellas sociedades que se encuentren en los supuestos de la Disposición Adicional *Primera* 5.º LSA no tienen la doble opción derivada de los arts. 5.º LMV y 51 LSA. Éstas sólo pueden elegir la fórmula de representación electrónica. En realidad, pues, sólo las sociedades cuyas acciones no coticen —o no pretendan su admisión a cotización— en Bolsa pueden optar, realmente, entre las dos fórmulas de representación *ex* arts. 5 LMV y 51 LSA. En segundo lugar, no cabe desconocer que el art. 5.º LMV declara *irreversible* la representación de valores mediante anotaciones en cuenta. Ello pone de manifiesto la tendencia político-jurídica extintiva del papel como vehículo o soporte de los valores negociables.⁶⁰

ciones de política y de técnica legislativas», *RDM*, 1988, pp. 149-152; GARCÍA VILLAVERDE, R., «Capital mínimo», en *Derecho de sociedades anónimas*, I (La Fundación), cit., pp. 113 ss.; MASSAGUER, J., «El capital nominal. Un estudio del capital de la sociedad anónima como mención estatutaria», *RGD*, núms. 550-551, 1990, pp. 5547 ss.

⁶⁰ Cfr. VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 312, quien manifiesta fundadas dudas sobre la conveniencia de generalizar a ultranza la irreversibilidad de la representación de acciones mediante anotaciones en cuenta. Propone que el Gobierno, en uso de la autorización *ex* art. 5.4 LMV, determine supuestos excepcionales, como el caso de exclusión de la cotización oficial, en los que no sea aplicable la referida irreversibilidad.

En efecto, el art. 3.º RD 116/1992 ha suavizado la radical disposición del art. 5.º pf. 2.º LMV. La reversibilidad hacia los títulos es posible si se dan las siguientes condiciones: a) se trate de valores no admitidos a cotización oficial; b) la autorice la CNMV a solicitud del emisor, en consideración a la escasa difusión de los valores. Dado que tal reversibilidad implica en el caso de las acciones la correspondiente modificación estatutaria (cfr. arts. 9.º g LSA y 122 RRM), parece que hay que admitir que la práctica de dicha modificación estatutaria deberá respetar otros requisitos adicionales, los señalados del art. 3.º RD 116/1992, además de los propios de dicha operación societaria según el art. 144 LSA.

Por otra parte, cabe observar que el RD 116/1992 ha dulcificado extraordinariamente el sistema de reversibilidad de títulos en anotaciones en cuenta. La LMV exige claramente en su art. 5.º pf. 3.º el consentimiento de los titulares a la transformación. El RD 116/1992 sólo exige el «acuerdo adoptado a tal efecto por la entidad emisora con los requisitos legales exigidos». Ciertamente, hay que admitir que la LMV pecaba de rigorista en este aspecto, pero el RD 116/1992 no ha respetado en este punto el principio de jerarquía normativa *ex* art. 9.º CE. No obstante, la cuestión puede salvarse para las acciones dado que la modalidad de representación de las mismas no constituye un derecho individual de los accionistas, sino que queda sometido al parecer de la junta general al constituir una mención estatutaria necesaria. Sin embargo, dicho acuerdo de la junta de accionistas no sería apto respecto a la reversibilidad de obligaciones emitidas por la sociedad, a pesar de que el art. 4.º 1 RD 116/1992 parece entenderlo así. La reversibilidad de las obligaciones requerirá el acuerdo de la asamblea de obligacionistas correspondiente a la cual, si su estatuto no lo impide, puede considerársele competente para acordar por mayoría dicha «reversibilidad».

Hay que tener presente que la sociedad carece de autonomía para gestionar la base de datos representada por las acciones/anotaciones en cuenta. Dicha gestión ha de ser obligatoriamente encomendada al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en exclusiva o, conjuntamente, con sus entidades adheridas, o bien a sociedades o agencias de valores formalmente autorizadas, según las acciones coticen o no en un mercado secundario oficial de valores, respectivamente (art. 7 LMV y arts. 30 y 45 RD 116/1992). Es evidente que la gestión de tal base de datos generará gastos a cargo de la sociedad (cfr. art. 8.º pf. 2.º LMV) y también de sus socios cuando realicen operaciones sobre sus acciones (art. 26 RD 116/1992). Sin embargo, la sociedad no debe llevar libro-registro de las acciones/anotaciones en cuenta. Mas, por ello, no queda privada del conocimiento puntual de la identidad de sus accionistas, así como del número de acciones de que son titulares. Ello con base en la Disposición Adicional *Primera* n.º 6 LSA, la cual obliga a las entidades gestoras de los «registros contables» «a comunicar a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas», así como en el art. 22 RD 116/1992.⁶¹ De este modo, la entidad gestora del «registro contable» cumple, al tiempo, con la gestión del libro de socios según procedimiento informático cuya eficacia legitimadora para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones puede sustituir a los certificados *ex* art. 12 LMV en favor de cada concreto accionista. En particular, en lo relativo a la legitimación anticipada para ejercitar el derecho de asistencia a las juntas generales de accionistas (art. 22.2 RD 116/1992) y respecto al ejercicio de ciertos derechos económicos del accionista (cobro de dividendos y «cualesquiera otros de contenido económico», según art. 25.1 RD 116/1992).

Por otro lado, hay que considerar que el trámite documental preciso para la emisión y transmisión de las acciones/títulos queda totalmente suprimido cuando las acciones se representan mediante anotaciones en cuenta, si bien pueden existir supuestos (piénsese en la existencia de restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones o de acciones gravadas con prestaciones acce-

⁶¹ De este modo, como se ha sugerido en la doctrina foránea (RIPERT, G./ROBLOT, R., *Traité élémentaire de droit commercial*, vol. II, 11.ª ed., París 1988, p. 40; HANDSCHIN, L., *Papierlose Wertpapiere*, cit., p. 67), el registro de acciones/anotaciones en cuenta es comparable a la inscripción en el libro-registro de acciones nominativas a efectos legitimadores.

Obsérvese que el legislador español se decanta abiertamente por la pérdida absoluta del anonimato de los accionistas ante la sociedad cuando las acciones se encuentran representadas por anotaciones en cuenta (*vid.* DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 90). Se distancia así del sistema francés, donde se admiten dos fórmulas de gestión de las acciones representadas mediante anotaciones en cuenta: las cuentas nominativas gestionadas por la propia sociedad y las cuentas nominativas administradas por entidades especializadas las cuales, salvo disposición en contra de los estatutos, no están obligadas a facilitar la identidad de sus accionistas a la sociedad, de modo que queda una puerta abierta al referido anonimato, *vid.* MERLE, Ph., *Droit commercial. Sociétés commerciales*, París 1988, p. 251.

sorias), en los que será necesario el respeto de las respectivas normas legales y estatutarias. Mas, con carácter general, la transmisión de acciones así representadas no requiere instrumentación documental alguna, a salvo el certificado *ex art. 12 LMV* (del que puede prescindirse si la transmisión tiene lugar ante la propia entidad encargada del «registro contable», *vid. art. 50.2 RD 116/1992*), ni intervención de fedatario público.

Puede afirmarse, por todo ello, que aquí se encuentra el principio del proceso de instrumentación de una fórmula más perfecta de control estatal de los titulares de riqueza representada en valores negociables que la relativa a la intervención de fedatarios públicos en las transmisiones de valores. Este proceso quizá finalice con la imposición obligatoria del sistema de representación informática de las acciones para todas las sociedades anónimas, que hará más efectiva la ya obligatoria carga de colaboración de las entidades gestoras y demás intermediarios financieros con la Administración Tributaria (*vid. art. 109 LMV*).

B) EL DERECHO DE LOS ACCIONISTAS A LA EFECTIVA REPRESENTACIÓN DE SUS ACCIONES MEDIANTE VALORES MOBILIARIOS

1. Caracterización y fundamento

Los arts. 8.º pf. 2.º LMV («los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones») y 52.2 LSA («cuando las acciones deban representarse por medio de títulos, el accionista tendrá derecho a recibir los que le correspondan, libres de gastos») instituyen un nuevo derecho individual del accionista: el derecho a la efectiva representación de sus acciones mediante valores mobiliarios según la modalidad estatutariamente establecida. El reconocimiento tan explícito de este derecho por la LSA tiene algunas consecuencias de interés.

En primer lugar, nos hallamos ante un derecho individual del accionista. Su efectividad no depende de decisiones corporativas de la junta o, en su caso, del órgano de administración, ni tampoco de su reconocimiento o exclusión por parte de los estatutos sociales. En especial, estos últimos no pueden excluirlo. Sólo pueden llegar a *matizarlo* mediante la previsión de emitir títulos múltiples en lugar de emitir un número de títulos equivalente a aquel que de acciones sea titular cada socio (art. 9.º g), cuando la modalidad estatutaria de representación de las acciones sea mediante títulos. Por tanto, una eventual cláusula estatutaria excluyente de tal derecho sería, en rigor, una condición nula por ser opuesta a la propia ley (cfr. art. 10 LSA),⁶² y me atrevo a afirmar que también a esos, por el

⁶² En el sentido del texto, HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p.

momento inconcretos, «principios configuradores de la sociedad anónima» a los que aluden la LSA (art. 10) y el RRM (art. 115.2).⁶³

En efecto, la sociedad anónima se caracteriza por tener su capital dividido en acciones (art. 1.º), las cuales «podrán estar representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta» (art. 51). Es necesario que los estatutos opten por alguna de estas dos posibles modalidades de representación (art. 9.º g) resultando, por tanto, absurdo que se opte por la modalidad de títulos excluyendo, al tiempo, la emisión y entrega de los mismos, o por la modalidad de anotaciones en cuenta, excluyendo, al tiempo, la organización del correspondiente «registro contable» *ex art. 7.º LMV*. En otras palabras, la LSA excluye tácitamente lo que sería un tercer sistema: la exclusión de cualquier modalidad de representación de las acciones o desmaterialización *absoluta* de las mismas. Sólo *transitoria y provisionalmente* —«mientras no se hayan impreso y entregado los títulos», esto es, en tanto no se formaliza la modalidad de representación estatutariamente establecida— la LSA admite la cualidad de socio como *derecho no incorporado*⁶⁴ transmisible, en consecuencia, «de acuerdo con las normas sobre la cesión de créditos y demás derechos incorporales» (art. 56.1).⁶⁵

En segundo lugar, y en consecuencia, el incumplimiento de la obligación de impresión y entrega de los títulos o, en su caso, de la organización del «registro contable» de acciones/anotaciones en cuenta es fuente de responsabilidad civil de los administradores como acto contrario a la ley, a los estatutos y a la diligencia con la que deben desempeñar el cargo.

289, DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 76, GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen*, cit., pp. 283-284; en contra, VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 315.

Hay que señalar, por otro lado, que el régimen de transmisión de las acciones/títulos en tanto éstos no existen es meramente provisional. De ello son buena muestra las expresiones que utiliza la ley: mientras no se hayan impreso y entregado... (arts. 55.5 y 56.1), una vez impresos y entregados... (art. 56.2).

⁶³ También GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., «La sociedad anónima en sus principios configuradores», en AA.VV. (Dir.: GARRIDO DE PALMA, V. M.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Madrid 1991, pp. 64-66.

⁶⁴ En expresión de HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., p. 289; conformes con la nota de provisionalidad, GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., *La sociedad anónima en sus principios*, cit., p. 65.

⁶⁵ Cabe señalar que en otros sistemas el tema no recibe el mismo tratamiento. En Derecho italiano es lícita la exclusión del derecho a la documentación de la posición de socio por decisión de la junta general de accionistas extraordinaria —que, a diferencia de las nuestras, se caracteriza por que la adopción de los acuerdos requiere mayoría reforzada— pues se trata de una exclusión expresamente permitida por la ley (Decreto de 25 de octubre de 1941) (*vid. la valoración de esta norma en FRE, G., Società per azioni*, cit., pp. 175-177). Sin embargo, carecemos en nuestro sistema de una norma como ésa, y en cambio, contamos con los arts. 8.º LMV y 52.2 LSA, que establecen el derecho del accionista a recibir los valores negociables/acciones que le correspondan.

En el sistema alemán, la cuestión es discutida. Mientras algunos consideran el derecho a los títulos/acciones como individual del accionista (HUECK, A./CANARIS, C. W., *Derecho de*

2. Títulos múltiples

En relación directa con el derecho de los accionistas a la efectiva emisión de los valores mobiliarios equivalentes a sus acciones se encuentra la introducción, con carácter general, de los *títulos múltiples*.⁶⁶ Tales documentos se autorizan y regulan por los arts. 9.º g y 53.1 LSA como valores mobiliarios *definitivos* y *sustitutorios* de la efectiva emisión del número total de títulos/acciones en que se halle dividido el capital social. Mientras el art. 53.1 LSA introduce esta modalidad secundaria de representación como aplicable en exclusiva para las acciones cuya modalidad de representación estatutariamente prevista sea la de títulos [*«los títulos (...) podrán incorporar una o más acciones de la misma serie»*], los arts. 9.º g LSA y 122 RRM, por su parte, imponen la necesidad de contar con una previsión estatutaria expresa para articular este sistema sustitutivo de los títulos individuales.

La posibilidad de documentación de las acciones/títulos en títulos múltiples supone, al tiempo, un *reforzamiento* y una *matización* del derecho primario del accionista a recibir el mismo número de títulos como de acciones es titular o, desde un punto de vista societario, la posibilidad de que el número de partes alícuotas en que se fracciona el capital social no coincida con el número de acciones/títulos en circulación, aunque sí con el número total de acciones.

Matización en el sentido de que es posible y lícita la «degradación» estatutaria del derecho de los accionistas a recibir un número de títulos igual al que de acciones sean titulares mediante su sustitución por un título comprensivo de las acciones según series.

Reforzamiento, hasta en un triple sentido. En primer lugar, porque para que las acciones queden agrupadas en títulos múltiples es necesaria la previsión estatutaria en tal sentido. Esto significa que el accionista, bien en el momento de

los títulos-valor, cit., p. 289), otros piensan que este derecho puede ser excluido por los estatutos, caso en el cual las acciones serían transmisibles por virtud del mecanismo de la cesión (LUTTER, M., en *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, I, cit., pp. 851-852). Sin embargo, no hay que olvidar que la *Aktiengesetz* no contiene norma equivalente a los arts. 5.º LMV y 52.2 LSA, que establecen el derecho de los accionistas a los valores mobiliarios/acciones, por lo que las conclusiones de este último sector de la doctrina germana no parecen traslapables a nuestro sistema.

En el Derecho suizo tampoco existe norma parangonable a los arts. 8.º LMV y 52.2 LSA. A pesar de ello, se defiende el derecho de los accionistas a la documentación de su posición aunque no sea a través de valores negociables mediante un documento ordinario de prueba (*gewöhnliche Beweisurkunde*) aunque se trate de pequeñas sociedades, vid. MEIER-HAYOZ, A./FORSTMOSER, P., *Grundriss des schweizerischen Gesellschaftsrechts*, 5.ª ed., Berna 1984, p. 280.

⁶⁶ Con antecedente en el D. de 25 de abril de 1974 sobre el sistema de compensación y liquidación de operaciones bursátiles que facultó a las entidades emisoras acogidas a tal sistema a emitir títulos múltiples en los que figurasen los requisitos propios de las acciones, vid. GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, cit., pp. 407-413.

la constitución de la sociedad, bien tras la adquisición de las acciones que le hacen devenir socio, o bien a consecuencia de una posterior modificación estatutaria si tal previsión no existía en los estatutos,⁶⁷ ha de contar expresamente con esta fórmula de «segundo grado» de documentación de sus acciones/títulos. De este modo, la ley está exigiendo una constancia formal estatutaria de la renuncia por parte de los accionistas al derecho que les reconoce el art. 52.2. En segundo lugar, la posibilidad de documentar las acciones mediante títulos múltiples está indicando al intérprete que las acciones/títulos han de estar efectivamente *documentadas*, aunque sea a través de esta fórmula secundaria, desde luego más simplificada a efectos de manipulación que la emisión de todas y cada una de las acciones. Por consiguiente, la degradación del derecho al título por vía estatutaria tiene como límite la incorporación de los derechos a títulos múltiples. En tercer lugar, los títulos múltiples son valores mobiliarios, al igual que las acciones individualmente consideradas. En efecto, deben contener los requisitos del art. 53 LSA y, en especial, la ley de circulación a que quedan sometidos, lo cual confirma el derecho de los accionistas a la documentación de su posición de socios mediante la entrega de valores mobiliarios.

La autonomía propia de las acciones documentadas por el título múltiple queda inalterada. El accionista puede libremente disponer de parte de las acciones documentadas en un título múltiple mediante su fraccionamiento en títulos que documenten menos acciones. Por tanto, la determinación del número de acciones/títulos documentadas por cada título múltiple es un derecho individual del accionista el cual, según su voluntad, puede ser ampliado o reducido a efectos, sobre todo, de realizar actos traslativos de las acciones individualmente consideradas. El título múltiple es, pues, esencialmente *divisible*. Por ello se afirma que se trata de títulos intrínsecamente variables. Piénsese que, de no ser así, nos hallaríamos ante restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones que harían *prácticamente* intransmisibles las acciones (cfr. art. 63.2 LSA) de forma individual o conjunta en número menor a las documentadas por el título múltiple. Serían asimilables a las previstas por el art. 123.5 RRM, las cuales no pueden tener acceso al Registro Mercantil.⁶⁸

⁶⁷ Cfr. VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., pp. 316-317, para quien los títulos múltiples pueden ser emitidos sin necesidad de previsión estatutaria expresa. Considérese que para este autor el derecho al título puede ser excluido totalmente por los estatutos sociales (p. 315).

⁶⁸ GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, cit., p. 396; apunta al respecto FRE, G., *Società per azioni*, cit., p. 234-235, que sería nula cualquier cláusula estatutaria excluyente del derecho del accionista a obtener el fraccionamiento del título múltiple. En el sistema italiano, el carácter esencialmente divisible del título múltiple se halla claramente establecido por el art. 2.000 *C. Civile*, según el cual «los títulos de crédito emitidos en serie pueden ser reunidos en un título múltiple, a requerimiento y con los gastos a cargo del poseedor. El título de crédito múltiple puede ser fraccionado en más títulos de menor valor».

C) ALGUNAS CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS AL RÉGIMEN DE LAS ACCIONES/TÍTULOS

1. Régimen formal de los títulos-acciones

El contenido de las acciones/títulos viene regulado por el art. 53 LSA.⁶⁹ Este precepto establece, en primer lugar, que las acciones se extenderán en *libros-talonario*. El libro-talonario tiene como función servir de medio de garantía de la autenticidad de los títulos/acciones ante posibles casos de falsificación, como instrumento de sencilla detección de los mismos. Mas, sin perjuicio de la virtualidad actual de tal sistema, puede considerarse que en la actualidad existen otros medios susceptibles de prevenir dicha negativa eventualidad con la misma o mayor eficacia que la procurada por los libros-talonario, por lo que la exclusiva mención de este sistema, traído de la LSA de 1951 que, a su vez, lo importó del art. 163 C. de Com. de 1885 —que sólo exigía los libros talonario para las acciones al portador—, resulta un tanto anacrónica. Puede quizá mantenerse, por ello, que si el sistema de expedición de las acciones garantiza o constituye un medio de cotejar la autenticidad de los títulos, será igualmente lícito.⁷⁰

Las acciones/títulos deben contener las menciones *mínimas* previstas por el art. 53 LSA.⁷¹ Como vimos, la literalidad documental de los títulos no es equiparable, en cuanto a la protección del adquirente de buena fe, a la propia de los títulos cambiarios. El carácter causal de las acciones respecto de los estatutos sociales impide los efectos de la abstracción ante el adquirente de buena fe respecto del contenido de éstos y los acuerdos de los órganos sociales. El adquirente no es titular de un derecho autónomo según el contenido literal del título, sino según los estatutos sociales y las decisiones de los órganos sociales.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que son posibles discordancias documentales entre los títulos y los estatutos cuyas consecuencias interesa considerar. Tales discordancias pueden ser de dos clases. Puede existir, en primer lugar, una discordancia *originaria* debida a errores en la redacción de los títulos. La responsabilidad derivada de esta discordancia entre las menciones de la acción y las que debían corresponder según los estatutos será exigible a los administradores, como encargados de su redacción (se trataría de un acto contrario a la diligencia con la que deben desempeñar el cargo *ex art.* 127.1 LSA y *cfr.* arts. 136-137

⁶⁹ Según este precepto, los títulos deberán estar numerados correlativamente, deberán extenderse en libros talonarios y contendrán, como mínimo, las menciones establecidas en dicho precepto. Ténganse en cuenta también los arts. 136-137 RRM sobre el sistema de suscripción mecánica de los títulos por parte de los administradores.

⁷⁰ Veáanse, por ejemplo, los arts. 29 y 33 del Reglamento de Bolsas sobre medidas de fabricación e impresión de títulos que coticen en Bolsa, para garantizar su autenticidad, GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, cit., p. 505.

⁷¹ Sobre ellas *vid.* GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen*, cit., pp. 284-286.

RRM) y también a los transmitentes en caso de que, conociéndolas, no informaran de las mismas al adquirente defraudando así su buena fe. La discordancia puede ser, en segundo lugar, *sobrevenida* a consecuencia de una modificación estatutaria todavía no reflejada en los títulos y que exigirá, por ello, su estampillado o sustitución (*cfr.* art. 59 LSA). En este caso, la responsabilidad será exigible por el adquirente al transmitente si éste no le informó, conociéndola, de la modificación acordada, y también a los administradores, pero a éstos sólo en la medida en que no hubieran ejecutado diligentemente el procedimiento de sustitución o estampillado de los títulos. En cualquier caso, los defectos subsanables no provocan la nulidad de los títulos, sino el deber de la sociedad, y en especial de los administradores, de proceder a su corrección, sin que ello afecte al ejercicio de los derechos de socio según los estatutos.⁷²

En el régimen de las menciones destaca la obligación de hacer constar de forma destacada en el título la circunstancia característica de las *acciones sin voto*. Parece exigirse que el carácter de «acción sin voto» ha de destacarse en el *encabezamiento* del título/acción y no simplemente «perdida» entre el grupo de menciones relativas al valor nominal, número, serie y otros posibles privilegios (*cfr.* art. 53.1.b LSA); en dicho apartado es obvio que habrán de indicarse los privilegios legales propios de este tipo de acciones y también los estatutarios si existen.

2. Circulación de las acciones nominativas (consideraciones preliminares)

La expresión de la ley de circulación de las acciones sólo es obligatoria en los casos de acciones/títulos (art. 9.º *g in fine* LSA). Tal mención es improcedente cuando las acciones se representen mediante anotaciones en cuenta.⁷³ De acuerdo con el nuevo régimen, las acciones/títulos parecen poder acogerse, aunque la ley no lo manifieste expresamente, hasta a una triple ley de circulación:⁷⁴ pueden ser nominativas directas, endosables y al portador (*cfr.* arts. 52.1 y 56.2 LSA).⁷⁵ En una misma sociedad anónima es plenamente factible la coexistencia

⁷² GARRIGUES, J./URÍA, R., *Comentario*, I, cit., p. 504; GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen*, cit., p. 287; FRE, G., *Società per azioni*, cit., pp. 173-174; FERRI, G., *Le società*, cit., p. 484.

⁷³ Las acciones/anotaciones en cuenta son implícitamente nominativas (*cfr.* arts. 31.2 y 47.2 RD 116/1992), mas sin que tal término tenga relación con dicha ley de circulación de los títulos-valor; quizá, por ello, las anotaciones en cuenta, más que nominativas, son nominales. Piénsese, en relación con ello, que no es posible hablar de anotaciones en cuenta «al portador» o «a la orden» sino, a lo sumo, de posibilidad de los accionistas de mantener o no oculta su identidad ante la sociedad, *vid.* nota 61.

⁷⁴ En efecto, los arts. 9.g, 52.1 y 53.1.c se refieren a las modalidades nominativa y al portador. Sin embargo, el art. 56.2 LSA dispone que las acciones nominativas también podrán transmitirse mediante endoso, *en cuyo caso...*

⁷⁵ *Vid.* DÍAZ GÓMEZ, M. A., *La transmisión*, cit., pp. 5-6; VICENT, F., *Compendio*, I-1.º, cit., p. 458; para GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen*, cit., p. 297-298 y

de las tres posibles clases de acciones según su propia ley de circulación.

La introducción del *endoso* como nueva ley de circulación de las acciones plantea algunas cuestiones. La LSA no ha dispuesto los criterios a aplicar para decidir si las acciones nominativas habrán de circular según el régimen tradicional —el de la cesión de créditos o, si se quiere, el propio de los títulos nominativos directos— o según el mecanismo del endoso cambiario, adaptado a las peculiaridades de la acción. Ante ello se pueden plantear cuestiones como las siguientes: ¿es facultad de transmitente y adquirente decidirlo ante cada concreta transmisión? ¿puede la sociedad exigir una modalidad concreta en los estatutos? ¿qué sucederá si, como será el supuesto más común, las acciones se emiten simplemente como «nominativas» (cfr. arts. 9.º g y 53.1.c LSA)? o, en otras palabras, siendo la acción simplemente «nominativa», ¿se transmitirá por endoso, como nominativa directa, o son válidos, y por tanto indiferentes, ambos sistemas?

La respuesta a estas cuestiones no se halla exenta de trascendencia práctica. Por un lado, no hay que olvidar la existencia de supuestos que determinan la nominatividad obligatoria de las acciones: restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones, acciones no liberadas y acciones que llevan aparejadas prestaciones accesorias. Por otro lado, no son pocas las sociedades anónimas que, en razón de su objeto, están sujetas al principio de nominatividad obligatoria de sus acciones.⁷⁶ Por último, desde el punto de vista de las relaciones entre adquirente y la sociedad, tenemos que son muy diferentes las consecuencias derivadas del sistema de cesión en relación con el sistema de endoso. Según el primero, el transmitente cede al adquirente su posición jurídica en la sociedad, de modo que ésta podrá oponer al adquirente todas las excepciones que hubiera podido oponer al transmitente,⁷⁷ incluidas posibles situaciones individuales de contenido societario entre la sociedad y el socio; en cambio, si la transmisión se realiza por endoso, el adquirente, salvo que se halle en estado de mala fe (art. 20 LC), no deberá soportar las excepciones estrictamente personales que la socie-

GARRIDO DE PALMA, V. M./SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., *La sociedad anónima*, cit., p. 66, cabe la creación de acciones nominativas directas, pero ello implicaría el respeto al art. 146 LSA. Consideramos, sin embargo, que la creación de este tipo de acciones no supone, por sí misma, restricción alguna a su libre transmisibilidad, por lo que no sería obligada, en caso de su introducción, la concesión de la *vacatio* en las condiciones del art. 146 LSA; en una posición más restrictiva, DE ELZAGUIRRE, J. M., *El nuevo régimen de las acciones*, cit., p. 84, para quien la inclusión de la cláusula «no a la orden» (que convierte a la acción en nominativa directa) requiere el consentimiento del accionista, ya que implica la privación del derecho a disponer de un instrumento negociable como forma de representación de su derecho.

⁷⁶ Vid. una mención no exhaustiva de las mismas en ALONSO ESPINOSA, F. J., *Configuración*, cit., pp. 5537-5538 y VICENT, F., *Compendio*, I-1.º, cit., pp. 460-461; sobre el entendimiento de la nominatividad obligatoria en el caso de las anotaciones en cuenta, cfr. arts. 22.1 y 61.1 RD 116/1992.

⁷⁷ Se trataría de lo que la doctrina suiza denomina *Rektaaktie*, vid., por todos, la explicación de MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, cit., p. 124.

dad sí hubiera podido oponer al transmitente.⁷⁸ Puede afirmarse, por ello, que, en esta materia, nos hallamos, sin duda, ante otra de las, no infrecuentes, faltas de coordinación entre las normas de la LSA de 1951 y las «reformas parciales» —una de ellas es el art. 56.2, introductor del endoso como ley de circulación de las acciones nominativas— fruto de la Ley 19/1989.

El legislador de 1989 parece haber tenido presentes los sistemas alemán, suizo e italiano a la hora de introducir el endoso como ley de circulación de las acciones nominativas. Del sistema alemán, nuestro legislador parece haber considerado el aspecto *formal* en lo referente a la técnica legislativa empleada, quizá debido, sobre todo, a la ausencia en nuestro sistema de un régimen general de los títulos-valor. El art. 68.1 *Aktienengesetz* remite a los artículos 12, 13 y 16 *Wechselgesetz* para la determinación del régimen del endoso de acciones. Tales preceptos se corresponderían con los artículos 15, 16 y 19 de nuestra LC, a los cuales, además de al 20, se remite el art. 56.2 pf. 2.º LSA. Sin embargo, apuntemos ahora que este último precepto no se ha remitido al art. 14 LC —que, entre otras cuestiones, establece el carácter de título a la orden nato de la letra de cambio aunque ésta no se haya emitido expresamente «a la orden»—, lo cual hubiera supuesto que las acciones nominativas habrían pasado a ser, igualmente, títulos a la orden «natos» tal y como son considerados en Derecho alemán.⁷⁹ Hay que considerar, sin embargo, que, a diferencia del sistema alemán, el art. 56.2 LSA establece que las acciones nominativas «también podrán transmitirse mediante endoso, en cuyo caso...». El adverbio «también» parece querer indicar la existencia de dos modalidades de circulación de las acciones nominativas, cuya jerarquía, sin embargo, queda en principio inconcreta: la cesión de derechos, como tradicional fórmula de transmisión en nuestro sistema de los títulos nominativos, y el endoso;⁸⁰ mas sin que exista una determinación legal respecto de la modali-

⁷⁸ Vid. MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, cit., p. 117.

⁷⁹ Vid. LUTTER, M., en *Kölner Kommentar*, I, cit., p. 831, quien afirma que, por tanto, la acción no puede ser título nominativo directo (*Rektapapier*); cfr. HUECK A./CANARIS, C. W., *Derecho de los títulos-valor*, cit., pp. 31 y 287-289, quienes, sin embargo, consideran que la emisión de acciones nominativas directas —mediante la inclusión de la cláusula «no a la orden»— es perfectamente lícita, rechazando el argumento formal de que el art. 68.1 AkG no se remita al art. 11 WG —correspondiente al art. 14 LC— al suponer una limitación de la autonomía privada sin que existan razones materiales que la justifiquen desde el punto de vista del derecho cartular ni desde el punto de vista del derecho de sociedades. Esta misma dirección es seguida en Derecho suizo por MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, cit., pp. 124 y 133. Considérese la opinión de VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 323, para quien la acción [nominativa] es un título a la orden nato, pero en el sentido de que puede transmitirse por endoso aunque no haya sido expresamente emitida a la orden; este autor admite la inclusión de la cláusula «no a la orden» (p. 324). Cfr. FERRI, G., *Le società*, cit., p. 502, para quien las acciones nominativas, desde el punto de vista del Derecho italiano, son títulos de legitimación nominal a los que se aplican los requisitos formales del endoso: la adquisición ha de resultar de acto auténtico y el endoso debe ser intervenido por fedatario y completo.

⁸⁰ En contra, DE ELZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 84, para quien la

dad de circulación *natural* o por defecto de la acción nominativa. Y es en este punto donde interesa considerar los sistemas italiano y suizo, sistemas que parecen ser los inspiradores *materiales* del art. 56.2 pf. 2.º LSA.⁸¹

Ambos ordenamientos que, es importante retener, cuentan con un régimen general de los títulos-valor y entre ellos, los nominativos (arts. 2.021-2.027 C. Civile y arts. 965 ss. C. Obligs. suizo), tienen un régimen especial regulador de la circulación de las acciones⁸² según el cual se admite un doble mecanismo de transmisión de las acciones nominativas: el llamado *transfert* (art. 2.022 C. Civ. y art. 684 C. Obligs. en relación con su art. 967) y el endoso (art. 2.023 C. Civ. y arts. 684 y 968-969 C. Obligs.). En cambio, estos ordenamientos difieren en cuanto a la elección, entre ambas, de la concreta modalidad traslativa de la acción nominativa en base a la cual obtener la legitimación ante la sociedad—mediante la inscripción en el libro-registro— para el ejercicio de los derechos derivados de acciones nominativas, ante un concreto acto traslativo de las mismas. Mientras en el sistema italiano la elección corresponde, indistintamente y salvo disposición contraria de la ley, a las partes del negocio,⁸³ sin que, al parecer, los estatutos puedan limitar esta opción, ya que, según se deriva del art. 2.023 pf. 1.º C. Civile, sólo la ley puede eliminar la misma,⁸⁴ en el Derecho suizo la forma *natural* de circulación de la acción nominativa es el endoso y las reglas de la cesión de créditos sólo se aplicarán cuando los estatutos así lo dispongan expresamente, dando lugar a las *Rektaaktien*.⁸⁵

La transmisión de las acciones mediante *transfert* requiere la indispensable colaboración de la sociedad. Es preciso hacer constar ante ella la identidad de las nominatividad directa de las acciones sólo es posible previo consentimiento de los accionistas titulares.

⁸¹ En contra, DE EIZAGUIRRE, J. M., *El nuevo régimen de las acciones*, cit., p. 83, para quien el sistema italiano resulta incompatible con el establecido por la LSA de 1989.

⁸² Vid. CAMPOBASSO, G. F., *Diritto*, II, cit., p. 212.

⁸³ Vid. FRE, G., *Società per azioni*, cit., p. 240; GALGANO, F., *Diritto civile e commerciale*, III-2.º, cit., p. 105;

⁸⁴ El art. 2.023 pf. 1.º C. Civile establece: «Salvo disposición contraria de la ley, el título nominativo puede ser transferido también mediante endoso intervenido por notario o agente de cambio.» Por lo demás, cabe observar que el art. 2.023 C. Civile, instaurador del endoso como medio de transmisión de títulos nominativos, está pensado en función de facilitar la transmisión de las acciones nominativas por tal sistema. En efecto, en él se alude a la posibilidad de que el título nominativo no se halle íntegramente desembolsado (pf. 2.º) y a la inscripción del adquirente en el libro-registro del emisor como acto indispensable para la eficacia del endoso ante el emisor (pf.3.º); vid. al respecto CAMPOBASSO, G. F., *Diritto*, II, cit., p. 213; DI SABATO, F., *Manuale delle società*, cit., p. 304.

El art. 684 C. Obligs. suizo dispone: «salvo disposición contraria de los estatutos, las acciones nominativas son transmisibles.

El *transfert* puede tener lugar mediante entrega del título endosado al adquirente.»

⁸⁵ Vid. MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, H. C., *Wertpapierrecht*, cit., pp. 124 y 115-116; MEIER-HAYOZ, A./FORSTMOSER, P., *Grundriss des schweizerischen Gesellschaftsrechts*, cit., pp. 280, 282-283.

partes y la existencia del negocio traslativo a fin de que ésta anote al nuevo socio en el libro-registro y en el título, o bien sustituya esta última anotación expidiendo un nuevo título en favor del adquirente. Si el *transfert* es requerido por el transmitente, éste deberá exhibir el título ante la sociedad y demostrar su identidad y capacidad de obrar mediante documento público. Si es solicitado por el adquirente, debe igualmente exhibir el título y demostrar su derecho sobre él mediante documento público. Controladas tales formalidades por la sociedad, el nuevo socio será inscrito en el libro-registro, con lo que quedará legitimado para ejercitar sus derechos como tal.⁸⁶

La transmisión de las acciones por endoso se presenta como modalidad más simple. En Derecho italiano tiene un régimen especial para las acciones nominativas según RD 239/1942 y Ley de 29 de diciembre 1962 n. 1.745. La obtención de la condición de socio ante la sociedad se basa, al igual que con el sistema del *transfert*, en el sistema de «doble anotación» (en el título y en el libro-registro), pero, a diferencia de éste, dichas anotaciones pueden ser realizadas por sujetos diversos y en tiempos diversos. Así, la anotación sobre el título (endoso) la hace el transmitente, debiendo observar interesantes requisitos formales, algunos de los cuales se echan en falta en nuestro sistema;⁸⁷ la inscripción en el libro-registro se realizará a instancia del adquirente, el cual justificará su derecho según una regular cadena de endosos, quedando los administradores de la sociedad obligados a practicar la inscripción dentro de los noventa días siguientes, deber cuyo incumplimiento es sancionado penalmente.⁸⁸ Entre tanto no se solicita esta última inscripción, el adquirente tiene la posibilidad de vender de nuevo las acciones mediante sucesivo endoso. Sin embargo, el titular de las acciones adquiridas mediante endoso está legitimado para ejercitar el derecho de asistencia y voto en las juntas (previo depósito de las mismas) y el derecho al dividendo (mediante exhibición) aun cuando no se haya realizado—pero, al parecer, sí debe haberse solicitado— la inscripción en el libro-registro.⁸⁹ Ello es lógico dado que

⁸⁶ Vid. CAMPOBASSO, G. F., *Diritto*, II, cit., p. 213; DI SABATO, F., *Manuale delle società*, cit., pp. 303-304; GALGANO, F., *Diritto civile e commerciale*, III-2.º, cit., p. 105; in extenso, GATTI, S., *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milán, 1969, pp. 237 ss.

⁸⁷ El RD 239/1942 (art. 12) regula los requisitos formales del endoso de acciones: debe contener el nombre del endosatario, de modo que no puede ser en blanco; deber ser firmado por el endosante y también por el endosatario cuando se trata de acciones no liberadas; debe ser intervenido por fedatario público que comprobará la identidad y capacidad del endosante y también las del endosatario si se trata de acciones no liberadas, vid. CAMPOBASSO, G. F., *Diritto*, II, cit., p. 214.

⁸⁸ DI SABATO, F., *Manuale delle società*, cit., p. 305.

⁸⁹ Vid. DI SABATO, F., *Manuale delle società*, cit., p. 305; para FERRI, G., *Le società*, cit., p. 500, la solicitud del pago de los dividendos o el depósito de las acciones para asistir a la junta no equivale a la solicitud de inscripción en el libro-registro como paso previo al ejercicio de tales derechos sino como medio de actualización del libro-registro.

mientras en nuestro sistema la inscripción en dicho libro la han de realizar los administradores *de inmediato* (art. 56.2 en relación con art. 56.1 LSA),⁹⁰ en el sistema italiano disponen de hasta noventa días⁹¹ durante los cuales pueden producirse juntas generales y distribuciones de dividendos a los que el adquirente no quedaría legitimado para asistir o percibir, en cada caso, si no ha obtenido previamente su inscripción como socio (art. 2023 pf. 3.º *C. Civile*).⁹²

Reseñados los sistemas inspiradores de nuestra LSA en esta materia, podemos entrar a abordar las cuestiones que antes planteábamos. Entendemos que el legislador no ha establecido un sistema totalmente identificable con ninguno de los anteriores. Sin embargo, desde un punto de vista material, se halla más cerca del italiano que del alemán o el suizo, aunque, más exactamente, cabría afirmar que el sistema español es una síntesis de los sistemas italiano y suizo. En principio, parece que han de ser las partes del negocio traslativo quienes decidan sobre la aplicación del endoso o la cesión como modalidad de transmisión de las acciones nominativas. En tal sentido, se trata de un sistema *optativo*, por voluntad de las partes del negocio traslativo, al igual que sucede en el Derecho italiano. Sin embargo, como sucede en el sistema suizo, nada parece impedir que los estatutos sociales impongan, al tiempo que excluyen la otra, una concreta modalidad de transmisión entre las dos posibles; ello a diferencia de lo que sucede en el sistema italiano, donde, según el art. 2.023 pf. 1.º *C. Civile*, parece que sólo la ley puede excluir el endoso como ley de circulación de los títulos nominativos.⁹³

En este último caso, los estatutos sociales constituirán el elemento formal societario determinante de la ley de circulación de los títulos/acciones. A tal

⁹⁰ El art. 56.2 *in fine* LSA no introduce la expresión «de inmediato» para enfatizar la obligación de los administradores de inscribir prontamente en el libro-registro de acciones nominativas al adquirente de acciones a través de endoso. Sin embargo, no existe razón para fundamentar que la diligencia de los administradores en este aspecto ha de ser menor que la que deben aplicar cuando se transmiten los derechos derivados de las acciones todavía no representadas.

⁹¹ Vid. la explicación de GALGANO, F., *Diritto civile e commerciale*, III-2.º, p. 107; DI SABATO, F., *Manuale delle società*, cit., p. 305; CAMPOBASSO, G. F., *Diritto*, II, cit., p. 215.

⁹² No obstante, se discute sobre la legitimación del endosatario no inscrito para el ejercicio de otros derechos, además de la percepción del dividendo y el voto. Así, FERRI, G., *Le società*, cit., p. 501, estima que el endosatario no inscrito puede ejercitar el derecho de impugnación de los acuerdos sociales si participó en la junta que los adoptó, así como también el derecho de suscripción preferente si, igualmente, participó en la junta que adoptó el acuerdo de aumentar el capital; más restrictivo es el punto de vista de ANGELICI, C., *La partecipazione*, cit., p. 300, quien destaca la función legitimadora de la inscripción en el libro-registro desde dos perspectivas: el derecho a la inscripción que se deriva de la adquisición de las acciones y la en exceso extensiva interpretación que supone esquivar la función organizativa interna de la sociedad que supone la llevanza del libro-registro.

⁹³ En tal sentido, DÍAZ GÓMEZ, M. A., *La transmisión*, cit., p. 9; VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 324; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., en *Las sociedades de capital*, cit., p. 299.

efecto, no sólo habrán de indicar que las acciones son simplemente nominativas (art. 9.º g) –en tal caso, las acciones admitirán la cesión y el endoso como modos de transmisión–, sino que han de expresar la concreta ley de circulación –endoso o transmisión– a la que han de sujetarse las partes de negocio traslativo. Del mismo modo, las acciones han de indicar si son simplemente nominativas, en cuyo caso se admitirán ambas modalidades de transmisión, o si, por el contrario, son nominativas directas –mediante cláusula «no a la orden», por ejemplo–, caso en el cual sólo procederá la transmisión mediante el sistema de la cesión de créditos.⁹⁴

En definitiva, pues, en nuestro sistema no parece existir duda respecto a la creación de *Rektaaktien* o acciones vinculadas no sólo al marco de los estatutos y acuerdos de los órganos sociales, sino también respecto a especiales relaciones jurídicas societarias que pudieran existir entre un determinado socio y la sociedad, lo que implicará la ausencia de los (atenuados) efectos de la abstracción en la transmisión de estas acciones, aunque el adquirente sea de buena fe.⁹⁵ Es la importante diferencia entre la transmisión por cesión y la transmisión por endoso. Según la remisión del art. 56.2 LSA al art. 20 LC, la oposición por parte de la sociedad al adquirente de excepciones estrictamente personales –no incluidas aquí las derivadas de los estatutos y decisiones de los órganos sociales debido a la naturaleza causal de la acción– al adquirente sólo procedería cuando éste hubiere adquirido las acciones «a sabiendas en perjuicio del *deudor*», es decir, de la sociedad. Sin embargo, no cabe desconocer que la configuración de las acciones nominativas como directas o no endosables puede ser un interesante medio de control para la sociedad ante ciertos supuestos que se han de hallar contemplados por los estatutos. Así, cuando las acciones no se hallen totalmente liberadas, cuando tengan restringida su libre transmisibilidad, o lleven aparejadas prestaciones accesorias.

Los titulares de acciones nominativas han de figurar en un *libro-registro* que ha de llevar la sociedad. En él han de constar las sucesivas transmisiones de la acción no considerándose accionista –y, por tanto, capacitado para el ejercicio de los derechos de socio– a quien no se halle inscrito en el mismo (art. 55).⁹⁶ En este sentido, cabe destacar que en materia de acciones nominativas, los títulos

⁹⁴ No obstante, vid. las opiniones divergentes de VICENT, F., «El régimen de las acciones en el proyecto de ley de reforma», en QUINTANA, I., (dir.): *El nuevo derecho de las sociedades de capital*, Madrid 1989, p. 110; SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J. C., en *Las sociedades de capital*, cit., pp. 299-300; VELASCO SAN PEDRO, L. A. *La documentación*, cit., p. 324.

⁹⁵ Vid. GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, cit., p. 247; VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 323; en contra, DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 85.

⁹⁶ Los administradores tienen el deber de inscribir de inmediato la transmisión de acciones nominativas una vez resulte acreditada la transmisión (art. 56.1.2.º); es suficiente acreditación la derivada de la exhibición de los títulos según una cadena regular de endosos (arts. 56.2, 58).

cumplen una función meramente *circulatoria* de la condición de socio. La *legitimación* para el ejercicio de los derechos no deriva directamente de la titularidad de las acciones sino de la inscripción en el libro-registro.⁹⁷ «La sociedad sólo reputará accionista a quien se halle inscrito en dicho libro» (art. 55.2) y la exhibición de las acciones nominativas «sólo será precisa para obtener la correspondiente inscripción en el libro-registro de acciones nominativas» (art. 58). De este modo, sólo las acciones al portador son títulos *de presentación* a fin de ejercitar los derechos derivados de las mismas.

En cuanto al régimen del endoso de acciones, la LSA se remite a los arts. 15, 16, 19 y 20 LCCh, «en la medida que sean compatibles con la naturaleza del título». En virtud de ello, el endoso habrá de ser total e incondicional y podrá realizarse al portador (art. 15 LC), si bien el endoso habrá de ser completo a los efectos de solicitar la inscripción en el libro-registro;⁹⁸ la forma del endoso quedará reducida a la simple firma del endosante al dorso de la acción, pudiendo endosarse en blanco⁹⁹ (art. 16); la legitimación del endosatario se determinará según una regular cadena de endosos, si bien parece que el último endoso, es decir, aquel que legitima al tenedor, no puede estar en blanco sino completo a fin de que éste pueda ser identificado a efectos de ser inscrito como socio en el libro-registro; los administradores están obligados a comprobar la regularidad formal de la cadena de endosos, pero no la autenticidad de las firmas (cfr. art. 46.3 LC).¹⁰⁰

⁹⁷ MEIER-HAYOZ, A./VON DER CRONE, J. C., *Wertpapierrecht*, cit., p. 115; LUTTER, M., en *Kölner Kommentar*, I, cit., p. 850; ANGELICI, C., *La partecipazione*, cit., pp. 299-300, autor que reconoce también al libro-registro una función de organización interna de la sociedad en cuanto que actúa como libro de socios (p. 296); en sentido similar, GALGANO, F., *Diritto civile e commerciale*, III-2.º, cit., p. 106, quien, con cita de PELLIZZI, G. L. (p. 105), observa que la inscripción del adquirente de acciones nominativas en el libro-registro permite al propio emisor evitar, mediante un control ejercitado *una tantum* sobre las condiciones de legitimación del portador, las incomodidades y riesgos de un control repetido para todos los sucesivos actos de ejercicio de los derechos de socio.

Sobre el tratamiento del libro-registro en la jurisprudencia española vid. GARCÍA LUENGO, R./SOTO VÁZQUEZ, R., *El nuevo régimen*, cit., pp. 288-291.

⁹⁸ Vid. DÍAZ GÓMEZ, M. A., *La transmisión*, cit., p. 7; VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 326.

⁹⁹ Así lo admite LUTTER, M. en *Kölner Kommentar*, I, cit., pp. 832-833; también DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 84; el endoso en blanco no es posible en el sistema italiano según los términos del *C. Civile*, con excepción de las acciones que coticen en bolsa, vid. ANGELICI, C., *La partecipazione*, cit., pp. 301 ss.

Por otro lado, es evidente que la cláusula de endoso no puede ser «páguese a» sino otra relativa al documento que se transmite («inscríbese como socio a», «transmito la propiedad de esta acción a»).

¹⁰⁰ Se trata de una diligencia dominada por los principios de buena fe y de apariencia: quien aparece externamente investido como titular debe ser tratado como titular real, de modo que será la sociedad la que haya de probar, en su caso, que el portador no es titular legítimo (conforme, DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 85); mas si inscribe de buena

Finalmente, la remisión al art. 20 LC resulta difícil de entender. La *Aktiengesetz*, en la que la LSA se inspira al emplear la técnica de la remisión en este supuesto, no se remite al art. 17 de la *Wechselgesetz*, precepto de dicha norma equivalente al art. 20 de nuestra LC. Ello ha sido interpretado por la doctrina alemana en el sentido de que «la buena fe del endosatario no le protege frente a las excepciones que se refieran a la existencia o al contenido del propio derecho de acciones, aunque ellas no resulten del documento».¹⁰¹ Se reconoce de este modo por la legislación y la doctrina alemana el carácter *causal* propio de las acciones. Se trata de valores intrínsecamente conectados a los estatutos sociales así como a los acuerdos de los órganos sociales que puedan incidir sobre el contenido de los derechos del socio de una sociedad anónima o comanditaria por acciones. La cuestión que plantea esta última remisión es la relativa a las posibilidades de la sociedad de oponer al endosatario de acciones aquellas «excepciones personales» que hubiere podido oponer al transmitente. Aunque la cuestión requiere, sin duda, un tratamiento mucho más atento y detenido, los puntos básicos del problema pueden centrarse así:

a) Qué ha de entenderse por «excepciones personales» en materia de acciones. En efecto, la sociedad puede exigir al adquirente de sus acciones el cumplimiento —cosa que parece obedecer al sentido de la oposición de excepciones en materia cambiaria— de todos aquellos derechos y obligaciones que deriven de la ley —v.gr., el pago de los dividendos pasivos—,¹⁰² de los estatutos y de los acuer-

fe a quien aparece como titular, la inscripción es correcta y produce sus efectos propios, *vid.* SANTOS, V., «Vencimiento y pago de la letra», *RDBB*, 1986, p. 562, para quien, además, y con razón, el deudor (la sociedad) habría de comprobar la identidad del tenedor de la acción pues ello entra dentro de la diligencia, aunque mínima, que el ordenamiento exige al, en nuestro caso, «deudor», *vid.* ob. cit., p. 563.

Vid., además, sobre la aplicación del art. 19 LC, DÍAZ GÓMEZ, M. A., *La transmisión*, cit., p. 8; VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 326.

Cabe recordar, finalmente, que el endoso de acciones nominativas no requerirá intervención de fedatario público, ya que, al amparo de la Disposición Adicional Tercera, n.º 1 LMV, sólo la transmisión de valores al portador requiere dicha intervención, *vid.*, entre otros, VELASCO SAN PEDRO, L. A., *La documentación*, cit., p. 329; MADRID PARRA, A., «La circulación de valores al portador y de los anotados en cuenta», *RDBB*, 1990, pp. 50 ss.; DÍAZ GÓMEZ, M. A., *La transmisión*, cit., pp. 4-5; DÍAZ MORENO, A., «La necesidad de intervención de fedatario público en la transmisión de valores», en *Derecho de los negocios*, n.º 0, p. 22. Sin embargo, cabe señalar que la exclusión de las acciones de este requisito no parece fundada en razones materialmente atendibles sino más bien en una política de fomento de la nominatividad de los valores mobiliarios. Piénsese que las acciones nominativas pueden circular como títulos al portador a través de un endoso en blanco sin que parezca necesaria la intervención, en tales casos, de fedatarios públicos.

¹⁰¹ Así, BARZ y WÜRDINGER, citados por DÍAZ GÓMEZ, M. A., *La transmisión de acciones*, cit., p. 8, nota 61.

¹⁰² Puede plantearse la cuestión relativa a la determinación de los sucesivos titulares de la acción a efectos de responsabilizarlos del pago de los posibles dividendos pasivos cuando la misma se ha transmitido mediante endoso en blanco y, por tanto, ha funcionado como título al

dos válidamente adoptados por los órganos sociales dentro de sus respectivas competencias, del mismo modo que el adquirente de acciones, como socio, podrá exigir a la sociedad las posibles contraprestaciones. El problema reside en determinar si la sociedad anónima puede exigir a sus socios el cumplimiento de derechos y obligaciones *de socio* que encuentren la fuente de su obligación fuera del marco de los estatutos sociales; esto es, si caben en la sociedad anónima española prestaciones accesorias determinadas fuera de los estatutos y vinculadas a las acciones del socio obligado. La respuesta ha de ser negativa, pues, por un lado, los arts. 9.º 1 LSA y 127 RRM parecen indicar claramente que en caso de establecerse prestaciones accesorias, su régimen ha de estar contenido en los estatutos sociales¹⁰³ y, por otro, no debe olvidarse que la sociedad anónima es una sociedad *registral*, de modo que ésta no podrá oponer al adquirente de acciones los pactos sociales no inscritos en el RM (cfr. art. 21 C. Com.), del mismo modo que no son oponibles frente a ella los pactos reservados entre los socios (art. 7.º 1 LSA).

b) En consecuencia, quizá pueda entenderse que el sentido de la remisión al art. 20 LC en materia de endoso de acciones se halla en proteger al adquirente de acciones frente a la exigencia por la sociedad a éste del cumplimiento de los posibles incumplimientos de las prestaciones accesorias imputables al transmitente con anterioridad a la transmisión, y en función de los cuales éste hubiera de responder ante la sociedad según el régimen estatutario o, a falta del mismo, según el sistema del Derecho común. Situación que, por lo demás, es difícil que se produzca si tenemos en cuenta que la transmisión de acciones que lleve aparejadas prestaciones accesorias queda condicionada, salvo disposición contraria de los estatutos, a la autorización de la sociedad según el régimen del art. 63 LSA (art. 65 LSA). En función de ello, sería interesante que en estos supuestos de

portador. A nuestro entender la cuestión tiene una sencilla solución: sólo aquellos que sean o hayan sido accionistas responden del pago de tales cantidades y sólo deberán reputarse tales a los que efectivamente fueron inscritos en el libro-registro de la sociedad (art. 55.2); quienes, habiendo sido adquirentes e incluso transmitentes de las acciones, no fueron inscritos como socios no pudieron ejercitar derecho alguno en concepto de tal por lo que en realidad no deben tampoco responder del pago de tales cantidades, *vid.* DÍAZ GÓMEZ, M. A., *La transmisión*, cit., p. 10, con cita de ASQUINI y DE EIZAGUIRRE, J. M., *El régimen de las acciones*, cit., p. 85.

¹⁰³ Para DUQUE, J. F., «Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas», en *Derecho de sociedades anónimas I. La fundación*, cit. pp. 53, 63, la determinación del régimen de las prestaciones accesorias es una cláusula estatutaria *condicionalmente obligatoria*, entendida como cláusula que ha de incorporarse a los estatutos cuando la sociedad contenga determinadas particularidades, una de las cuales pueden ser las prestaciones accesorias; en sentido equivalente, LÓPEZ SÁNCHEZ, M. A., «Configuración estatutaria de las prestaciones accesorias», en *Derecho de sociedades anónimas I*, cit. pp. 844-845, quien estima que no podrán reputarse prestaciones accesorias las obligaciones que asuman los socios frente a la sociedad fuera de los estatutos; tales supuestos serán pactos reservados sin relevancia social o bien relaciones ordinarias en los que los accionistas contratan con la sociedad como terceros.

acciones con prestaciones accesorias (especialmente cuando los estatutos excluyan la necesidad de que la sociedad consienta en la transmisión), así como en los relativos a acciones no liberadas y a acciones cuya transmisibilidad se halle estatutariamente restringida, los títulos/acciones contuvieran la cláusula «no a la orden» a fin de exigir la intervención de la sociedad en los actos traslativos y dotar de mayor seguridad a los mismos.