

“SA cerrada y SA abierta o bursátil en derecho continental. Características y diferencias”*

Enrique Guadarrama López

Sumario: I Introducción. II Precision terminología. III Caracterización, A) SA cerrada; B) SA abierta o bursátil; C) SA general. IV Función de los subtipos. V. Diferencias entre SA Cerrada y SA Abierta, A) Criterios formales; A.1 Cuantía del capital social y número de socios; A.2 Cotización bursátil y llamamiento al ahorro público; B) Criterios de fondo; B.1 Papel del socio dentro de la sociedad; B.2 Financiamiento y limitación de responsabilidad; B.3 Condición jurídica de socio y la acción; B.3.a) No emisión de acciones y SA cerrada; B.3.b) Transmisión de condición de socio y A en C; B.3.c) Clasificación de los sistemas desmaterializadores de los títulos acciones; B.3.d) Noción de valor mobiliario; B.4 Plano contractual privado e institucional público. VI Conclusiones.

I. Introducción

La historia de la SA en Derecho continental, en los últimos tiempos, nos muestra una clara tendencia de la institución a actuar en distintos campos.

Esa tendencia se orienta en un doble sentido: por un lado, hacia la “magnificación” de la figura y, por otro, hacia su “reducción”. La primera, entendida tanto por la expansión de la anónima en los diversos sectores económicos privados y públicos, como por ser la expresión de la SA de grandes dimensiones que participa en los mercados bursátiles. La segunda, se refiere a la adopción del tipo social por parte de empresas de reducido o mediano tamaño, inclusive de carácter familiar o artesanal, constituidas generalmente por un número escaso de miembros, en la cual se establecen algunos rasgos personalistas.¹

Ese fenómeno tiene distinta significación y, por tanto, tratamiento, en los variados ordenamientos jurídicos, según sean latinos o germánicos. En los primeros el resultado de esa doble vertiente de manifestación se refleja sensiblemente en el aparato productivo de cualquier país, debido a que la mayoría de las

* Este trabajo forma parte de la tesis doctoral presentada por el autor recientemente en la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid.

1 Ferri, G., explica el doble sentido en que la SA ha operado en el ámbito de la realidad: a) extendiendo la utilización de esta estructura organizativa dentro del campo de las acciones y, b) elaborando modelos organizativos que dado el número cerrado de tipos sociales y el esquema esencial del tipo legal, presentan diversas modalidades tanto en el aspecto estructural, como en el funcional, *le società*, pp. 366. Polo, A. indica que la SA ha sufrido el asalto concéntrico de diversos movimientos de signo y naturaleza contradictorios; de una parte, el individualismo familiar y privado y por otra, las exigencias de un capitalismo financiero, con su tendencia a la concentración. *Ante una nueva reforma de la Sociedad Anónima*, p. 32 y ss.

empresas integrantes de su sistema económico recurren a la anónima para configurarse como personas jurídicas. Las razones son conocidas: a) la atracción y acumulación de ingentes recursos económicos (a menudo, en pequeñas porciones), mediante la división del capital social en acciones, y b) la posibilidad de hacer frente mediante la limitación de responsabilidad y del principio de organicismo de terceros a la magnitud creciente de las empresas y a la distribución del riesgo empresarial.

En cambio, en Alemania sólo se presenta, en principio, la “magnificación” de la anónima, debido fundamentalmente a que la *AktG* reserva el tipo para las grandes empresas. Sin embargo, la *AG* busca desprenderse del molde rígido en que se encuentra, para tratar de ganar terreno en otros ámbitos económicos.

El hecho de que la anónima sirva de instrumento para el funcionamiento de grandes empresas, no es en sí mismo novedoso, pues desde la codificación y, aun con anterioridad, en sus orígenes — con las compañías coloniales —, se pensó y proyectó la figura como medio para la consecución de grandes proyectos económicos. Tampoco es novedoso que las pequeñas y medianas empresas recurran al tipo de la anónima, ya que los ordenamientos legislativos nunca han excluido dicha posibilidad, esto a pesar de que la intención del legislador siempre ha sido la contraria, es decir, configurar la SA para las grandes empresas; lo que ha sucedido es que este propósito no ha sido debidamente plasmado en preceptos legales.

La novedad en la práctica societaria, generadora de la “magnificación” o de la “reducción”, se tiene desde el momento en que se han presentado nuevas circunstancias en las grandes y en las pequeñas SA, en aquellas motivadas por el desarrollo incesante de los mercados bursátiles en los que se desenvuelven inmensas cantidades de recursos económicos, que repercuten directamente en la configuración de la anónima; y en el caso de las segundas, originadas por el hecho de que los integrantes de la sociedad, en la búsqueda de fórmulas para mantener el control en el acceso de nuevos miembros, acuerdan requisitos en función de la persona.

Esas nuevas circunstancias coadyuvan a que en los países latinos haya una creciente preeminencia y proliferación de la SA, respecto de los restantes tipos sociales comprendidos en el catálogo legal — particularmente la SRL — y al desdén y casi olvido de estos últimos; asimismo, originan que la SA general o clásica se vea desbordada en muchos puntos de su regulación, y en ocasiones, ésta resulte insuficiente para abarcar los aspectos novedosos.

De la flexibilidad legal que tiene la anónima dentro de los países latinos, ha surgido y crecido en importancia la opinión doctrinal sobre los subtipos de la SA. A ellos dedicamos la atención en el presente trabajo.

II. Precisión terminológica

En los países latinos de Derecho continental, la constitución de anónimas inmersas en la “reducción” y “magnificación” del tipo, es decir, con las peculiaridades que les brinda la ley al constituirse o al estar funcionando (cláusulas estatutarias restrictivas de la circulación de acciones o cotización de acciones en

bolsa) ha originado que la doctrina, al estudiar el tipo legal de la SA, elabore una clasificación de la misma en abierta y cerrada e intermedia entre ellas la SA *strictu sensu* o general.²

Esta clasificación no se plasma legislativamente en la mayoría de los países continentales, salvo Holanda, que distingue dos categorías de anónimas. Se trata, pues, de una clasificación doctrinal apoyada en las circunstancias fácticas que envuelven a la anónima de nuestros días. En Derecho inglés existe una diferenciación legislativa de los dos tipos de anónima, distinción que la jurisprudencia y ciertas legislaciones estatales en Derecho norteamericano reconocen plenamente.

La terminología doctrinal continental se inspira en la que se emplea y opera en Derecho anglosajón (*private y public company; close y public corporation*), aunque conviene hacer algunas precisiones:

a) A pesar de la evidente literalidad que muestra la expresión anglosajona "*public*", en Derecho continental no resulta acertado hablar de una SA pública para referir a la anónima que cotiza en bolsa, pues aquella connota su creación por parte del Estado, cuando en realidad se trata de significar la sociedad formada por particulares (nada impide que el Estado pueda ser un socio más) que recurren al mercado bursátil para obtener financiamiento. Es más exacto hablar de SA abierta.

b) La expresión SA abierta denota, *lato sensu*, la idea y atractivo tradicional de la anónima de favorecer la libre entrada y salida de los socios en la sociedad, aunque en *strictu sensu* se identifique como aquella sociedad que cotiza sus acciones en el mercado bursátil (a esta connotación aludiremos en adelante).

c) La propia expresión *public companies* en Derecho anglosajón denota la sociedad constituida por particulares y no las creadas por una ley del Parlamento para administrar un servicio público (Inglaterra) o a una persona moral de Derecho público creada por actos del Congreso o de las legislaturas estatales (EUA).

d) La expresión SA cerrada connota el cerco estatutario establecido por los socios para garantizar el control de quienes pretenden ingresar a la sociedad adquiriendo acciones. Es preferible su empleo al de SA familiar, que se refiere

² Girón Tena, J., habla de la SA cerrada, que se caracteriza por ser más o menos familiar, la SA prevista por el legislador y la gran SA o SA bursátil, peculiar de las grandes empresas de la economía actual, "Las reformas varias, pendientes y andantes de la sociedad anónima en España", *La ley*, núm. 2145, 17 enero 1989, p. 1; Rubio, J., denomina a la primera microscópica y a la última macroscópica. *Curso de Derecho de sociedades anónimas*, p. 28; Broseta Pont, M., *Manual de Derecho Mercantil*, p. 204; Barrera Graf, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, pp. 407-425; Ba Thanh, N., Los dos tipos de SA, p. 8; Polo, A., Ante..., pp. 66-67; León León, R., "Reformas a la ley bursátil mexicana" en *La reforma de la legislación mercantil*, p. 267; Sánchez Calero, F., *Instituciones de Derecho mercantil*, p. 177; Vicent Chuliá, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, T. I, p. 242; idem *Introducción al Derecho mercantil*, p. 93; Hemard, J./Terré, F./Mabilat, P., *Sociétés Commerciales*, T. I, pp. 549-554; Ripert, G., *Traité élémentaire de droit commercial*, p. 730; Nocquet, P., "Le critère de la dimension dans les sociétés commerciales", *Rev. Soc.*, 1974, pp. 651 y 662; Ascarelli, T., "Tipologia delle società per azioni e disciplina giuridica", *Riv. Soc.*, 1959, pp. 996-997; Gorla, G., "Problemi fondamentali delle società anonime", *Riv. Soc.*, 1960, p. 538, 545; Quintana, I., prefiere hablar de SA a secas (sin adjetivos ya que el de "cerrada" — según él pero sin precisarlo — ha quedado desprestigiado con la praxis de los últimos años) y la SA que hace llamada pública al ahorro para la colocación de sus acciones, "El capital social", p. 111. Se puede corroborar la tendencia doctrinal mayoritaria a considerar tres subtipos en la SA.

a la presencia de vínculos de parentesco o de amistad entre sus socios, pero no aquéllos de conveniencia (ideología, profesión, nacional, conservación de poder, etc.).

La presencia en la realidad societaria de tres subtipos o clases de SA muestra lo que en el fondo subyace: las tres cuentan con la SA como el tipo social patrón. Esto significa que deben contar, en principio, con las notas caracterizadoras de la anónima (división del capital social en acciones, responsabilidad limitada en los socios al monto de su aportación, estructura organicista, inscripción registral), lo que hace que se excluya su estudio del tema de la atipicidad societaria en la vertiente de creación de nuevos tipos sociales, pues los socios no desean constituir una sociedad distinta a las enumeradas en el catálogo legal, por el contrario, es la SA el tipo social que quieren constituir.

No está en duda que se trate de una SA, por ello se habla de subtipos de ella, sino de saber hasta qué punto el manto legislativo de la anónima, tanto por lo que respecta a las funciones que tiene atribuidas, como a la estructura de composición y funcionamiento, no es bastante para abarcar las circunstancias y consecuencias particulares que rodean a tales subtipos, así como los motivos y objetivos que éstos persiguen.

III. Caracterización. A) SA cerrada

La SA cerrada se caracteriza por el propósito que tienen los socios de contar con las ventajas de la anónima, dentro de una organización en que priven las condiciones personales de los socios en el acceso, permanencia y salida de la sociedad.

Por ser preponderantes los criterios personalistas, en ocasiones se identifica a estas sociedades con las anónimas familiares,³ lo cual sin ser del todo incorrecto, resulta una referencia incompleta. La SA cerrada, efectivamente, puede estar integrada con personas a las que las unan nexos familiares, sin embargo, a la par de la vinculación de los socios por parentesco, los lazos entre ellos — llamémosles socios cerrados, como mera identificación terminológica con el subtipo en cuestión — suelen estar basados en criterios de amistad, de afecto o de conveniencia. Tampoco es del todo generalizado aunque sí mayoritario, el hecho, que se trata de grupos con un número pequeño de personas.

Asimismo, los datos de personalización de la sociedad y de reducción en el número de socios no conducen a la afirmación de que el potencial económico de ese subtipo sea necesariamente exiguo, pues aunque suele presentarse en aque-

³ Puig Brutau., califica a la SA familiar como la forma jurídica adoptada para actividades industriales o comerciales realizadas por miembros de una misma familia, que funciona con criterios *intuitu personae* bajo el tipo SA "Algunas consideraciones sobre la llamada SA familiar" *RJC*, núm. 1958, pp. 567-576; De la Cámara Alvarez, M., *Estudios de Derecho Mercantil*, T.I, pp. 617-630; Vicent Chuliá, F., *Compendio...*, pp. 242-244. Para el Derecho italiano, vid. Simoneto, E. "*L'impresa familiare: dubbi interpretativi e lacune normative*", *Riv Soc.*, 1976, pp. 505-525.

llas sociedades que poseen o manejan escasos o medianos recursos,⁴ no hay óbice para configurar una sociedad de gran potencial económico, cuyos miembros pueden ser pocos y estar unidos con criterios personales o de conveniencia societaria — tratándose de grupos de sociedades — es decir, una SA cerrada de vastas dimensiones económicas.⁵

La caracterización de una SA cerrada no debe partir, por tanto, del número de socios ni del potencial económico, sino del cierre que establecen a través de los nexos personalistas o de conveniencia entre los socios.⁶

Ferri⁷ destaca el significado de la suscripción de acciones dentro de la SA pequeña: a) es un medio para el ejercicio colectivo de una actividad económica; b) determina la participación del socio en la gestión de la sociedad o, al menos, en la realización de los actos más relevantes; c) el interés del accionista se centra en el poder social atribuido por las acciones, considerando a éstas como el medio necesario para dirigir la actividad social, de la cual deben depender los resultados económicos; d) el socio asume un relieve decisivo y procura impedir que los otros socios modifiquen las líneas de la sociedad sin el acuerdo de los restantes socios.

En todo caso, lo que sí es factible hacer es clasificar la anónima cerrada en función del criterio de dimensión empresarial: pequeña SA cerrada y gran SA cerrada. La primera sería aquella de medianos recursos económicos, por lo regular identificada con la sociedad familiar o la formada por un grupo de amigos, cuyo número de socios puede ser variable, pero deben reunir una cualificación personal específica. La gran anónima cerrada se correspondería, por lo general, con aquella que forma parte de un grupo de sociedades, que también suelen ser cerradas, las cuales es posible que constituyan una sociedad bursátil; la vinculación personal se presenta más que como personas físicas, como personas jurídicas que pretenden conjuntar intereses y conveniencias comunes.

⁴ Así, Cortés, L.C., denomina SA cerrada a aquella que se tiene con el proceso de acomodación de la forma anónima a las empresas de pequeñas y medianas dimensiones económicas mediante su conversión en una sociedad cerrada y personalista de responsabilidad limitada, *Funciones de la sociedad anónima* p. 54.

⁵ El ejemplo más representativo lo tenemos con la Ford Co. norteamericana, que a pesar de ser una de las empresas con mayor poderío económico funcionó como una anónima cerrada (*close corporation*) hasta antes de enero de 1956, fecha en la que ofreció al público más de 10 millones de títulos. Fernández de la Gándara, *La atipicidad en Derecho de sociedades*, p. 153; Tunc, A., *Le droit américain des sociétés anonymes*, p. 306. Este último autor afirma de las *close corporations* en EUA: "las cifras son elocuentes... son las más numerosas y aseguran la cuarta parte de la actividad económica", *ibid.*, p. 305. En el mismo sentido, Jennings, R. y Buxbaum R., *Corporations. Cases and materials*, p. 334; Clark, L. and Kinder, P., *Law and business*, pp. 318-382; Garrido de Palma, V., "La sociedad anónima en el Derecho español", en *Socs. Cap.*, p. 20.

⁶ La graduación de la relevancia empírica de tales elementos se pone de manifiesto con la progresiva pérdida de valor de la norma sobre el capital mínimo y con la mayor familiaridad del jurista con los fenómenos inmersos en el "cierre" (transmisión limitada de acciones, suscripción restringida en los aumentos de capital, disciplina retocada de los órganos sociales), Montagnani, C., *Aumento legale di capitale e tipologia societaria*, *Giur. Comm.*, 1981, p. 544

⁷ Ferri, G., "Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni", *Riv. Soc.*, 1957, p. 39..

DOCTRINA

Una distinción de esta índole se encuentra en Derecho holandés.⁸

La caracterización de la SA cerrada con base en la vinculación personal de sus socios, es doctrinal. Refleja lo que sucede en la práctica. No obstante, encuentra apoyo legal mediante la posibilidad de establecer estatutariamente tanto restricciones a la transmisión de acciones (es decir, a la posición jurídica de socio), como condiciones personales para ingresar a la sociedad.

Las restricciones estatutarias se convierten así en la fórmula empleada en ese subtipo social para controlar el aspecto *intuitu personae* de la sociedad. Con ella, más que razones de adaptación del tipo a su objeto social, las finalidades que se persiguen son de dos clases: a) controlar la titularidad de los puestos de socio, es decir, un aspecto negativo de excluir a gentes que puedan perturbar la sociedad y, b) conservar el poder empresarial por medio del control del accionariado.

En la pequeña SA cerrada es probable que detrás de aquellas finalidades se pretenda mantener un lazo familiar o de amistad entre los socios, de manera que las condiciones exigidas a los propios socios sean en ese sentido. También que se busque reunir sólo a personas con determinados conocimientos técnicos o profesionales o de la misma ideología, o que no formen parte de sociedades competidoras, ya que eventualmente podrían transmitir información, o bien, que los socios deban ser nacionales y no extranjeros. Es decir, las cláusulas restrictivas suelen fungir como medio de selección de nuevos socios y de calificación de idoneidad de quien pretende serlo, pues se busca conservar la impronta original de la sociedad. A su lado se busca evitar, ante todo, que el patrimonio personal corra a la par de la suerte social; pero manteniendo, al propio tiempo, un margen estrecho de vinculación entre los socios.

En cambio, en la gran SA cerrada el tema que generalmente está en juego, con las restricciones estatutarias a la transmisión de acciones, es el relativo al control y equilibrio de poder dentro de los grupos de sociedades. Se busca, por parte de ciertos socios, no perder la mayoría y, por ende, la hegemonía sobre la sociedad, para ello, mantienen un determinado porcentaje de fuerzas respecto a grupos antagónicos. Pretenden evitar la especulación de sectores con intereses distintos al del control, que pueda reflejarse en las decisiones sociales, de manera tal que éstas no se adopten por un grupo desprovisto de la mayoría efectiva del paquete

⁸ De la pequeña SA puede hablarse en dos sentidos: la llamada a revestir una empresa en la cual el capital mínimo legal es elevado y, por tanto, suele permanecer inmovilizado, o aquella en que el capital apenas se ajusta al mínimo, pero es ridícula su relación con las actividades a desarrollar. Las primeras se asemejan a las sociedades personalistas, pues son grupos de escaso capital y pocos miembros en donde las cláusulas estatutarias aseguran una "semi-inamovilidad" de los socios. Las segundas tienen un tamaño empresarial regular o grande y una base accionarial cerrada, donde las decisiones son coadyuvadas por el *pater familia* o por el grupo dotado de particular influencia psicológica y donde la fungibilidad del accionista desaparece con repercusiones graves sobre la situación financiera de la sociedad, al provocar la disminución de la capacidad para allegarse de capitales, Montagnani, C., "Aumento legale...", pp. 539-541.

accionario. En tales hipótesis, la cláusula restrictiva permite a la sociedad asumir la función de consorcio.⁹

La vinculación personal de los socios cerrados incide en el mecanismo de financiamiento de la sociedad y en su funcionamiento interno. Generalmente en las pequeñas anónimas cerradas, las fuentes de financiación se circunscriben a los propios socios y familiares o amigos de éstos; no es dable recurrir al ahorro público, sea dentro del mercado bursátil (propio de la SA abierta) o fuera de él, mediante procedimientos de publicidad comercial sean espacios insertos en la prensa, anuncios colocados en lugares públicos o comunicados difundidos en la radio, la TV o el cine (como puede hacerlo la SA general). Simplemente no hay ofrecimiento público de acciones; algo similar ocurre con la gran SA cerrada que también requiere autofinanciarse a través de la ayuda del grupo de sociedades del que forma parte, o recurrir a financiamiento privado. Respecto al funcionamiento interno, en la pequeña anónima cerrada se presenta una coincidencia sustancial entre los tenedores del capital y quienes llevan a cabo la administración social (hay una clara semejanza con las sociedades personalistas).

En resumen, cabe decir que la SA cerrada es aquella que limita la transmisión de acciones dentro de sus estatutos y que por tanto, no hace un ofrecimiento público de sus acciones, ni dentro ni fuera del mercado de valores; el número de sus socios tiende a ser reducido, las relaciones entre ellos, ser de carácter personal (familiar, amistad, conveniencia) y limitar las fuentes de financiación a los propios socios.

B) SA abierta o bursátil

El aspecto medular de este subtipo de SA lo representa la cotización y negociación de sus acciones en el mercado bursátil y con ello, el llamamiento al ahorro público dentro del mercado de valores y la difusión de sus títulos entre el sector de inversionistas. Esta peculiaridad condiciona el funcionamiento del subtipo societario y provoca la presencia de dos situaciones: una, de derecho, consistente en que la normativa reguladora de la actividad bursátil le es aplicable a la SA que cotiza en bolsa; y, otra, de análisis doctrinal, en cuanto se suele ver a la negociación bursátil como una nota caracterizadora de ese subtipo, que ha originado la idea de que en realidad se trate de otro tipo societario. Ambas presentan una problemática de fondo.

Lo que entra en juego en la anónima abierta es una relación directa entre la sociedad emisora de acciones y el mercado bursátil. Es directa por ser las acciones la vía instrumental de las sociedades para allegarse de grandes masas de ahorro y por ser el mercado de valores el medio en el cual y mediante el cual se produce la canalización de los recursos económicos hacia las anónimas, al

⁹ Gatti, S., "Introduzione successiva delle clausole di gradimento e cambiamento della legge di circolazione dei titoli azionari", *RDC*, 1970, p. 341.

DOCTRINA

promover la conexión entre quienes desean invertir sus ahorros y quienes buscan allegarse fondos económicos.

Esa relación no implica que de no existir un mercado bursátil, no puedan emitirse y negociarse acciones, ni que aquél no pueda operar sin acciones que ahí se negocien. En el primer caso, al constituirse cualquier anónima debe, necesariamente, dividir su capital social en acciones; aunque éstas no lleguen a materializarse en títulos; ello no significa que la organización y funcionamiento de la sociedad no gire en torno a esa nota caracterizadora, pues en su caso, la titularidad de la condición jurídica de socio se hace desprender de los estatutos, tanto para la adquisición de la cualidad de socio y ejercicio de los derechos que le correspondan, como para la transmisión de dicha posición y la negociación de los derechos inherentes a ella.

En el segundo supuesto, las acciones representan uno de los diversos valores mobiliarios que son susceptibles de negociarse en el mercado (otros son las obligaciones, los diversos títulos del Estado, etc.); quizás sea el más significativo, pero no es exclusivo. Lo que sucede en esa relación es que cuando una anónima opta por el camino de la cotización bursátil sólo puede hacerlo en el mercado oficial de valores y no en otro; en esa medida, es condición previa y formal aunque independiente de la constitución de la sociedad —, el que realmente exista un mercado bursátil.

Respecto a las acciones, el hecho de negociarse en Bolsa no las desvincula de la SA; son, en ese sentido, dependientes de la emisora. La doctrina las califica de bienes de segundo grado objeto del mercado bursátil, por no tener un valor en sí mismas, sino que éste está en función de la situación que presente la emisora.¹⁰

Para el accionista, la suscripción de acciones en la SA bursátil no está en función de la voluntad de participar en el ejercicio colectivo de una actividad económica (aunque sí implique el ser partícipe en el riesgo empresarial), sino en la voluntad de realizar negocios provechosos que generen una remuneración adecuada y que conserve, al menos, el valor original de la inversión.¹¹

Por otro lado, bajo la perspectiva del análisis económico del Derecho, el mercado de valores facilita el contacto entre oferta y demanda de capitales destinados a la inversión de la empresa; asimismo, posibilita el resultado líquido o fácilmente liquidable de una inversión.¹²

¹⁰ Girón Tena, J., "Sociedades y Bolsa", p. 89; Zurita, J., "Incidencia en el ámbito societario de las directivas bursátiles", en *Ref. Ocho, Esp.*, p. 850; Galgano, F., *Diritto commerciale. Le società*, p. 188; Guyon, Y. denomina título de segundo grado al certificado expedido por la SICOVAM representativo de los valores depositados, en cuanto son creados por ese instituto y no por la persona jurídica emisora, "*Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières*", *Rev. Soc.*, 1984, p. 459.

¹¹ Ferri, G., "*Potere e responsabilità...*", p. 39.

¹² Cfr., La Villa, G., *Il diritto dei valori mobiliari*, pp. 7-8.

Ante esto, la caracterización de la SA abierta o bursátil se obtiene con el ingreso y permanencia de una anónima en el mercado de valores. Esa peculiaridad refleja el gran caudal económico que deba poseer esa sociedad — es común que se la califique como la gran SA —.

De hecho, este subtipo siempre mantiene la misma posición frente a la gran empresa, aunque la de ésta con respecto a la anónima bursátil no sea uniforme en todos los casos. En otras palabras, la SA abierta encierra en todo momento una gran empresa,¹³ pero en contrapartida, una gran empresa no siempre es una anónima bursátil.

En este punto hay que decir que ese subtipo de la anónima sigue teniendo la finalidad de captar ahorro público para canalizarlo a la sociedad, cuenta para ello con el mecanismo de la división del capital social en acciones, a la par de las reglas del mercado de valores. Sin embargo, éste, debido a su afán y preocupación por dar seguridad a los valores mobiliarios, ha descuidado la relación Bolsa-acciones-SA, y ha provocado que esa vinculación no sea del todo clara y que la bolsa en su desarrollo prescindiera, en muchas ocasiones, de los aspectos propios y particulares de la SA. Es así que se ha excedido la importancia que suele darse al perfil capitalista del socio, por encima del aspecto personal, hasta el extremo de que se piensa en proteger la posición de inversor y no de socio. Este parece no tener ese carácter ni le interesa demasiado serlo, se convierte en mero inversionista de la sociedad.¹⁴

Aunque por regla general no se permite imponer restricciones estatutarias a las acciones de las SA bursátiles, a efecto de cumplir con la fungibilidad que tienen asignada, en Derecho comunitario se permite una excepción cuando la apruebe el órgano encargado de autorizar la admisión y siempre que se trate de cláusulas de *agrément* o de autorización y que dicha cláusula no ocasione perturbaciones al mercado.¹⁵

C) SA general

Entre los dos extremos expuestos de la SA actual permanece la configuración legislativa básica y tradicional de ese tipo social. Se trata del modelo de sociedad

¹³ Es seguro que cuando una SA hace llamamiento al ahorro público hay una gran empresa, pero puede existir una gran empresa sin recurrir al financiamiento público. Libonati, B., "*Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*", RDC, 1983, p. 234.

¹⁴ En el caso de los mercados secundarios de valores su importancia se encuentra no simplemente en que determinada persona pueda adquirir los valores que no posee, sino en que el inversor pueda desprenderse de los valores adquiridos. Se tiende a proteger la inversión y se alcanza dicho propósito al facilitar la desinversión. Sánchez Calero, F., "La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta", en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, p. 186.

¹⁵ La primera directiva comunitaria en materia de bolsa, relativa a las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores, prevé la posibilidad en el anexo A, II, 2, de que las acciones admitidas a cotización estén sujetas a una cláusula estatutaria restrictiva de su transmisión, pero sólo cuando se trate de una cláusula de *agrément* o autorización y siempre que no se ocasione perturbaciones al mercado. Cfr., Zurita, J., "Incidencia...", p. 861; *idem.*, "El derecho europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español", RDByB, núm. 21, 1986, p. 23.

DOCTRINA

tenida en mente por el legislador, es decir, una anónima de carácter capitalista y abierta, en cuanto permite y de hecho es la hipótesis legal, el ofrecimiento público de acciones y la transmisibilidad de ellas, aunque a diferencia de la anónima abierta, ello no se efectúe en el mercado bursátil.

No se imponen condicionantes personales a los socios para ingresar a la sociedad, ni se establecen limitantes para transmitir las acciones. No es, por tanto, una sociedad cerrada sino abierta, puesto que la misma facilidad que se tiene para adquirir las acciones se tiene para transferirlas, sin que se requiera la anuencia de la sociedad.

La SA general no siempre tiene una vinculación con la gran empresa, como formalmente se ha pretendido. Es frecuente su constitución en pequeñas y medianas empresas, pero es posible en la gran empresa sin tener cotización en la bolsa.

En el aspecto cuantitativo, la SA general, en relación a la SA cerrada y a la SA abierta, es la más numerosa en la realidad.

Por lo general, se observan las precisiones legales en lo relativo a la posición del socio dentro de la sociedad (interés y participación en los destinos de la sociedad) y a la relación de los órganos sociales (carácter de mandatario del órgano de Administración respecto a la Junta general).

IV. Función de los subtipos

El tema de la función que tiene la SA cerrada y abierta está conectada con las notas de caracterización señaladas en el rubro anterior.

Hay que decir, en primer término, que en lo económico la función de la cerrada no es tan precisa como se observa en la abierta. En ésta, lo fundamental de la función económica, en lo cuantitativo y lo cualitativo, sigue siendo igual a la del siglo XIX: captación de capital entre el ahorro público y la transmisibilidad de las acciones sin responsabilidad personal para los socios, lo que sucede es que en la actualidad se experimenta una mayor incidencia de los elementos económicos dentro de la estructura de la SA. Se observa así, un incensante desarrollo del mercado bursátil, a la par del auge de la gran empresa, con repercusiones importantes y trascendentes en la anónima vgr. el tratamiento de la acción dentro de la Bolsa como un valor mobiliario y del accionista como un inversor.

La función de la anónima bursátil refleja la vieja concepción de servir para la reunión de enormes masas de ahorro para la consecución de grandes empresas, sólo que los numerosos propietarios asumen un carácter pasivo y se tornan en meros colocadores de dinero.

Por lo que respecta a la anónima cerrada cabe distinguir aquélla de escasa potencialidad económica, cuya función ha dejado de ser la de servir de instrumento para la captación de capitales entre el público, para convertirse en un medio por el cual un grupo de personas — generalmente en número reducido — participan en el tráfico mercantil separando su patrimonio y responsabilidad respecto al de la sociedad, pero sin descuidar la vinculación personal y estrecha que los une. Puede distinguirse, además, una anónima cerrada de mayor envergadura económica perteneciente a un grupo de sociedades cerradas entre sí, pero

con participación en anónimas bursátiles, en la cual haya una función indirecta de captación de recursos entre el público inversor. La función principal será la conservación de las cuotas de poder entre los socios, procurando en lo cualitativo un mayor margen de beneficios y de participación en el capital de la sociedad abierta de la que se es miembro. Si se tratare de una anónima cerrada sin participación en una abierta la consecución de capital se obtiene a través de financiamiento privado y no público.

V. Diferencias entre SA cerrada y SA abierta

A) Criterios formales

A.1. Cuantía de capital social y número de socios

La mayoría de las legislaciones cuentan con una regulación unitaria de la SA, en la que no se distinguen los subtipos cerrada y abierta.¹⁶ Ante esto, la diferenciación entre ambos subtipos hay que buscarla en aquellos sectores formales y de fondo que en la práctica pueden operar como distintivos en uno y otro.

Los criterios formales que pueden ayudar a distinguir una anónima cerrada de una abierta son la cuantía de capital, el número de socios y la cotización de títulos en Bolsa. Los dos primeros aparecen en el papel como relevantes, pero no lo son en la realidad.

En efecto, no es cierto que una SA cerrada tenga un capital relativamente modesto ni que una anónima de considerable capital sea incompatible con el carácter cerrado (vid nota 5). Ese primer rasgo diferenciador que se piensa está en función de la dimensión expresarial, no lo es tal, pues es factible la existencia de anónimas cerradas de importante poderío económico.

En el mismo tenor de irrelevancia se encuentra el criterio de número de socios, con él se pretende identificar a la SA cerrada con un número reducido de socios. El tener pocos socios no es sinónimo de una pequeña sociedad. Piénsese en las grandes sociedades cuyo número de socios (sociedades filiales) es exiguo.

A.2 Cotización bursátil y llamamiento al ahorro público

El tercer criterio formal enunciado sí ayuda a la distinción de los subtipos de la anónima, puesto que el carácter de anónima abierta o bursátil se obtiene del hecho de cotizar sus acciones en el mercado de valores, lo que no hacen la SA cerrada ni la general. En este punto hay que señalar que se ha superado la idea de que la distinción radicaba en que se hiciera o no un llamamiento al ahorro público, misma que generó muchos problemas al ser una idea bastante imprecisa

¹⁶ Algunos autores pretenden encontrar la razón por la cual el legislador no se decide a poner una distinción legal rígida entre los subtipos, en las desventajas prácticas de no permitir la posibilidad a una empresa de pasar sin mayores formalidades de un tipo a otro, Goría, G., "Problèmes...", *Rev. Soc.*, 1960, p. 540. Ripert, G., cit. por el mismo autor, atribuye la actitud del legislador a una "regla de igualdad democrática" contraria a toda diferencia entre los distintos sujetos de Derecho.

y no contar con una noción legal. Incurrían en ella las sociedades filiales.¹⁷

En **Derecho francés** se debatió la noción de llamamiento al ahorro público debido a la distinción hecha en la *Loi* 1966 de las formas de constituer una anónima, *avec appel public à l'épargne* y *sans appel public à l'épargne*.

De primera impresión parecía existir un paralelismo entre fundación simultánea con la ausencia de llamamiento al público y de la fundación sucesiva con el llamamiento al público, pero no puede deducirse que la primera tenga el carácter de sociedad cerrada. Por esa razón la interpretación que se hace del art. 72 de la *Loi* 1966 (modificado por la ley de 14 de diciembre de 1985), califica que una sociedad que hace un llamamiento al ahorro público cuando sus títulos están inscritos en una Bolsa oficial de valores o cuando para su colocación se recurra a intermediarios (bancos, instituciones de crédito, sociedades de Bolsa) o a cualquier otro medios de publicidad comercial dirigido a una masa anónima de suscriptores.¹⁸ La COB interpretó ese precepto de una manera amplia: las disposiciones del art. 72 sólo son indicativas, otros elementos pueden ser tomados en consideración, en particular el grado de dispersión de los títulos entre el público.¹⁹

Se dice que hay llamamiento público cuando los fundadores solicitan la suscripción de personas con las que no han tenido con anterioridad relación contractual alguna o cuando se dirige a un círculo determinado de personas (vgr. miembros de una asociación), siempre que se trate de destinatarios indiferenciados que no hayan tenido o mantengan relación con los fundadores.²⁰ También hay llamamiento público cuando sin recurrir públicamente al ahorro en caso de emisión y colocación de sus títulos, las sociedades acuden a los bancos o establecimientos financieros, para que éstos dentro de sus actividades habituales y de su funcionamiento reciban los fondos del público.²¹

En **Derecho italiano**, el art. 18 de ley 216 de 7 de junio de 1974 — complementado con la ley número 72 de 23 de marzo de 1983 —, regula la oferta pública para

¹⁷ Ba Thanh, N., *Los dos tipos de SA*, pp. 428-433; Gorla, G., "Problèmes...", p. 545; Puig Brutau, J., "Algunas consideraciones...", p. 574.

¹⁸ Guyon, Y., *Droit des Affaires*, T. I, p. 260; Sortais, J.P., "La noción de llamamiento al público en la nueva ley francesa de sociedades", *RDM*, núm. 111, pp. 7-15; Juglart, M. e Ippolito, B., *Traité de Droit Commercial*, Vol. II, pp. 31-32 y 75-76; Ripert, G. y Roblot, R., *Traité...*, p. 746; Hemard, J./Terré, F./Mabilat, P., *Sociétés commerciales*, T. I, pp. 555-559; Nocquet, P., "Le critère...", pp. 667-669; Hamel, J./Lagarde, G./Jaufret, A., *Droit Commercial*, T. I, p. 300; Jauffret, A., *Manuel de Droit commercial*, pp. 151-152; Guyénot, J., *Cours de Droit commercial*, T. II, pp. 600-601.

¹⁹ Juglart, M., e Ippolito, B., agregan la opinión de Bezard, jefe del servicio jurídico de la COB; el precepto establece los presupuestos del llamamiento al ahorro público; la prueba de tal ofrecimiento puede ser aportada por cualquier medio, op. cit., p. 31.

²⁰ Guyon, Y., op. cit., p. 261.

²¹ Nocquet, P., "Le critère...", p. 669. En contra, Guyénot, J., sostiene que una sociedad no hace llamamiento público cuando sus fundadores disponen de los capitales necesarios para suscribir la totalidad de acciones, no importa que entre ellos se encuentren bancos que hayan constituido un sindicato de emisión y vendan a continuación las acciones a sus clientes, siempre que éstos después de que la sociedad esté debidamente constituida y registrada no procedan a revender las acciones, *Cours de Droit commercial*, T. II, p. 601.

la adquisición o venta de acciones, obligaciones o cualquier valor mobiliario. En el apartado 18 *ter* enumera lo que se considera como actividad de solicitud de ahorro público: todo anuncio público de emisión; toda adquisición o venta mediante oferta al público; toda oferta de suscripción pública o de cambio de valores mobiliarios; toda forma de colocación a domicilio a través de circulares o por algún medio de comunicación masiva. En suma, se prevé la fórmula de solcitación del ahorro público mediante oferta de valores mobiliarios.²²

Para calificarse de pública (*rectius*: dirigida al público) se precisan 2 requisitos, uno negativo y otro positivo. El primero, consiste en no dirigirse a un círculo restringido de personas, con las cuales se consiga un contacto específico y que logre una contratación real; el segundo, implica el empleo de un medio publicitario masivo.²³

Se considera irrelevante el número de destinatarios (será dirigida a una pluralidad indeterminada de sujetos), pero debe cumplirse con la condición de ser una oferta *in incertam personam*.²⁴

El precepto no postula el anonimato de los instrumentos con los cuales se formula la oferta pública, tampoco los restringe a ser medios de comunicación no personalizada, pero dirigidos a la pluralidad de personas, por ello, se considera como forma de solcitación del ahorro público la venta a domicilio.²⁵

Se afirma que en la distinción de la oferta pública y la oferta privada opera como criterio decisivo la teleología del precepto, consistente en la necesidad de protección a los destinatarios de la oferta a través de una información adecuada.²⁶ En el fondo de la regulación mencionada está la *ratio* de la disciplina del mercado mobiliario; prevenir los peligros de distorsión y de perturbación de la dinámica del mercado.²⁷

En *Derecho mexicano* no está en duda la noción de llamamiento al ahorro público, pues el art. 2 LMV expresa que se considera se hace una oferta pública para suscribir, enajenar o adquirir títulos que coticen en Bolsa: la que se haga por algún medio de comunicación masiva²⁸ o a persona indeterminada. En todo

²² Colombo, G., "Tutela del risparmio e "controllo" della CONSOB", *Riv. Soc.*, 1988 p. 26. Sobre el tema vid. Di Chio, G., "La sollecitazione al pubblico risparmio: profilo di qualificazione", *Riv. Soc.*, 1988, pp. 801-813; Mignoli, A., "Quotazione e società", *Riv. Soc.*, 1982, pp. 1167-1178; Cannizzaro, G.-Chiappetta, F., "I valori mobiliari, l'offerta al pubblico e l'art. 12 della l. 23 marzo 1983, n. 77", *Giur. Comm.*, 1988, pp. 844-873; Pivato, G., "I titoli mobiliari e la borsa di valori in Italia. Impostazione e vie di soluzione di nuove problematiche", *Riv. Soc.*, 1975, pp. 446-495; Rossi, G., "Offerta al pubblico di titoli, controlli e strutture del mercato", *Riv. Soc.*, 1985, pp. 1-12; Marchetti, P., "Le offerte pubbliche di sottoscrizione e la legge 216", *Riv. Soc.*, 1981, pp. 1137-1165.

²³ Marchetti, P., *op. cit.*, pp. 1153-1154.

²⁴ Cfr. Di Chio, G., *op. cit.*, p. 802; Cannizzaro, G.-Chiappetta, F., *op. cit.*, p. 855.

²⁵ Rossi, G., "Offerta...", p. 6.

²⁶ Colombo, G., "Tutela...", p. 27.

²⁷ Di Chio, G., "La sollecitazione...", p. 809.

²⁸ Los medios a través de los cuales se difunde una oferta pública de valores no son exclusivos de los denominados masivos tales como la radio, TV, o prensa. Debiera incluirse la entrevista personal, las charlas o conferencias realizadas por personas naturales o morales, dirigidas a un número de personas determinadas... la utilización del teléfono para establecer contactos personales a través del proceso denominado *cold calling*. Igarúa Araiza, O., *Introducción al estudio del Derecho bursátil mexicano*, p. 47.

caso, hay que interpretar esto último como el ofrecimiento que se hace por un conducto distinto a un medio de comunicación masiva, vgr. insertos en lugares públicos, folletos, etc. Según se desprende del precepto, la oferta la hace la emisora cuando se trata de vender o enajenar títulos, pero la efectúa una persona distinta a la emisora (socio o no de ella, sea particular u otra sociedad) cuando lo que busca es adquirir títulos de aquélla (situación de excepción es la adquisición de la sociedad de sus propias acciones). En el resto de la Ley no aparecen reglas específicas para este último supuesto, lo cual es grave si pensamos en la importancia que tiene la transparencia de operaciones en el funcionamiento del mercado.²⁹ La mayoría de los ordenamientos en Derecho comparado regulan esa faceta de la oferta pública.

Por otra parte, si atendemos al ámbito de aplicación de la LMV (art. 1º) que se refiere a la oferta pública de valores formulada por la SA abierta dentro del mercado bursátil, surge la interrogante de si una anónima general puede hacer una oferta pública de sus acciones fuera del mercado de valores (si lo hiciera dentro se trataría de una SA abierta) y, en su caso, le son aplicables las reglas de la LMV.

De entrada parecería que sí fuera posible debido a que la LMV prevé la sanción de "prisión de uno a diez años y multa de mil doscientos a doce mil días de salario mínimo quienes hagan oferta pública de títulos... cuando no estén inscritos en el Registro..." (art. 52, fr. II).

Sin embargo, pueden plantearse dos fórmulas de solución:

a) Al tratarse de una oferta pública de valores, llamados en Derecho comparado "valores mobiliarios o negociables", interesa saber la connotación de éstos. A reserva de volver adelante sobre el particular, hay que decir que son títulos emitidos para cotizar y negociarse en el mercado bursátil, por lo cual en la anónima general queda grande el presupuesto normativo para las acciones en su concepción clásica de títulos valores que no son negociados en Bolsa. Ello no significa que no sea factible el caso hipotético de que una anónima general lance una oferta de sus acciones en algún medio masivo de comunicación u otro distinto, pero dirigido a personas indeterminadas (después de todo no deja de ser una SA abierta, *lato sensu*), siempre que no se trate de títulos emitidos en serie o en masa, que es una característica esencial y exclusiva de los valores bursátiles; si así lo fuere es indiscutible la aplicación de la LMV, en particular de la sanción antes indicada.

Lo que no será posible es pretender someter la oferta de títulos no emitidos en serie o en masa a los lineamientos de la LMV, pues no sólo cuenta el hecho de

²⁹ Vid. H. León Tovar, S., "Control de sociedades mediante oferta pública de adquisición de acciones", *BMDC*, núm. 64, p. 133; Igartúa Araiza, O. *op. cit.*, pp. 42-44. En contra, León León, R., "Reformas a la Ley Bursátil mexicana", p. 272. Con relación al punto de la oferta pública en el mercado bursátil, Barrera Graf, J. hace un análisis de la vinculación del tema con la constitución sucesiva o pública de la anónima e indica que ésta parece referirse a sociedades ya constituidas, "Formación y constitución de la sociedad anónima", *CIII*, pp. 867-868. Sobre el particular Ripert indica que las acciones son negociables y en consecuencia sólo pueden ser inscritas a cotización en bolsa hasta que la sociedad está definitivamente constituida; la inscripción a la cotización no caracteriza por consiguiente el modo de constitución, *Traité...*, p. 745.

que estén colocados en planos operativos distintos (dentro y fuera del mercado bursátil), sino más importante, que el objeto que se ofrece al público, a pesar de ser acciones de una SA, tienen connotación y repercusión distinta según coticen o no en Bolsa. No hay que olvidar que las reglas para las acciones de una anónima general son aplicables en su mayoría a la SA bursátil, pero las de ésta no es dable exigir su observancia en aquélla. Podría tratarse, inclusive, de una cantidad de acciones que no puedan llegar a tener una circulación amplia ni significativa en relación con la magnitud del mercado o de la empresa emisora, como lo exige el art. 14, frs. II y III de la LMV, para que un valor pueda inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y, sin embargo, ser una oferta pública de una anónima general.

b) Si por el contrario, aludiéramos al concepto “valor” de manera amplia, como sinónimo de título emitido por una anónima, pero sin insistir en que se debe cotizar en bolsa y ser emitido en serie o en masa, tendrían que aplicársele las reglas de la LMV, al entrar en juego a la par de los intereses privados, intereses colectivos y del Estado, que se buscan salvaguardar con la legislación bursátil —no habría una concepción estricta de lo que es valor mobiliario o bursátil—, en cuyo caso la Comisión Nacional de Valores (CNMV) podría ordenar la suspensión de las operaciones, al tenor de la facultad que le reconoce el art. 41, fr. VIII de ordenar la suspensión de operaciones e intervenir administrativamente a las personas o empresas que, sin la autorización correspondiente, realicen operaciones de intermediación en el mercado de valores o efectúen operaciones de oferta pública respecto de valores no inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios”.³⁰

B) Criterios de fondo

B.1. Papel del socio dentro de la sociedad

Los criterios de fondo resultan más significativos para distinguir una anónima cerrada de una abierta. En primer término se tiene el rol que juega el socio dentro de la sociedad, en función del interés particular que persigue y de su posición de poder.

Al respecto, la doctrina distingue al socio-empresario del accionista-inversor.³¹ Aquél predomina en la SA cerrada y el segundo en la SA abierta.

Por lo regular, tanto los socios “cerrados” como los pertenecientes a la SA

³⁰ Bajo esta segunda perspectiva se encuentra el punto de vista de León León, R., op. cit., pp. 266-267. Cfr. para la naturaleza jurídica y mecánica de la oferta pública, H. León Tovar, S. “Control...”, pp. 131-134, e Igartúa Araiza, O., *Introducción...*, pp. 37-42.

³¹ Cfr. Ferri, G., *Le società*, pp. 384-385; idem. “Potere e responsabilità...”, pp. 35-41; Ascarelli, T., “Tipologia delle società...”, pp. 996-998; Girón Tena, J., “Las reformas varias...”, pp. 2-4; Menéndez Menéndez, A., *Ensayo sobre la evolución actual de la sociedad anónima*, pp. 12-14; Cortés, L.J., *Funciones...*, pp. 20-21; Polo, A., *Ante una nueva reforma...*, pp. 117-118 y 129-132; Vicente y Gella, A., “La anónima del romanticismo a la hora presente”, p. 460; Rathenau, W., “La realtà della società per azioni”, *Riv Soc.*, 1960, pp. 928-929; Auletta, G., “L’ordinamento della società per azioni”, *Riv Soc.*, 1961, pp. 7-8; Bonneau, T., “La diversification des valeurs mobilières: ses implications en droit des sociétés”, *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et Droit Economique*, 1988, pp. 575-576; Ba Thanh, N., *Los dos tipos de SA*, pp. 214-215.

general, conservan la *affectio societatis*, en cuanto hay vínculos afines entre ellos y en cuanto están interesados y les afecta la forma como se desarrollan las actividades sociales. Se interesan, directa o indirectamente, por la gestión de la sociedad. Consideran el derecho de voto como esencial, pues les representa una garantía efectiva de sus derechos pecuniarios.

En cambio, en la SA abierta desaparece la *affectio societatis*, ni siquiera es posible que los socios se conozcan entre sí. El socio sólo es un tenedor de la acción cuyo vínculo con la sociedad se reduce a la mera detentación de un título negociable emitido por la sociedad. Al interesarle únicamente las oscilaciones bursátiles no ve ninguna utilidad al derecho de voto.

La actitud del accionista-inversor se puede resumir así: en las épocas buenas tiene en mente la distribución máxima de dividendos, sin importarle que la sociedad pueda caer en un bache económico por haber sacrificado el auto-financiamiento en aras de una distribución de beneficios demasiado generosa (tiene un interés individual egoísta en oposición al interés social); en las épocas malas, busca desprenderse lo antes posible de sus acciones, por ello le es atractivo el carácter mobiliario del título, ya que es más fácil ejercer su derecho de salir de la sociedad cuando las acciones se negocian libremente en Bolsa, que el luchar por su ejercicio dentro de la sociedad.³²

El predominio actual del accionista-inversor, no descarta, antes bien fortalece, la coexistencia del mismo con el socio-empresario, en cuyo caso pueden provocar conflictos de intereses: los accionistas permanentes o estables buscan la colocación y no la especulación, es decir, desean que la sociedad logre ganancias elevadas sin soportar demasiados riesgos, mientras que los accionistas que sólo están de paso en la sociedad, luchan por obtener el máximo beneficio de las diferencias en las cotizaciones,³³ aquéllos tiene el control de la sociedad y éstos son meros prestadores de recursos económicos.

Por ello, el grupo de socios-empresarios, al preocuparse por la defensa de la sociedad, busca por todos los medios asegurar la imposición de su voluntad convirtiéndola en voluntad social (recurren al sistema de cooptación de todos o de la mayoría de los puestos del Consejo de Administración).

Se presenta así la disociación capital-riesgo, pues el grupo de control a pesar de no representar la mayoría del capital fija los lineamientos de la sociedad, determina los resultados y establece cuándo deben repartirse las utilidades. El poder se concentra en una minoría inversamente proporcional a las dimensiones de la sociedad.³⁴

El principio mayoritario, esencialmente democrático, cede ante el principio

³² Cfr. Ba Thanh, N., *Los dos tipos de SA*, pp. 76-78.

³³ En la mente del accionista-inversor hay la idea de ser un "acreedor de remuneración variable", que se aproxima a la posición de un obligacionista, Polo, A., *op. cit.*, p. 131; Menéndez Menéndez, A., *op. cit.*, p. 52.

³⁴ Auletta, G., "L'ordinamento...", p. 8. En realidad el concepto de gran accionista ha dejado de tener vigencia, pues su aportación a la sociedad representa un porcentaje muy ínfimo del capital social. Rathenau, W., "La realtà...", p. 923.

oligárquico de preeminencia del mayor interés de quienes mandan en la sociedad.³⁵

Ese fenómeno se describe con la fórmula: posición de poder a la que no corresponde una responsabilidad idéntica (*power without property*) y riesgo o responsabilidad sin correspondencia directa con el poder (*property without power*). Sobre el particular surgen variados problemas que dado los propósitos de este trabajo no es dable analizar (ausentismo de socios, preeminencia de los administradores, categorías especiales de acciones, etc.).

B.2. Financiamiento y limitación de responsabilidad

En el caso de la anónima cerrada, al no hacer un llamamiento al ahorro público ni cotizar sus títulos en Bolsa, tiene que recurrir al autofinanciamiento mediante una restricción de su política de distribución de dividendos o, en su defecto, a financiamiento privado (bancario, industrial, etc.).

En la segunda fórmula — financiamiento privado — además de tener que pagar más caro el coste de los préstamos debido a que sus acciones por falta de negociabilidad no presentan ningún interés a los acreedores,³⁶ se torna virtual el atractivo de la limitación de responsabilidad de los socios, merced a que los acreedores económicamente más fuertes están en condiciones de exigir formas suplementarias de garantías y, en particular, de exigir la garantía real o personal de uno o más de los socios con solvencia suficiente; en cambio, los acreedores modestos no lo pueden hacer y deben contentarse con la garantía del capital social.

Esta situación provoca una serie de consecuencias: a) que haya una responsabilidad ilimitada de los socios frente a los acreedores más poderosos y con ello una condición de socios colectivos de quienes prestan la garantía personal;³⁷ b) la responsabilidad ilimitada redundando en un mayor control por parte de los socios cerrados respecto a las cualidades personales de eventuales nuevos socios; c) el postulado de la responsabilidad limitada deja de ser, en principio, un atractivo para los socios para constituir una anónima (empero, muchas otras razones hacen que continúe su predominio entre los demás tipos sociales); en el caso de la SRL, se encuentra en la misma situación de la anónima, por tanto, no proporciona dato relevante en los motivos por los cuales los socios no optan por ese tipo social en

35 Cfr., Polo, A., *Ante...*, pp. 131-133. En caso de los grupos de sociedades, el accionista de las sociedades controladas termina por encontrarse en una situación "colonial", en cuanto está excluido *a priori* de las deliberaciones que se desarrollan en la sociedad cabeza del grupo y en las que se determina su suerte, Ascarelli, T., "Tipologia...", p. 998.

36 La sociedad por su dimensión (pequeña o mediana) y su necesidad de crédito debe aceptar el precio y las condiciones de venta dados por el mercado y debe someterse al arbitrio de banqueros y del mercado financiero para poder obtener crédito y colocar sus títulos en el supuesto de aumento de capital o de emisión de obligaciones. Auletta, G., "L'ordinamento della società per azioni", p. 7.

37 La responsabilidad personal llevada al extremo de los socios, más que la consecuencia de responder por la sociedad, es una sanción patrimonial penal. Se pierden los caracteres verdaderamente esenciales de la SA y se torna en figuras no híbridas, sino fuera de serie, Mossa, L., *Società per azioni*, en *Trautman del nuovo diritto commerciale*, T. IV, p. 3.

vez de la SA; d) la distinción de dos categorías de acreedores sociales, los de garantía limitada y los de garantía ilimitada. Los primeros económicamente son los más débiles (masa de trabajadores, dependientes, empresarios auxiliares — agentes, comisionistas —, pequeños proveedores), frente a ellos opera el principio de responsabilidad limitada, pues no están en condiciones de subordinar el crédito que hacen a la sociedad, a la concesión de garantías de parte de los socios, por tanto, son quienes corren el riesgo que implica la insolvencia de la sociedad. La segunda categoría de acreedores se constituye por quienes poseen poder económico (bancos, grandes empresas industriales), que salvaguardan sus créditos con la garantía subsidiaria de los socios, cuya solvencia cubra el importe de sus créditos.³⁸

La situación descrita para la anónima cerrada es dable encontrarla en la anónima general — que tampoco recurre a la cotización bursátil —, sobre todo si se constituye con un capital exiguo y desproporcionado al tipo de actividad económica que desarrolla, pues para poder operar requiere de préstamos dinerarios, materias primas, mercancías, etc., proporcionados por instituciones de crédito o grandes empresas proveedoras, a cambio de la garantía personal de alguno o varios de los socios.

En la gran SA que cotiza en Bolsa, la situación difiere respecto de la cerrada y de la general por recibir el financiamiento público dentro del mercado de valores. Empero, en lo referente a la financiación privada la traslación del riesgo empresarial, tratándose de grupos de sociedades (que es como generalmente acuden al mercado bursátil), se dirige no hacia la persona de alguno o varios socios, sino hacia la sociedad que encabeza el grupo. Se establece la fórmula de asistencia financiera a las sociedades que están bajo su control, con lo cual, la sociedad dominante figura como garante frente a terceros acreedores del cumplimiento de las obligaciones contraídas por las sociedades controladas.

La cotización bursátil de una anónima guarda estrecha relación con el principio del capital mínimo. Evidentemente, la SA abierta no puede ampararse, para operar dentro del mercado bursátil, en la cantidad establecida por las distintas leyes de Derecho comparado para la SA en general, por el contrario, requiere un capital mínimo cualificado. Se faculta a la Comisión de Valores de los diversos países la fijación y exigencia de la cantidad que habrá de poseer la sociedad como capital mínimo para recibir la anuencia de ingreso en el mercado. Se busca, en todo caso, que sea bastante para mantener un margen significativo de operatividad y no entorpecer el debido funcionamiento del mercado. Así, la LMV mexicana en el art. 81, fr. IV establece que la CNMV “al otorgar la autorización respectiva, señalará las condiciones y requisitos a que deberán someterse la emisora y la casa de bolsa colocadora”. Por su parte, en el primer párrafo del apartado I.1 del anexo A de la primera directiva comunitaria en materia de Bolsa,

38 Cfr. Gaigano, F., *Diritto...*, pp. 203-205; idem., *La società per azioni*, en el *Trattato di Diritto commerciale e di Diritto Pubblico dell'economia*, Vol. settimo, pp. 7-8; Menéndez, A., *Ensayo...*, pp. 50-51; Auletta, G., “L'ordinamento...”, p. 7; Garrido de Palma, V.M., “La sociedad anónima en el Derecho español”, p. 14.

relativo a las condiciones para la admisión de acciones a cotización oficial en bolsas de valores, se establece la previsión del tamaño mínimo que debe tener la sociedad para cotizar en Bolsa: “la capitalización bursátil previsible para las acciones cuya admisión a cotización oficial se solicite o, en caso de que este dato no pueda evaluarse, los recursos propios de la sociedad, incluidos los resultados del último ejercicio, deberán alcanzar, al menos, un importe de un millón de ECUs”.

B.3 Condición jurídica de socio y la acción

En la configuración de la posición jurídica de socio hay que considerar, en general, dos aspectos: la estructuración de la transmisión de dicha calidad y el problema de un documento que la represente.

El primer aspecto, el de transmisión de la cualidad de socio, tiene una vertiente jurídica y otra económica. En lo jurídico, implica la opresión que puede ejercer la mayoría sobre el socio sin que se altere la continuidad de la sociedad y, por otra parte, el mecanismo de defensa del socio frente a la mayoría; en lo económico, significa liquidez para el titular de la acción, pues puede convertir ésta en dinero en cualquier momento. El funcionamiento de ese mecanismo de defensa del socio difiere en los distintos subtipos societarios.

El segundo aspecto encierra la consideración de si el socio tiene o no derecho a un título que lo acredite como tal. Al respecto hay que recordar el hecho de que el documentar la acción es producto de la técnica de circulación que persigue las finalidades propias de los títulos valor: el reconocer legitimación al titular del documento y facilitar la transmisión de la cualidad del socio incorporada al título, esto mediante una adecuada separación del valor patrimonial que posee la condición de socio, respecto al patrimonio de la sociedad. Este punto también recibe diversos enfoques en los subtipos de la anónima.

En relación a la condición jurídica de socio, la anónima cerrada establece mecanismos de personalización. El principal se tiene en las restricciones estatutarias a la transmisibilidad de la posición de socio, a efecto de informar previamente a la sociedad el proyecto de ceder las acciones (se tiende a subordinar la validez de las transmisiones a la previa aprobación de la sociedad) y para el ejercicio del derecho de opción a cargo de los socios. A ese instrumento se agregan otros más, como son el no tan relevante, pero sí significativo de la no emisión de los títulos acciones y el de fijar en los estatutos prestaciones accesorias a la obligación principal de aportación, determinando su contenido, duración, modalidad y contraprestación. Si se vincula el contenido de la prestación accesorio a la acción y ésta es de circulación restringida, se obtiene una mayor acentuación de la armazón personalista de la sociedad, en cuanto existe una colaboración personal de los socios como pauta de organización y gestión de la sociedad.

Esos mecanismos de cierre repercuten en la organización y funcionamiento interno de la sociedad: a) hay una consolidación del poder empresarial en manos de quienes poseen la mayoría y ejercen la dirección de la sociedad; b) la minoría puede quedar “prisionera de sus títulos” si no se autoriza la enajenación de los

misimos; c) en el supuesto de existir pocos socios, es posible conjugar la calidad de socio con la de administrador, como ocurre en las sociedades personalistas, es decir, que dirección y propiedad sean sustancialmente idénticas. Esto último sirve como mero criterio descriptivo general, pues sucede que en muchas sociedades no todos los socios participan activamente en la dirección de los negocios.

B.3.a) No emisión de acciones y SA cerrada

Referente al título acción, que es una de las tres facetas que comprende el estudio tradicional de la acción (sea como parte del capital social —determinación anticipada del número de posiciones de socio que luego pueden cubrirse—; sea como el conjunto de derechos y obligaciones del socio —contenido de la posición jurídica del socio en general—, y como título-valor-documento que incorpora la posición de socio y sirve para acreditar, ejercitar y transmitir dicha posición de socio—), en la anónima cerrada suele no expedirse en ningún momento de la vida social, aunque no por ese hecho los socios dejan de tener el carácter de tales, pues el documento no tiene por sí mismo un carácter probatorio exclusivo, lo que ocurre es que de esa manera se inmovilizan los puestos de socio y se coadyuva en el propósito de quienes integran la sociedad de permanecer cerrada ante personas que no desean formen parte de ella.

En esos casos de no emisión de acciones, para probar la titularidad se recurre a las referencias de la escritura constitutiva, como ha reconocido la jurisprudencia mexicana³⁹ y regulado el Derecho italiano.

En **Derecho italiano**, aunque no referido de manera particular a las anónimas cerradas, sino a la SA en general, el real decreto de 29 de marzo de 1942, núm. 239 que contiene normas interpretativas, integradoras y complementarias del real decreto de 25 de octubre de 1941, núm. 1148, relativo a la nominatividad obligatoria de las acciones, establece en el art. 5 que la “SA tiene la facultad de deliberar en asamblea extraordinaria la no distribución de títulos acciones entre los socios. En tal caso, la cualidad de socio se prueba con la inscripción en el libro de socios y los vínculos reales sobre la acción se constituyen mediante anotación en el mismo libro”. Esta disposición dentro del sistema general de sociedades puede parecer poco oportuna, en cuanto reduce las diferencias existentes entre la SA y SRL, empero, si una SA decide no emitir los títulos acciones no deviene por ese hecho en una S de RL; la prueba de ello no sólo en las diferencias legales existentes entre uno y otro tipos (la cuota puede ser de diverso monto, mientras la acción aún sin emitirse debe ser de igual valor); la SRL no puede adquirir sus propias cuotas, lo que sí puede hacer la SA con sus acciones si se cumplen ciertas

³⁹ La SCJ mexicana sostuvo en una sentencia de 26 de noviembre de 1981 que cuando se demanda la entrega de las acciones y éstas no se han emitido, podrá acreditarse la condición de socio con los certificados provisionales, pero si es el caso de que éstos tampoco se expidieron, una persona podrá acreditar su cualidad de socio por otros medios, sean testimoniales, confesionales, documentales, etc., SJF 7ª ep., Vols. 151-156, 4ª parte, amparo directo 2150/81, María González de Villareal de Elizondo, p. 286.

condiciones; es distinta la disciplina de la asamblea de socios y la duración del mandato de los administradores, etc., sino también en que la emisión de la acción no constituye un elemento esencial de la disciplina de la SA.⁴⁰

En **Derecho español**, el art. 44 de la versión del proyecto de LRA-CEE del Congreso de los Diputados, hacía alusión a que la sociedad podrá no estar obligada a emitir títulos representativos de las acciones cuando sean nominativas. Esa disposición se suprimió en la redacción final de la LRA-CEE y LSA Ref.

En suma, lo que sucede es que por un lado, el nacimiento de la titularidad del carácter de socio depende más que de la creación del título (se es socio independientemente de la acción), de la constitución válida de la sociedad y, por otro, las necesidades referentes a la prueba de la titularidad, transmisión, constitución de derechos limitados, etc., se satisfacen por medios comunes (referencia al documento constitutivo, cesión de derechos).⁴¹

Para la anónima general opera igualmente la construcción doctrinal, jurisprudencial y legislativa de que en nada influye para el nacimiento de la titularidad de la posición jurídica de socio la no emisión de los títulos acciones, pues es de mayor trascendencia la constitución válida de la sociedad y, por ende, el contenido de la escritura constitutiva. Es posible que por consentimiento unánime se resuelva la emisión de acciones, pero no lo es el hecho de que a través de un acuerdo mayoritario se excluya la posibilidad (los socios minoritarios podrían impugnar el acuerdo), como tampoco operaría si se tratase de una mención estatutaria (en aquellos ordenamientos que no contemplan la posibilidad).⁴²

B.3.b) Transmisión de condición de socio y A en C

Tocante a la transmisión de la condición de socio en la anónima general, no aparece ningún obstáculo legal ni estatutario para que un socio decida desprenderse de sus acciones y abandonar la sociedad. Los obstáculos devienen de hecho, ante la dificultad que significa encontrar a alguien que quiera ingresar en la sociedad, sobre todo si lo que se busca es invertir y no participar en la sociedad. Siempre resulta más atractivo para estos casos adquirir acciones y títulos de anónimas bursátiles.

En la SA abierta o bursátil la situación difiere enormemente. En primer lugar, se presenta el fenómeno creciente, ya aceptado y regulado, de la desmaterializa-

⁴⁰ Frè, G., *Società per azioni*, pp. 175-177; Spattaza, G., indica que en caso de no emisión de acciones la participación del socio no se transforma en cuota, *Le società per azioni*, pp. 205-106; Graziani, A., *Diritto delle società* p. 455 y Brunetti, A., *Trattato del Diritto delle società*, T. III, p. 144 y ss, señalan que las acciones son entidades autónomas y distintas aún cuando pertenezcan a un mismo socio, mientras la cuota es la medida de la participación de la persona del socio a la sociedad.

⁴¹ Girón Tena, J., *Derecho de sociedades anónimas*, p. 63. El papel no es tan importante, a lo que debe atenderse es a los intereses sociales que hay que satisfacer, Abascal Zamora, J. M., "Las acciones de las sociedades anónimas", *CIII*, p. 930.

⁴² Girón Tena, J., *idem*. Sobre el particular, Abascal Zamora, J. M., señala que es usual la no emisión de títulos en el plazo legal y enumera alguno de los problemas jurídicos y prácticos que pueden surgir, "Palabras preliminares", en *Las sociedades anónimas*, *CIII*, pp. 850-851.

ción de los títulos acciones. En él se da una superación de las funciones de los títulos valores (incorporación del derecho al documento y la necesidad de tenencia de éste para el ejercicio de aquél), provocada, por un lado, por el avance tecnológico de la informática y, por otra parte, por la masificación de los títulos — la cifra nominal de la acción sigue siendo pequeña debido a las necesidades propias de la captación de ahorros — y la consecuente elevación del coste de tiempo de manipulación y del grado de dificultad de su manejo físico (tanto en el momento de creación, como en el de circulación y depósito). De esa manera hay una supresión del papel como soporte técnico de los títulos, en su lugar aparecen las A en C (anotaciones en cuenta).⁴³

El Derecho alemán es el primero en afrontar cronológica y dogmáticamente el problema de la masificación de los valores mobiliarios y la alternativa de las A en C.⁴⁴

Ante las trabas y dificultades prácticas que acarreaba la incorporación de un derecho a un documento, el desarrollo jurídico se encaminó por la vía de la reducción del elemento de la "incorporación", con la consiguiente pérdida de función de la institución de los títulos valor.⁴⁵

Hueck y Canaris⁴⁶ distinguen varios niveles en la evolución de la desmaterialización de los títulos-valor:

La *DepotG* (Ley sobre depósito y adquisición de títulos-valores de 4 de febrero de 1937) introdujo la figura del depósito conjunto o colectivo de valores (*Sammelverwahrung*), a la par del depósito especial o singular (*sonderverwahrung*). Aquél opera a través de Bancos colectores de títulos-valor (*Wertpapiersammelbanken*) denominados también *Kassenvereine* (§-III *DepotG*), en los que se centralizan y custodian todos los títulos-valor de la misma categoría y de carácter

⁴³ En el fondo — dice Uría — las A en C no es algo absolutamente nuevo en el mundo de la SA, pues era ya conocida la existencia de acciones sin título anotadas en cuenta a efectos probatorios y legitimadores. Es decir, las A en C ofrecen muchos puntos de contacto con las acciones nominativas sin título, la única diferencia será que éstas no se reputan valores mobiliarios, *Derecho Mercantil*, p. 242.

⁴⁴ Opitz, *Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen*, 1954; Stüdemann, *Die Globalaktie*, 1960, p. 168 y ss., ambos cit. por De Eizaguirre, J. M., "Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores", *RDM*, núm. 163, p. 79; Zöllner, *Festschr für Raiser*, 1974, p. 249 y ss; Hueck, A.-Canaris, C., *Recht der Wertpapiere*, p. 19 y ss.

⁴⁵ Zöllner, *op. cit.*, p. 249; Hueck, A.-Canaris, C., *op. cit.*, p. 19; Lener, R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari e il sistema monte titoli*, p. 6; Oppo, G., "Una svolta dei titoli di massa" *RDCiv.*, 1986-I, p. 16; Olivencia, M., afirma que las variadas causas de la crisis de la "incorporación" pueden reconducirse a una razón única y lógica: los derechos, que se beneficiaron de las ventajas del documento, soportan también los inconvenientes y los riesgos del soporte documental (de manera tal que) la crisis de la incorporación es una crisis de crecimiento y de éxito, (pues) el aprovechamiento masivo de esa ventaja y la utilización de ingentes cantidades de títulos por un número cada vez mayor de emisores han llegado a provocar el colapso del tráfico... En suma, las ventajas del papel han desembocado en los inconvenientes del papeleo, "La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)" en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado*, pp. 17-18. Sobre la crisis del concepto de título-valor, Sánchez Calero, F., "Evolución y perspectivas del régimen de los títulos-valores (letra de cambio, cheque y otros títulos)" en *Jornadas sobre la reforma de la legislación mercantil*, pp. 223-227; Bercovitz, A., "El Derecho del mercado de valores", *RDCyB*, núm. 29, 1988, pp. 83-93; De Eizaguirre, J.M., "Bases...", pp. 87-88.

⁴⁶ *Recht der Wertpapiere*, pp. 19-25; cit. por Eizaguirre, J.M., "Bases...", pp. 79-80.

fungible. A los depositantes se les reconoce una copropiedad sobre la cartera colectiva (*Sammelbestand*) — §9.1 *DepotG* —, la cual supone un primer paso muy importante en el retroceso y debilitamiento de la “incorporación” o materialización, porque a los titulares en lugar de un título concreto les corresponde una cuota ideal en una cosa común.⁴⁷

Para el ejercicio de los derechos no es necesaria la posesión y presentación del documento (se pierde la función de legitimación del título), ya que los títulos se inmovilizan a cambio de un certificado del depósito emitido por los bancos. La transmisión de títulos se realiza mediante la llamada transferencia sin movimiento de los títulos (*stückenlose*) similar a las transferencias de dinero sin movimiento del numerario, es decir, opera mediante anotaciones contables sin tener que modificar la posesión directa de los títulos (*Effektengiroverkehr*). Así, la *DepotG* estableció el sistema de operar con títulos inicialmente emitidos, cuya circulación se suspendía con posterioridad mediante la inmovilización y depósito y su manejo con asientos contables.

En la práctica se cuestionó la utilidad de la existencia física de unos documentos destinados al almacenaje,⁴⁸ razón por la cual se creó un documento único llamado documento colectivo o título global o múltiple (*Sammelurkunde*) que viene a sustituir al objeto colectivo compuesto de documentos individuales. El legislador recoge la práctica en la §9 a *DepotG*.

Ante ese panorama, la doctrina afirma que la realidad muestra desde hace mucho tiempo el paso de los títulos-valor a los derechos-valor desincorporados (*Wertrechte*), reconocidos legalmente sólo en obligaciones de Deuda pública, en la Ley de empréstitos del Estado de 1951 (*Anleihegesetz*).⁴⁹

Se discute si los derechos-valor necesitan de una base legal específica o si, por el contrario, pueden crearse libremente al amparo del desarrollo extralegislativo del derecho. La primera orientación es la mayoritaria, parte de la coexistencia legal de *Wertpapiere* y *Wertrechte* para buscar principios comunes a ambas nociones, lo que equivale a un replanteamiento parcial de la dogmática de los títulos-valores en función de la nueva realidad.⁵⁰

La otra corriente encabezada por Canaris parte de la sustitución funcional del documento, por el registro o anotación (*Buchung*) como instrumento de protección del tráfico de buena fe, para adaptar a los derechos-valores los principios

⁴⁷ Hueck, A.,-Canaris, C., *Recht...*, p. 20 cit. por

⁴⁸ Opitz, *Fünfzig...*, p. 37; Stüdemann, *Die Globalaktie*, p. 176; Zöllner, *Festschr...*, p. 252, Hueck-Canaris, *Recht...*, p. 22; cit. por Eizaguirre, J. M., “Bases...”, p. 82.

⁴⁹ Sobre esa base legal, Opitz formuló el concepto de derecho-valor: aquellos derechos que no han sido incorporados a un documento (*unverbriefte*). Canaris agregó que el único dato caracterizador de los derechos-valor es el de tratarse de derechos no documentados que cumplen idéntica función que los títulos de inversión. Stüdemann propone la expresión *Bucheffekten*. Cfr., De Eizaguirre, J.M., “Bases...”, p. 85; Hueck-Canaris, *Recht...*, p. 23.

⁵⁰ Zöllner, *Festschr...*, p. 259 y ss.; Heinsius/Horn/Than, *Depotgesetz* §42, núm. 27 y ss cit. por...

jurídicos-reales en que se basan los títulos-valores, con aplicación analógica de la normativa del *DepotG*.⁵¹

Hueck-Canaris señalan que la disputa carece de sentido respecto a la valoración dogmática de la figura jurídica de los derechos-valor, porque es incuestionable que en el ordenamiento jurídico coexistan la figura del derecho-valor junto con el título-valor y que ello no representa una irregularidad, sino la fase final y superior de la desmaterialización o desincorporación en el ámbito de los valores mobiliarios, de tal forma que la construcción del concepto de título-valor forzosamente debe adaptarse a los valores mobiliarios.⁵²

En Derecho español, el movimiento legislativo tendiente a reconocer las A en C se inició a raíz del RD 505/1985 de 3 de abril (con anterioridad el RD 656/1982 de 12 de febrero) al disponer la creación de un sistema de A en C para la Deuda del Estado; después la LMV al establecer en su artículo 5 que los valores negociables podrán representarse por medio de A en C o por medio de títulos y que la elección de la primera modalidad es irreversible,⁵³ por último, con la LRA-CEE —ahora LSA Ref.— que en la sección dedicada a la documentación y transmisión de las acciones reitera la disposición de la LMV, al calificar a las acciones como valores mobiliarios y señalar que las acciones representadas por medio de A en C se registrarán por lo dispuesto en la normativa reguladora del mercado de valores.

La doctrina, al igual que en Alemania, muestra una doble orientación respecto al rol que juega el título-valor frente a las A en C. Por un lado, hay quienes sostienen que la utilización de soportes informáticos para sustituir al documento debe tener cabida dentro de la noción de título-valor, aunque ello represente un esfuerzo de adaptación, tanto normativo como doctrinal, de las reglas tradicionalmente aplicables a los títulos-valores, esto debido a que el elemento fundamental del título-valor es su facilidad de circulación con garantías suficientes para el deudor y para los sucesivos adquirientes, mientras que el documento al ser un medio instrumental para la finalidad perseguida, puede sustituirse por las anotaciones contables y así desempeñar éstas el papel instrumental.⁵⁴

En todo caso, agrega el autor en cuestión⁵⁵ se puede intentar diferenciar el título-valor como el título destinado a la circulación, para lo cual se incorpora a

⁵¹ Cfr. de Eizaguirre, J.M., "Bases...", p. 85

⁵² Hueck, A.,-Canaris, C., *Recht...*, p. 24-25.

⁵³ Cfr. Sánchez Calero, F., "La bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta", en *Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado*, pp. 182-197; Jiménez-Blanco, A., *Derecho Público del Mercado de Valores*, p. 34 y ss.

⁵⁴ Bercovitz, A., "El Derecho...", p. 85, quien agrega que la aparición de una categoría independiente (derecho-valor) propicia una creación *ex novo* que no responde al hecho de que con papel o con soportes informáticos los títulos-valores cumplen la misma función y tienen básicamente las mismas exigencias. Vid. Vicent Chuliá, F., "El régimen de las acciones en el proyecto de ley de reforma", en *El nuevo Derecho de las sociedades de capital*, p. 110.

⁵⁵ Bercovitz, A., *op. cit.*, p. 90.

un documento o se anota en un sistema informatizado de negociación, de manera que la titularidad para el ejercicio de los derechos ha de justificarse por la posesión del documento o por la anotación en el sistema informatizado o por el documento expedido por éste. Es decir, se incluirán dos clases de títulos-valor: los títulos-valores cartulares, que se documentan en papel y responden a la noción tradicional y los títulos valores informatizados.

En la otra posición doctrinal se sostiene que la evolución de la pérdida de funcionalidad de los títulos-valor no sólo es extraña sino contraria al sistema de los títulos-valor, en cuanto desemboca en la desaparición de los mismos, somete al derecho a técnicas específicamente bancarias y conlleva la superación de los principios sobre los que reposa la institución.⁵⁶

Además, cuando las ventajas de los títulos-valor han venido a convertirse en males, lógico es que se plantee una revisión de la teoría que los sustenta, pues no basta con sustituir el soporte por otros más modernos. Es necesario un nuevo tratamiento jurídico adecuado a los nuevos hechos, al no servir la clásica construcción de los títulos-valores.⁵⁷

Por supuesto no se soslaya la coexistencia legislativa de los títulos-valor y de las A en C, pero en el caso de éstas el rompimiento del vínculo derecho-título hace inaplicable la disciplina basada en los derechos reales, en su lugar, opera el régimen del derecho de obligaciones donde la transmisión y el ejercicio de los derechos no se apoyan en la entrega y presentación física de cosas muebles corporales.⁵⁸

En todo caso, con la desmaterialización se evitan las detenciones y retrasos de las operaciones bursátiles, los riesgos de extravío y los errores contables, al tiempo que favorece el abaratamiento del proceso y su mejor cumplimiento. Ante el desplazamiento del título valor dejan de operar todas las notas que le caracterizan y sólo juega la seguridad de la posesión del documento acreditativo del asiento contable, el cual, al servir como documento legitimador o instrumental para el ejercicio de derechos, hace imaginar que el sistema de A en C no es del todo puro y completo, pues acepta una parte documental importante en su funcionamiento: la de la existencia de un documento derivado de la inscripción contable con el que se prueba la cualidad de titular de un derecho.⁵⁹

⁵⁶ De Eizaguirre, J.M., *Bases...*, pp. 87-88.

⁵⁷ Olivencia Ruiz, M., *"La incorporación..."*, pp. 23-24. El autor agrega que el concepto de anotación en cuenta es distinto, alternativo o sustitutivo del título-valor, por lo que los juristas deben hacer el esfuerzo de olvidarlo para no caer en la inercia de arrastrar a un Derecho nuevo las concepciones propias de la teoría general del anterior.

⁵⁸ Cfr. Olivencia Ruiz, M., *"La incorporación..."*, pp. 29.

⁵⁹ Bercovitz, A., enumera los requisitos para la sustitución en los títulos-valores del documento de papel por un soporte informatizado: a) títulos emitidos en masa, por tratarse de grandes cantidades se exige su fungibilidad para el tratamiento informático; b) existencia de un mercado con intermediación necesaria de sujetos profesionales del mercado de capitales; c) la suplencia de la legitimación mediante posesión, por los documentos expedidos por los intermediarios, estos documentos justifican la titularidad de los títulos; d) negociación de los títulos al portador en sistemas informatizados, lo que implica una ignorancia de la emisora sobre quien es el titular, sólo figura el nombre del intermediario, *"El Derecho..."*, pp. 86-89.

DOCTRINA

El mecanismo de las A en C opera sobre la base de inmovilizar al título al ser depositado en un instituto especial, de reconocer que se trata de un bien fungible y de establecer un sistema de compensación.⁶⁰

En lo jurídico, las A en C tienen dos alcances y significados importantes: a) la supresión de toda incorporación de los derechos del socio al título, y b) la operatividad de la transmisión de la condición jurídica de socio a través de asientos contables, al ser inmovilizados los títulos desde su creación, depositarse en instituciones autorizadas y producirse los cambios y modificaciones únicamente por mediación de aquéllos.

Frente al tema de documentación de las acciones, las A en C significan una nueva alternativa en las formas de exteriorizar la condición jurídica de socio, que se viene a sumar a las dos conocidas y utilizadas en la anónima cerrada y en la general, es decir, a la de emisión y existencia del título y a la de sustitución del mismo (inexistencia real) por los llamados extractos del contenido del libro, registro de acciones o por la certificación de las acciones inscritas en el libro. En la segunda alternativa el problema era ver si los papeles sustitutos de las acciones son o no títulos valor — que no lo son — y la licitud de los mismos, es decir, si mediante esos documentos se expresa una especie de manifestación de continuar sin la emisión de los títulos. Indicamos que el socio puede exigir su emisión cuando no se expidan los títulos.

Por considerar que las A en C — propias y exclusivas de la SA bursátil — implican la tercera vía para exteriorizar la posición de socio, hay que formularla como una supuesta representación de las acciones y su carácter jurídico. Se trata de asientos de contabilidad que expresan en forma abreviada la realización de un acontecimiento — con repercusión en la sociedad — que se captan en los libros contables, es decir, se recurre a la técnica de la contabilidad para reflejar la celebración de eventos jurídicos que interesan a la sociedad.

Para realizar la condición jurídica del socio dentro del sistema de A en C se tienen presentes dos aspectos: a) el mecanismo del depósito conjunto, sin individualización, de los bienes depositados y b) la introducción de los documentos en la noción de bienes fungibles. Puede agregarse un aspecto más el de calificar de posición fiduciaria la del banco o institución encargada del depósito, quien no tiene titularidad propia ni interés directo en las acciones depositadas, pero cuenta con la cobertura de actuar como si fuese titular.

La noción de fungibilidad de los títulos acciones toma prestado un concepto del Derecho de cosas, la de calificar como fungibles aquellos bienes que pueden ser sustituidos por otros de la misma especie, calidad y cantidad y cuya individualidad, por ende, es irrelevante (art. 763 C.C. mexicano, 337, C.C. español). El propio ordenamiento equipara ciertos derechos con el carácter de cosas y en tal virtud, les reconoce fungibilidad (art 754 C.C. mexicano, 337, 875 y 1167 C.C. español).

⁶⁰ Paz-Ares llama al sistema de A en C “sistema tabular” Vid, Sánchez González, J.C., “La acción como título y como valor mobiliario negociable. La transmisión de acciones”, en *Socs. Cap.*, pp. 295-296.

La equiparación implica una separación de la persona portadora del título y una aproximación del derecho hacia las cosas; es decir, la despersonalización del documento y la fungibilidad del derecho.

Esta formulación encierra la línea doctrinal alemana que construye la idea de los derechos-valores, semejante al funcionamiento de los depósitos en almacenes generales. En ella, el derecho se considera fungible — al igual que la mercancía depositada — y tiene mayor trascendencia que el título. Se supera la teoría del título-valor.

En la construcción doctrinal hay un objetivo básico: perseguir la máxima seguridad jurídica mediante la aproximación del sistema al derecho real de copropiedad y con el juego de la incorporación del derecho al título.

Girón Tena⁶¹ sostiene que hay un forzamiento excesivo de la analogía doctrinal en el caso de las A en C. Primero, porque no es del todo cierto que la posición jurídica de la entidad que lleva el depósito y las anotaciones contables sea la de un fiduciario, pues la idea de depósito es la de una representación bancaria; además, no repercute en la posición del socio como titular de un derecho.

Segundo, porque de la incorporación del derecho al título depositario o incorporado en la anotación no surge un derecho real, pues no tiene por qué cambiar la naturaleza del derecho incorporado con el mecanismo de circulación, es decir, el depósito del papel no torna el contenido del mismo en un derecho real.

En realidad, con las A en C se supera la técnica del título valor de transmitir el derecho con la enajenación del título. Ahora los asientos contables contienen movimientos patrimoniales, llevados a cabo por un tercero respecto de las partes, quien, según la voluntad del depositante, posee un apoderamiento para efectuar los asientos. El asiento viene a ser la expresión documental y física de un acontecimiento de voluntad del depositante y de la entidad depositaria y, en esa medida, se le aplica la técnica de transferencia bancaria;⁶² la entidad depositante, gracias al apoder que le otorgan las partes, posee la tenencia de los derechos y está facultado para efectuar las A en C.

Las A en C no son operativas en la anónima cerrada ni en la anónima general, debido a que en ambas se mantiene la concepción clásica de la acción como título valor (aun cuando no se emitan los títulos) y no les alcanza la noción de valor mobiliario o negociable que las leyes bursátiles introducen en el nuevo sistema para referirse a los títulos que se cotizan en Bolsa, entre ellos las acciones.

Esto no significa que aquéllos dos subtipos societarios no recurran al apoyo informático — determinante en la creación y operatividad de los valores mobiliarios —; lo hacen para dar mayor celeridad y seguridad a la información, vgr. contabilidad, fechas de convocatorias de juntas, asuntos tratados y acordados en

⁶¹ Cátedra impartida los días 17 y 18 de abril de 1989, en el curso de doctorado de la Universidad Complutense.

⁶² Cfr. Girón Tena, J., "Contribución al estudio de la transferencia bancaria" en sus *Estudios de Derecho Mercantil*, pp. 401-439.

asamblea, etc., pero no para referirse a la forma de representar la condición jurídica de socio de los titulares de acciones cotizadas en Bolsa. Se trata de una manifestación clara del criterio formal de distinción entre una anónima abierta y una cerrada de cotizar o no en Bolsa y de negociar o no sus acciones en el mercado de valores para obtener financiamiento entre el ahorro público.

B.3.c) Clasificación de los sistemas desmaterializadores de los títulos acciones

Olivencia⁶³ clasifica los ordenamientos jurídicos en correctores y sustitutivos. Los primeros procuran reducir la manipulación y la movilización de los títulos, es decir, éstos existen, pero en las operaciones en las que los mismos estén de por medio, no es preciso entregar ni exhibir materialmente el documento, pues se hace a través de organismos especializados (INDEVAL, Monte Titoli, SCLV). Los sistemas sustitutivos buscan desplazar el título valor por otros mecanismos distintos, es decir, los títulos no existen y las operaciones correspondientes se efectúan prescindiendo del documento (SICOVAM, *Wertrecht*).

La desmaterialización presenta varios sistemas de gradación de diversa intensidad:⁶⁴

1. **Desmaterialización total obligatoria.** Se rompe por completo y de una manera irreversible el vínculo entre derecho y papel; el título desaparece y el derecho es incorporado y materializado únicamente en una inscripción en cuenta. En este sistema encajan los Derechos francés y danés.

En **Derecho francés**, a partir de la *Loi de finances* para 1982, núm. 81-1160, de 30 de dic. de 1981, en especial con el art. 94-II, termina la época de los documentos escritos o impresos merced a una doble modificación: a) se generaliza la inscripción en cuentas para todos los valores mobiliarios, tanto para los nominativos, como a los al portador y b) se hacen obligatorias las anotaciones en cuenta.⁶⁵

Ante el hecho de insertarse la reforma en una ley de finanzas podría pensarse que la razón de fondo es evitar la evasión fiscal. Aunque el sistema sí incide en ese punto, el motivo principal de su establecimiento es de carácter técnico: permite modernizar los métodos de gestión de los títulos para evitar manipulaciones, facilita la intermediación colectiva de los títulos y agiliza las operaciones sobre los títulos gracias a los recursos informáticos.⁶⁶

⁶³ Olivencia Ruiz, M., "La incorporación...", pp. 19-22.

⁶⁴ Cfr. Lener, R., *La "dematerializzazione"...*, pp. 8-10

⁶⁵ Guyon, Y., "Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières", pp. 452-453. Bonneau, T. "La diversification...", p. 584; Carriero, G., "Dematerializzazione dei valori mobiliari: l'esperienza francese", *Foro it.*, 1987, parte quarta, pp. 142-148; Jauffret, A., *Manuel...*, p. 178

⁶⁶ Guyon, Y., *op. cit.*, pp. 453-454...

Guyón⁶⁷ resume la reforma de una manera crítica: frente a los títulos al portador, la anotación en cuenta no es una innovación, se trata únicamente de las consecuencias que trae la generalización del sistema que ya funcionaba en los nominativos; en el caso de los títulos nominativos, las consecuencias de la reforma son distintos si se parte del hecho de que la ley no desmaterializa esos títulos, pues con anterioridad ya habían dejado de tener una existencia material. Lo que sucede es que como consecuencia del sistema, en los títulos al portador la sociedad no sabe quien es el titular, lo que si ocurre en los nominativos, sólo que para su circulación éstos operan como si fuesen al portador. En suma, el mecanismo se ha convertido en el anonimato o no anonimato de la condición de socio.

Como complemento y aplicación a esa Ley de 1981, se tiene el decreto núm. 83-359 de 2 de mayo de 1983 relativo al régimen de valores mobiliarios. Entre otras disposiciones se establece que la transmisión de los valores opera por inscripción de cuenta a cuenta (art. 2); los valores que sean obligatoriamente nominativos serán negociados en Bolsa después de ser colocados en cuenta de administración; en cambio, aquellos para los que no sea obligatoria su nominatividad se negociarán en Bolsa bajo la forma de al portador (art. 5). La SICOVAM, asegurará la compensación de títulos, entre tenedores de cuentas, para los valores admitidos a sus operaciones (art. 6). La titularidad de tales cuentas determina la automática calificación a cargo de la SICOVAM y la sujeción a sus disposiciones.⁶⁸

En ese decreto se introduce la posibilidad para el propietario de títulos nominativos de optar por el régimen *nominatif-administré* o por el *nominatif-pur*.⁶⁹ En el primero, el titular encarga a su intermediario financiero habilitado las gestiones dentro de la cuenta abierta del emitente, para ello se requerirá un mandato escrito notificado a la emisora. Las inscripciones que figuran en la cuenta de la emisora se reproducirán en otra cuenta a cargo del intermediario quien llevará la administración contable de los títulos, recibirá y transmitirá los dividendos, exigirá las órdenes de suscripción y venta de títulos, etc. A cambio, el intermediario debe comunicar todo cambio en la propiedad de los títulos administrativos.

En el segundo régimen hay una gestión directa por parte de quien intenta permanecer en contacto con la sociedad emisora. En ese sentido la elección de uno y otro régimen está vinculado con la dimensión de la sociedad emisora: el *nominatif-administré* es propio de las sociedades bursátiles, mientras que el *nominatif-pur* será elegido por las sociedades que no hacen un llamamiento al ahorro público.⁷⁰

⁶⁷ Ibid, p. 455. En el mismo sentido, Carriero, G., *op. cit.*, p. 146.

⁶⁸ Carriero, G., "*Dematerializzazione...*", p. 145.

⁶⁹ Guyón, Y., "*Les aspects...*", p. 459; Carriero, G., "*Dematerializzazione...*", p. 146.

⁷⁰ Guyón, Y., *op. cit.*, p. 460; Carriero, G., *op. cit.*, p. 146.

Con la reciente ley sobre ahorro de 17 de junio de 3 1987 se concede a la sociedad que cotiza en bolsa el derecho de solicitar en cualquier momento a la SICOVAM, el nombre, nacionalidad, dirección y la cantidad de títulos que cada accionista tiene inscrito en cuenta, con lo cual se pierde la función de anonimato del título al portador y la distinción entre las dos formas de inscripción (de títulos nominativos y al portador) carece de sentido.⁷¹

El modelo francés es seguido por el ordenamiento danés. La gestión se encarga a la *Vaerdipapircentralen*. El sistema tiene dos ventajas respecto al modelo francés: se evita hablar de títulos nominativos y al portador y hay un claro anonimato del accionista, pues al emitente sólo se da el nombre del intermediario, que está legitimado para ejercitar los derechos sociales.⁷²

2. **Desmaterialización total facultativa.** El rompimiento completo e irreversible entre el derecho y el título se deja a la elección del poseedor de este título. Puede optar por meter o no el documento en el sistema de gestión centralizada. Aquí se encuentra el "futuro" sistema suizo. El sistema de desmaterialización — en caso de elegirse — es similar al francés.⁷³

3. **Desmaterialización de la circulación.** El título existe pero está depositado facultativamente con un gestor central, la circulación del mismo no se realiza a través de la entrega material del documento, sino por medio de inscripciones contables. Hay una desincorporación de la circulación del documento, sin desincorporar el derecho del título.⁷⁴

Es el sistema con mayor difusión entre los países continentales. La propia diversidad de los países que lo acogen hace posible distinguir tres modalidades:

— La italo-alemana, que prevén únicamente la emisión del título contenido por el organismo gestor y no la existencia física de la totalidad de los títulos. Remitimos a la exposición hecha sobre el Derecho alemán en el rubro anterior.

— La española, que establece que los valores negociables podrán representarse por medio de A en C o por medio de títulos. La primera opción es irreversible (así lo reconoce expresamente el art. 5 LMV). Las operaciones de compensación y liquidación de valores está a cargo de la SCLV (art. 54 LMV). Algo similar se tiene en Derecho mexicano, donde los valores se depositan en el INDEVAL, mediante endoso en administración (art. 67 LMV) y esta institución realiza las operaciones de transferencia, compensación y liquidación.⁷⁵

⁷¹ Lener, R., *La "dematerializzazione"*..., p. 12.

⁷² Ibid, p. 17.

⁷³ Lener, R., *op. cit.*, pp. 8 y 18-19.

⁷⁴ Ibid, p. 8.

⁷⁵ Vid. Igartúa Araiza, O., *Introducción*..., pp. 340-353; Barrera Graf, J., *Instituciones*..., pp. 454-460.

— La suiza, cuyo sistema está en fase de aprobación, prevé la no emisión del título durante el tiempo que éste permanezca dentro del sistema de gestión central, pero será materializado, en el momento en que se retire del mismo, con un título global (*Sammelurkunde*) que incorpore todos los títulos en depósito de la misma especie.⁷⁶

4. **Desmaterialización mediante inscripción fiduciaria.** Es una forma impropia de desmaterialización, pues los títulos depositados son inscritos fiduciariamente a favor del depositario, con lo cual no hay incidencia directa sobre el documento y la transmisión de los títulos se realiza sin la *traditio* material. La circulación se reduce a un fenómeno meramente escritural. En esta modalidad encaja el sistema TALISMAN del Derecho inglés.⁷⁷

5. **Desmaterialización mediante emisión de la sociedad de un certificado único.** Es otra forma impropia de desmaterialización, pues la sociedad emisora viene a desarrollar la misma función del gestor central. De hecho, en lugar de los títulos ordinarios se pueden emitir certificados únicos (*Einwegzertifikat*) en la que se incorporen la participación total de cada accionista, en lo individual. Estos certificados no son destinados a la circulación y, en caso de transmisión son destruidos y sustituidos con otro documento a nombre del adquiriente. Los certificados no son títulos-valor ni tienen efecto legitimador, ya que la sociedad paga los dividendos y consiente el ejercicio de los derechos sociales sólo a quien está inscrito o aparece su nombre en el libro de socios; en suma, el título existe, pero es a todas luces inútil.⁷⁸ En este sistema se ubica el Derecho suizo vigente.

B.3.d) Noción de valor mobiliario

Si bien las leyes bursátiles hacen entrar en juego a los valores mobiliarios, no dan una noción legal de ellos o lo hacen de una manera insuficiente.⁷⁹ La doctrina y la jurisprudencia intentan hacer una precisión jurídica de los mismos.

El tribunal francés de Saint Brieve⁸⁰ en sentencia de 21 de noviembre de 1967 se preguntaba ante la falta de una definición expresa de “valor mobiliario cuál es el criterio que distingue a éste.

Contaban con la noción contenida en el vocabulario jurídico de Henri Capitant de ser “el título genérico que engloba todos los títulos cotizados o no en bolsa

⁷⁶ Lener, R., *op. cit.*, pp. 9 y 33.

⁷⁷ Pennington's, *Company Law*, p. 422; Gower, L.C.B., *Principles of modern company law*, p. 450

⁷⁸ Cfr. Lener, R., *La “dematerializzazione”* ..., pp. 10, 39-40.

⁷⁹ Uria, R., afirma que quizás debido a la consideración de la acción como medio de inversión capitalista o como instrumento de poder económico o financiero es que se han venido utilizando, con referencia a las acciones, las expresiones genéricas de “valor mobiliario”, “valor negociable”, “valor industrial” o simplemente “valor”, *Derecho Mercantil*, p. 236.

⁸⁰ Juglart, M. e Ippolito, B., *Traité...*, Vol. II, p. 110; Bonneau, T. “*La diversification...*”, p. 583.

oficial: fondos del Estado, rentas, bancos del tesoro, acciones, obligaciones emitidas por establecimientos públicos o por las sociedades". Esta definición presenta el inconveniente de no mencionar expresamente el carácter esencial de los valores mobiliarios, el de su negociabilidad. Optaron por indicar que "son los títulos susceptibles de cotización y de negociación en un mercado de bolsa, tanto en razón de la uniformidad de sus características para una misma categoría (monto, derechos, duración), como por su modo de transmisión simplificada".

Ripert,⁸¹ define a los valores mobiliarios como los títulos de una sociedad emitidos por un monto global y determinado, que confieren derechos idénticos a sus titulares para una misma emisión, eventualmente reembolsable a una fecha única o por amortizaciones sucesivas a un vencimiento, que excede la duración normal de créditos a corto plazo. Estos títulos son negociables según los modos simplificados del Derecho mercantil y son emitidos en gran número por las sociedades que cotizan en Bolsa.

En Derecho italiano, el artículo 18 bis de la ley 216 de 7 de junio de 1974, complementado en el aspecto temporal por el artículo 12 de la ley 77 de 23 de marzo de 1983, alude a los valores mobiliarios.⁸² Aquel precepto ha sido objeto de análisis y crítica doctrinal.⁸³

a) El hecho que suscita la atención es el llamamiento que hace la sociedad emisora dirigido al público ahorrador, para invertir en ella;

b) El objeto de la tutela lo representa cualquier interés patrimonial del inversor ya que la expresión "documento representativo de un interés" (negocial

⁸¹ Ripert, G. Y Roblot, R., *Traité...*, T. I, p. 963; Guyon, Y. enumera las características de los valores mobiliarios: a) son *derechos susceptibles de rendimientos*, sea porque su titular es socio (renta variable), sea porque es acreedor (renta generalmente fija), b) son *derechos negociables*, es decir, que se transmiten según los procedimientos de derecho mercantil y no de acuerdo al procedimiento más tardado y menos eficaz de la cesión de crédito; c) son *fungibles*, es decir, que en una misma emisión los títulos otorgan los mismos derechos e imponen las mismas obligaciones; d) son *derechos mobiliarios intangibles*, tiene una doble significación: por un lado, si la sociedad posee inmuebles, los accionistas no son copropietarios, por otro, los valores mobiliarios no tienen existencia material, pues resultan de una inscripción en cuanta que lleva la sociedad emisora o un intermediario habilitado. *Droit des affaires*, T. I, pp. 691-692; Bonneau, T., analiza la naturaleza jurídica de los valores mobiliarios, "*La diversification...*", pp. 585-589.

⁸² El artículo 18 bis establece: "por valor mobiliario se entiende todo documento o certificado que directa o indirectamente representen derechos en sociedades, asociaciones, empresas o entidades de cualquier tipo; también se incluyen los fondos de inversión italianos o extranjeros; todo documento representativo de un crédito o de un interés negociable o no; todo documento o certificado representativo de derechos relativos a bienes materiales o propiedad inmobiliaria, así como todo documento o certificado que confiera derechos de adquisición de uno de los valores mobiliarios antes señalados, incluyendo los títulos emitidos por las entidades de gestión fiduciaria..."

⁸³ Para una exposición de los puntos de vista de diversos autores, Cfr., La Villa, G., *Il diritto dei valori mobiliari*, pp. 20-24, Carbonetti, F., "*Che cos'è un valore mobiliare?*", quien desprende cinco previsiones del texto legal; a) derecho asociativo *lato sensu*; b) derecho de crédito; c) derecho relativo a bienes materiales; d) derecho de adquisición de otros valores mobiliarios y e) derecho de intereses —en su sentido técnico de fruto de capital—. Este último es genérico e indeterminado. Este autor hace una comparación del precepto italiano con el art. 22 de la ley belga de 10 de junio 1964 integrado en el art. 1º de la ley 10 julio de 1969 y con la definición de *security* del derecho americano. *Giur. Comm.*, marzo-abril 1989; pp. 287-293.

o no) comprende una categoría suficientemente elástica que permite la aplicación de la norma prescindiendo de la calificación y de la discusión de la situación jurídica representada en el documento, pero a condición de que implique el interés y el riesgo de un ahorrador (Libonati);

c) La connotación de título de crédito no es elemento esencial de la noción de valor mobiliario, de hecho, éste es un documento o certificado representativo o no de un interés negociable, cuyo significado literal incluye su destino de circulación, así como los valores documentados y transmisibles con sistemas informáticos (Visentini);

d) Debe ser un título en masa, como parte unitaria de una operación única recolectora de ahorro e inscrita en una serie de títulos, que sea transferible en el mercado bursátil a la par de contar con la posibilidad de retiro directo por parte del emisor o del distribuidor (La Villa).

En **Derecho norteamericano**, el §8-102-(1)-(1) del *VCC* define de manera descriptiva, tal como lo hace el *CC.it*, lo que es un *security* o valor mobiliario. Se trata de un documento que: a) se expide al portador o nominativamente, b) es del tipo que por lo general se cotiza en Bolsa o mercado de valores o se admite usualmente en cualquier área en que se emitiera o negociase como un medio de inversión, c) es uno de los de una clase o serie o, por sus términos, es divisible en una clase o serie de documentos, d) documenta una acción, participación u otro interés en una propiedad o una empresa o documenta una obligación del emisor.

De la definición se pueden extraer dos notas básicas: 1) Se trata de un instrumento de inversión y 2) se emite en serie o en masa.⁸⁴

En función de esas notas es más relevante la finalidad que cumple con el tráfico comercial, que la naturaleza del derecho que se documenta. Además, no es necesario que se negocie o que cuando lo sea, la negociación se efectúe en Bolsa. Es suficiente con que sea un título aceptado como instrumento de inversión.

En la **LMV mexicana** (art. 3) se indica simplemente que son valores las acciones, las obligaciones y demás títulos que se emitan en serie o en masa. Es claro que la noción es insuficiente porque no alude a un elemento imprescindible en la noción de valor inmobiliario, como lo es que sean emitidos por una sociedad bursátil y que estén destinados, por tanto, a ser negociados en el mercado de valores. Con este elemento faltante se cubriría la peculiaridad de ser uniformes en algunos puntos: a) monto global y determinado; b) duración de fecha única o con amortizaciones periódicas; c) similitud de derechos a sus titulares.

En la definición se alude al hecho de que los títulos para calificarse de valores deben emitirse en serie o en masa, la primera de difícil concreción legal, aunque referido a un sólo valor mobiliario y la segunda relativa a la agrupación, en una sola emisión, de instrumentos que pueden ser heterogéneos en algunas de sus características económicas (vgr. plazo o tipo de interés). Con ello se procura una

⁸⁴ Se ha huído de las abstracciones racionalizadoras para atender problemas específicos, en especial la circulación del valor mobiliario cuando llega a manos de un tercer adquirente de buena fe. De la Cuesta Rute, J.M., *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, pp. 210-211.

circulación significativa de los títulos.⁸⁵ Asimismo, se requiere realizar una oferta pública, a través de medios masivos de comunicación o en otros que no lo sean, pero que impliquen el dirigirse a personas indeterminadas, así como operar dentro del mercado bursátil.

Hay que destacar que la LMV mexicana no hace un pronunciamiento concreto respecto a si debe de operar únicamente el sistema de representación de los valores por medio de A en C o si a su lado puede continuar la representación por medio de títulos. Del articulado de la ley se desprende una coexistencia de ambos sistemas, aunque puede ser exclusivo el de las A en C (art. 74-I), por las cuales y previa aprobación del INDEVAL el emisor podrá “entregarle (al socio) un sólo título que ampare parte o todos los valores materia de la emisión y del depósito”, o bien, optarse por la representación a través de títulos, pero contando con el apoyo y aplicación de las reglas de las A en C, según se expresa en el mismo párrafo del artículo en cuestión, al indicar que se puede entregar “títulos múltiples... debiendo la propia institución (depositaria) hacer los asientos necesarios para que queden determinados los derechos de los respectivos depositantes”.

La reciente *LMV española* de manera intencionada, según se expresa en la exposición de motivos, elude dar un concepto de “valor negociable” por la dificultad que encierra; se opta por dotarlo de dos características esenciales: a) su negociabilidad y b) la agrupación de sus emisiones. La primera para significar algo más amplio que la mera transmisibilidad, como lo es el hecho de operar dentro de un mercado de valores, en donde predominan los términos económicos en la transmisión sobre las características personales de los contratantes (reconocen la necesidad de protección prioritaria del accionista-inversor antes que al auténtico socio); la segunda recoge las prácticas actuales de numerosos mercados financieros de emitir instrumentos con algunas características económicas heterogéneas.⁸⁶

El mismo ordenamiento prevé una doble vía para la representación de los valores negociables, sea mediante títulos o por medio de anotaciones en cuenta, ésta será irreversible, en cambio, aquélla puede cambiarse al otro sistema si así lo acuerdan los titulares (art. 5).

Se ha criticado la falta de concordancias entre la LMV y la LRA-CEE — ahora LSA Ref. — y los graves problemas que esto acarrea. No sólo se trata de compaginar la materia técnica de desaparición del documento accionario y su tratamiento global fungible, para facilitar el mecanismo compensatorio y liquidatorio de las operaciones de compraventa de acciones, sino toda la problemática jurídica que generan los valores sin título desde la óptica de su nacimiento, circulación, ejercicio de derechos y extinción.⁸⁷ El problema se traduce en una

⁸⁵ Sobre la noción legal de “valor” en la LMV mexicana, vid., León León, R., “Reformas...”, pp. 265-266; Igartúa Araiza, O., *Introducción...*, pp. 52-56.

⁸⁶ Vid., Velasco Alonso, A., “En torno al concepto y génesis de los valores mobiliarios”, RDP, pp. 24-38.

⁸⁷ Girón Tena, J., “Las reformas varias...”, p. 8; idem “La reforma proyectada en España de la Sociedad anónima”, en *Homenaje a Jorge Barrera Graf*, T. I, pp. 631-632.

especie de “desafío de las fragmentaciones en el régimen de la Sociedad anónima”,⁸⁸ originada por el hecho de contar con dos grandes fuentes legislativas fragmentadas en sí y descoordinadas entre sí.

B.4. Plano contractual privado e institucional público

Otro punto importante que sirve para distinguir una anónima cerrada de una abierta es el plano jurídico privado o público en el que se desenvuelven. En efecto, a pesar de que la regulación de la anónima en general se ubica en el terreno de Derecho privado, no puede sostenerse que de forma automática y exclusiva se apliquen esas normas a los subtipos societarios, sobre todo si se toma en cuenta la repercusión que alcanzan y los diversos sectores e intereses que pueden afectar.

La anónima cerrada tiene un nacimiento y funcionamiento contractual, mediante el cual sus miembros pretenden conseguir finalidades particulares. La debida marcha social interesa exclusivamente a ellos.

En estricto sentido, puede hablarse de una sociedad anónima privada en la que la acentuada personalización de la sociedad merced al renovado relieve de la autonomía de la voluntad en la fijación de pautas personales dentro de la organización y gestión social ha originado la llamada “des-especialización” de la SA y la descorporativización de su régimen normativo.⁸⁹

Por su parte, la anónima general, ante las exigencias del capitalismo financiero, tiende a estar en el punto de mira del Derecho público por dos razones: la utilización del esquema de la SA como la forma más apta para la explotación de los grandes servicios públicos a cargo del Estado y la intervención de éste dentro del proceso de concentración industrial y comercial, a efecto de disciplinar, proteger y defender la libre concurrencia.⁹⁰

En el caso de la anónima bursátil es más palpable su carácter público e institucional. Al establecerse el tipo social para la explotación de empresas mediante el mecanismo de emisión de títulos negociables y captación de ahorro público en el mercado bursátil se incentivan diversos intereses, tanto privados (de la propia sociedad, accionistas, acreedores), como públicos.⁹¹

⁸⁸ Ibid, p. 9.

⁸⁹ Cortés, L.J., *Funciones...*, p. 58.

⁹⁰ Cfr. Ferri, G., *Le società*, pp. 291-295, idem., *Manuale di diritto commerciale*, pp. 320-322; Girón Tena, J., *Derecho de Sociedades Anónimas*, pp. 23-24; idem., *Las grandes empresas*, pp. 45-46 y 52-54; idem., *Derecho de sociedades*, pp. 117-119; Barrera Graf, J., *Las sociedades en Derecho mexicano*, pp. 3-4; Ripert, G., *Traité...*, pp. 734-735. Rossi, G., “*La grande impresa fra 'privato' e 'pubblico' e le leggi speciali*”, *Riv. Soc.*, p. 401-424.

⁹¹ Dada la peculiaridad de la estructura organizativa interna de la SA bursátil, su tratamiento no puede reducirse a los esquemas de la autonomía contractual pues, sino que es necesaria la presencia de un interventor, quien puede no ser exclusivamente público, aunque sí debe ser distinto de los intervinientes en el ente social. Montagnani, C., “*Aumento legale...*”, p. 543.

DOCTRINA

Entre los intereses públicos se encuentran: los de los inversionistas atraídos por las perspectivas de mayores márgenes de utilidades; los de la comunidad civil en general (parte integrante del Estado), por el impacto que reciben del poder económico y de planificación de las sociedades cotizadas; los de los trabajadores y empleados de la empresa, que conforman un sector importante dentro del denominado Derecho social, y los del Estado, por la incidencia del poderío económico de las sociedades en el esquema de la economía nacional y la eventual transformación de la presencia económica por la influencia política.⁹²

Ante este panorama, hay una impulsión y vigilancia estatal para conformar organismos técnicos de dirección y supervisión de la actividad bursátil, con facultades de carácter legislativo — amplias o estrechas — que coadyuven a un mejor ajuste normativo de la práctica desarrollada en los mercados de valores y a una adecuada protección de los intereses en juego.⁹³ Se hace necesaria, pues, la aparición de nuevas reglas y principios jurídicos dentro de la frontera común existente entre el Derecho regulador de los mercados financieros y bursátiles y el Derecho societario.⁹⁴

El problema a resolver por los juristas de cara a la SA es el de configurar un sistema jurídico que sin soslayar, ni mucho menos socavar los principios tradicionales y caracterizadores del tipo societario, den respuesta a las necesidades imperantes en la Bolsa. Después de todo, en el fondo de la cuestión subyace más que el carácter público o privado de la anónima, la permanencia del concepto mismo de sociedad, en cuanto que la intervención pública puede llegar a ahogar

⁹² Gorla, G., enumera los aspectos de Derecho público en la SA bursátil: a) la protección del ahorro de los pequeños accionistas y los portadores de obligaciones emitidas por la sociedad; b) la protección de la empresa social en razón de su importancia en la economía de cualquier país; c) la protección de la economía en vista de la posibilidad de dirección económica que puede generar el control de las grandes anónimas; d) la participación del Estado en las grandes empresas, "*Problèmes fondamentaux...*", p. 542.

⁹³ Para una exposición del tema de intervención del Estado en la Bolsa en Derecho comparado, Cfr. Ariño Ortiz, G. y Sala Arquer, J.M., *La Bolsa española. Marco institucional*, pp. 51-81, quienes clasifican los grandes modelos bursátiles desde el punto de vista de la relación de la Bolsa con el poder público: Bolsa oficial (modelo latino-francés) y Bolsa privada (modelo anglosajón), el primero se basa en una superioridad de los principios de organización jurídicos, una multiplicación de leyes, decretos y reglamentos y una ausencia casi absoluta de organización comercial y económica que se deja en manos del sistema bancario y su red de sucursales. El segundo se funda en una preeminencia de los principios de organización comercial sobre los de organización jurídica; la norma jurídica está reducida a un papel de estricta vigilancia y corrección de los abusos y el resto se deja a las normas de conducta que emanan de las organizaciones profesionales.

⁹⁴ Rossi, G., "*La società e la borsa: le nuove frontiere*", *Riv Soc.*, 1981, pp. 1-3. A la naturaleza "más técnica" de tal disciplina se contraponen de hecho aquella "más política" de la normativa de la gran SA con compaginación social pulverizada. Montagnani, *op. cit.*, p. 543. En Derecho español, Garrigues, J., resume la relación Bolsa-SA en una exigencia de aquella frente a ésta. Exigencia para quienes fabrican las mercancías que se llevan al mercado, de que el producto sea de buena calidad (base patrimonial sólida), por ello es necesaria una normativa protectora del ahorro público. "La reforma de la sociedad anónima y el régimen de la bolsa" en *Coloquio de Derecho bursátil*, pp. 361-372.

la libertad de decisión en el supuesto de que los accionistas no arriesguen ni influyan en la orientación de la entidad.⁹⁵

VI. Conclusiones

El problema de distinción legal de los subtipos SA cerrada y SA abierta junto a la anónima general, ha de encararse a partir del conocimiento legislativo de las notas básicas que caracterizan a una y otra. En aquélla, la restricción a la transmisión de acciones y el no llamamiento al ahorro público. En la segunda, la cotización de acciones en Bolsa.

Las notas básicas de la anónima cerrada y abierta inciden en los puntos esenciales de la estructura organizativa y de funcionamiento de la SA.

En primer lugar, la posición accionista-inversor dentro de la anónima bursátil favorece la disociación capital-riesgo — *power without property* —.

La SA cerrada al no hacer un llamamiento al ahorro público ni cotizar sus títulos en bolsa, tiene que recurrir al autofinanciamiento, lo cual provoca una devaluación del principio de limitación de responsabilidad.

En relación con la condición jurídica de socio, la anónima cerrada establece mecanismos de personalización.

En la SA abierta la situación difiere enormemente con el fenómeno de la desmaterialización de los títulos acciones a través de las anotaciones en cuenta.

Por último, cabe decir que el plano jurídico en el que se desenvuelven las anónimas cerradas es contractual privado, mientras el de la anónima bursátil es institucional público.

⁹⁵ Girón Tena, J., *Las grandes empresas*, pp. 92-93. Se afirma que el problema de fondo del Derecho de sociedades de nuestro tiempo es aquel de la tutela de los accionistas extraños al grupo de control, Buttaro *cit.* por Menéndez, A., *Ensayo...*, p. 39. En ese sentido — señalan otros autores — el origen de la llamada crisis de la SA actual se localiza en la fragmentación de los socios en accionistas-inversores (la inmensa mayoría) y socios-empresarios, lo que provoca que el problema "societario" actual no sea la tutela de la minoría de socios, sino el garantizar que el capital aportado por los inversores sea correcta y eficientemente administrado para conseguir las más altas cotas de seguridad, rentabilidad y liquidez. De esa manera se han ido reordenando las relaciones Bolsa-SA y se han ampliado las funciones asignadas a la regulación del mercado de valores, aunque quedan diversos aspectos por contemplar. Cfr. Cortés, L.J., *Funciones...*, pp. 20-28; Ferri, G., *Le società*, pp. 384-385.