

EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ACCIONES EN LA SAS (I)*

THE LEGAL SCHEME OF SHARES IN SAS (COLOMBIAN SIMPLIFIED STOCK COMPANY)

*Abel B. Veiga Copo***

*Fecha de recepción: 6 de septiembre de 2011
Fecha de aceptación: 23 de septiembre de 2011*

* El presente trabajo de investigación es resultado de la estancia académica por invitación de la Universidad Sergio Arboleda, y se enmarca en el trabajo que se realiza al interior de la Línea de Derecho Mercantil Internacional del Grupo de Investigación “Globalización y Derecho” (Categoría B, Registro Colciencias COL 0036334) de la misma Universidad. Esta es la primera de dos partes en que se ha dividido el presente estudio.

** Doctor en Derecho de la Universidad Pontificia Comillas de Madrid. Profesor agregado de Derecho Mercantil de la Universidad Pontificia Comillas de Madrid. Investigador asociado del Grupo de Investigación “Globalización y Derecho” de la Universidad Sergio Arboleda (Categoría B, Registro Colciencias COL 0036334) y profesor internacional invitado de la Maestría en Derecho de la misma Universidad.
Correo electrónico: aveiga@upcomillas.es

RESUMEN

A lo largo de este estudio pretendemos realizar una aproximación al régimen de las acciones de la SAS teniendo en cuenta su representación, transmisibilidad, restricciones a que está sujeta y diferente tipología, partiendo de su incardinación esencial en el capital social. Hemos hecho hincapié en el desarrollo de un análisis comparado de la legislación colombiana, que la confronta a la española y otras europeas (especialmente la alemana e italiana), para desbrozar horizontes, problemas y soluciones que el régimen jurídico de las acciones puede plantear en la práctica. El régimen de la SAS deja ciertas zonas en la penumbra regulatoria que pretendemos ahora esclarecer con las reflexiones e interpretaciones de este estudio que puedan ayudar a completarla y mejorarla.

Palabras clave autor: Acción, capital social, representación, transmisión.

ABSTRACT

Throughout this study we make an approach to the structure of the SAS shares, given their representation, transferability, restrictions on itself and its different types, based on its essential incardination in capital of the society. We have emphasized this comparative analysis of Colombian Law, mainly with Spanish and European law, German and Italian especially, to clear horizons and problems that the legal norms of the shares can arise in practice.

The SAS system leaves certain areas in regulatory semi-darkness. We want this study to provide reflections and interpretations that can help to find solutions to those problems.

Keywords author: Shares, Social Capital, Representation, Transmission.

SUMARIO

INTRODUCCIÓN.- I. LA ACCIÓN. CONCEPTO Y NATURALEZA.- A. *La incorporación del derecho al título: el contrato de entrega entre la sociedad y el socio.*- B. *Creación, emisión y suscripción de acciones.*- C. *Acciones nominativas y al portador, títulos nominativos y al portador.*- II. LA ACCIÓN Y EL LIBRO REGISTRO DE SOCIOS.- III. LA TRANSMISIÓN DE LA ACCIÓN NOMINATIVA.- IV. ¿CABEN LOS TÍTULOS NOMINATIVOS DIRECTOS?- V. ¿ES POSIBLE LA CESIÓN DE DERECHO COMÚN DE LAS ACCIONES INCORPORADAS?- VI. ¿SON ADMISIBLES LAS FORMAS DE TRADICIÓN INSTRUMENTAL EN EL ÁMBITO DE LAS ACCIONES INCORPORADAS?- VII. REGLAS ESPECIALES SOBRE ACCIONES EN LA SAS.- VIII. RESTRICCIONES A LA LIBRE ENAJENACIÓN O TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES.

INTRODUCCIÓN

Debido a la extensión y el amplio tratamiento del capital social de la SAS en su dimensión de acción, dividimos el presente artículo en dos partes distintas pero interrelacionadas. En la primera se aborda el estudio de la acción en su ámbito intrínseco, que comprende su naturaleza, la de título-valor, y el fenómeno de la incorporación. En la segunda parte del artículo se abordará el tratamiento de la transmisión del título, de la acción, las restricciones a la libertad transmisiva y los pronunciamientos de la Superintendencia de Sociedades al respecto.

No cabe duda de que la sociedad anónima simplificada se ha erigido en la protagonista indiscutida del panorama societario colombiano. Saber dónde radican las claves de su éxito, su aceptación general como modelo flexible y óptimo para el ejercicio de la actividad empresarial y su fácil adaptabilidad e interiorización doctrinal, jurisprudencial y legal, han jalonado en buena medida el éxito de esta sociedad. La SAS es útil para cualesquiera tipo de actividades salvo aquellas para las que la ley prevé una forma *ad hoc* restringida o específica o partiendo de un modo general, con requisitos propios en función de la concreta actividad. Se trata de una sociedad polivalente, permeable, y que se ha ajustado a las necesidades del tejido societario e industrial de Colombia. Su versatilidad, al ser una sociedad abierta que aun así se muestra preferentemente cerrada, de capital o corporativa y no personalista o *intuitu personae*, y fácilmente adaptable para la transformación de sociedades que han migrado de otras formas de sociedad a esta, determinan la potencialidad, el vigor y solidez de la regulación. La Ley 1258 de 5 de diciembre en buena medida se nutría de la regulación más restringida y para un ámbito más cerrado y no tan permeable como era la Ley 222 de 1995, atinente a la empresa unipersonal de responsabilidad limitada. La SAS ha tratado de mirar más allá, de otear un ámbito más extensivo, omnicompreensivo y holístico que la haga idónea tanto para la pequeña como para la gran empresa y, especialmente, para la empresa familiar¹.

1 Como bien señala F. Reyes Villamizar, *SAS. La sociedad por acciones simplificada*, XV (2ª ed., Legis, Bogotá, 2010) en su prefacio, a pesar del adjetivo “simplificada” con el que la ley califica a este tipo societario, su configuración “no corresponde, a lo menos en el modelo inicial,

Y lo ha hecho partiendo de una premisa clara, a saber, la facilidad, la extrema simplificación de procesos a la hora de constituir-la, sobre todo aligerando las imposiciones formalistas que tanto doctrinal como legislativamente se han venido imponiendo en los ordenamientos societarios. Así, al superar la pasada rigurosidad dogmática de la adquisición de la personalidad jurídica a través de la inscripción en el registro de la escritura pública de constitución de la sociedad y los marcados procesos de desfedatarización pública, se ha logrado que en algunos ordenamientos se regule con rotundidad que la personalidad se adquiere desde el momento de la perfección del contrato, esto es, desde que hay una voluntad común y efectiva de constituir una sociedad como corolario lógico de la consensualidad del contrato y no de la formalidad o requisitos *ad substantiam* o *ad solemnitatem*², a diferencia de otros en los que si bien la personalidad jurídica, o por mejor decir, los atributos que son inherentes a la misma, se contienen desde la inscripción, se permite que el documento base que refleje la voluntad contractual sea un documento privado y no necesaria e imperativamente una escritura pública, como es el caso del ordenamiento colombiano. Este último es paradigma de la flexibilidad y dinamicidad a la hora de cumplir con determinados requisitos, permitiendo la ductilidad de la equivalencia funcional a efectos de inscripción tanto de la escritura pública como del documento privado, si bien este requerirá en su caso la autenticación de la firma de los fundadores, o en este caso otorgantes del mismo, de cara a la constitución de la sociedad.

Así se plasma en el artículo 5 de la SAS, que continúa la senda de flexibilización que trazó en su momento la Ley 222 de 1995 y que

a una estructura diseñada para empresas 'simples'".

2 Con autoridad, C. Paz-Ares, *La sociedad mercantil*, en *Curso de Derecho Mercantil*, 456 y ss. (Uria/Menéndez, dirs., 2ª ed., Civitas, Madrid, 2006), donde el autor realiza una exégesis en profundidad de la personalidad jurídica de las sociedades y su adquisición, partiendo del axioma de que ya existe personalidad desde el momento de la perfección del contrato, y se adquiere la totalidad de la misma o la propia del tipo societario elegido con la inscripción. La reforma operada en España en 2010 con la nueva Ley de Sociedades de Capital de julio de 2010, que viene a la espera de un definitivo código de sociedades a establecer y refundir los viejos textos en uno más armonizado, un régimen para las anónimas, limitadas y comanditarias por acciones. Esta ley señala, en los artículos 19 y 20, respecto a la constitución de las sociedades, cómo las sociedades de capital se constituyen por contrato entre dos o más personas o, en caso de sociedades unipersonales, por acto unilateral. Las sociedades anónimas podrán constituirse también en forma sucesiva por suscripción pública de acciones. Respecto de la escritura y de la inscripción, señala el artículo 20 que la constitución de las sociedades de capital exigirá escritura pública, que deberá inscribirse en el Registro Mercantil.

prevé que la inscripción en el registro mercantil de la Cámara de Comercio del lugar en el que la SAS establezca su domicilio puede evacuarse directamente sobre los socios que fundan la sociedad, o bien sobre representantes o apoderados. La no exigencia de forma pública no resta un ápice la seguridad jurídica, ni tampoco la oponibilidad *erga omnes*, máxime toda vez que se inscribe en el registro facilitando al mismo la suficiencia de un documento privado ulteriormente autenticado. Mantener una concepción servil hacia la forma pública, allí donde no es necesaria ni constitutiva, solo fomenta mayores costes económicos y de transacción. Es obvio que la carga de veracidad y autenticación pesa ahora sobre la Cámara de Comercio como control de instancia y de legalidad sobre las declaraciones contenidas en los estatutos sociales. Pero también lo es que elevar a requisito constitutivo de la sociedad, y por tanto de adquisición de la personalidad jurídica a la inscripción registral, modulará sin duda la transmisión o no de la condición de socio durante la fase en que la sociedad está en período de formación y en la que no se han creado ni entregado las acciones incorporadas a títulos nominativos. Adviértase además que nada obsta que la sociedad simplificada se constituya *uno actu* por decisión de un solo socio o por acuerdo de una pluralidad de socios. Que la misma sea unilateral o plurilateral desde el momento fundacional no añade requisitos ni formalidades al proceso de constitución y de inscripción. Un socio puede desprenderse de todas o de parte de sus acciones enajenándolas a terceros que se convierten en nuevos accionistas, como también puede suscribir todo el capital y, acto seguido, transmitirlo al resto de consocios. Lo que sí veda la ley es que la sociedad anónima simplificada pueda constituirse por los mecanismos de fundación sucesiva. Lo ágil y dinámico, pero sobre todo práctico y eficiente, no es sino la fundación simultánea, sea esta unilateral o plurilateral, de la sociedad³.

3 Así lo ha entendido la Superintendencia de Sociedades, que veda la posibilidad de fundación sucesiva pese a la parquedad del texto legal. En una decisión u oficio cuestionable, que puede matizar o no esos pretendidos inconvenientes de cara a la admisibilidad de este mecanismo fundacional dado que estamos ante una sociedad abierta con preferencia a cerrarse o a ser de gestión estrecha; el Oficio 220-065681 de 16 de abril de 2009, que cierra esta posibilidad (creemos que de un modo no suficientemente fundado ni justificado) y que ancla en pretendidas incompatibilidades con la filosofía de este tipo societario en el que —dice el Oficio— prevalece la flexibilidad normativa y la amplia libertad de estipulación de los accionistas. Debería la decisión justificar la negativa, y analizar si la intervención de otras instituciones, en caso de

Una sucinta y siquiera suficiente y mínima regulación, amén de la admisibilidad y generalidad del tipo con su permeabilidad a todo tipo de empresa o sociedad, pero además con una radical libertad contractual para que los socios, dentro de unos límites, configuren la sociedad a su antojo, son la base de su éxito. La negociación, el margen convencional entre los socios accionistas, es el verdadero arquitrabe y base de este tipo societario. Se da una transición del rigor normativo de los viejos códigos de comercio a la flexibilidad y ductibilidad de los estatutos configurados como mejor creen los accionistas, a través de toda una negociación convencional entre ellos que marcará las pautas internas de funcionamiento de la sociedad simplificada, así como la composición de su capital y su accionariado, permitiendo bien la libre entrada y salida de socios, bien un régimen rígido de transmisibilidad parapetado a través de cláusulas restrictivas a la libre transmisibilidad de las acciones. Esta característica es parte esencial del éxito de esta sociedad que, concebida legalmente como de capital y abierta, puede cerrarse hasta el extremo de que, sin prohibir la transmisión de la condición de socio, sí la hace muy hermética y robusta accionarialmente, pues los socios o consocios tienen preferencia o adquisición preferente ante un extraño que entre e irrumpa en la sociedad a través de la transmisión de una acción de quien quiera abandonar la misma⁴. Un éxito insospechado tal vez en los primeros derroteros prelegislativos de la norma, y arrollador tres años después de su entrada en vigor⁵. Por otra parte, el régimen específico y particular de la sociedad cotizada para el que la SAS no está pensada, y con él el régimen más especial de la acción cotizada, no pueden servir de arquetipo a sociedades financieras, sean del mercado financiero, sean del seguro, sociedades ambas supervisadas y fiscalizadas por los organismos públicos.

una fundación sucesiva, y el llamamiento público a la suscripción de acciones alteran o no, y en qué medida, la flexibilidad y la libertad de autonomía de voluntad y configuración de la sociedad por parte de los socios y futuros socios, pues ni siquiera son accionistas en puridad en ese momento.

- 4 Sin duda, uno de los estudios más sólidos, completos y rigurosos sobre las cláusulas restrictivas a la transmisión de acciones pertenece al profesor A. Perdices Huetos *Cláusulas restrictivas a la libre transmisión de acciones y participaciones sociales*, (1ª ed., Civitas, Madrid, 1997).
- 5 Sobre esta gran adaptabilidad y extensión de la SAS, pero en el ordenamiento y práctica societaria que ha inspirado sin duda el nervio medular mismo de la SAS colombiana, véase Périn, *SAS. La société par actions simplifiée. Études – Formules*, 22 y ss. (3ª ed., L.G.J.D., París, 2008).

Una sociedad mercantil abierta y plural se basa ante todo en la libre entrada y salida de sus socios, sus accionistas. La fungibilidad de la condición de socio, que no empece sin embargo la constitución de cláusulas restrictivas a la libre transmisibilidad de las mismas, hace que la base social o accionarial de la SAS sea abierta, indistinta, intercambiable y por tanto enriquecedora, permitiendo al mismo tiempo que si los fundadores o los que han promovido la transformación desde viejos tipos societarios hacia este nuevo molde la han configurado o ideado como abierta, lo sea, y por el contrario, si lo que prima es una cierta impronta personalista, la misma puede ser algo más cerrada. Son sociedades preferentemente abiertas susceptibles de cerrarse en la medida en que así lo configuren, lo quieran o en su defecto lo impongan quienes las constituyeron o sean socios a lo largo de la vida de la misma.

Con la SAS se cierra por el momento un ciclo de adaptación y reconfiguración hacia la modernización del derecho societario en Colombia, ciclo que se inicia a mediados de la centuria pasada, que cobra su mayor impulso con el Código de Comercio y que vuelve a incorporarse a esos vientos de modernidad y revisión que imperan en todos los ordenamientos jurídicos, en especial en el derecho societario mercantil, que urge de tipos societarios que no den la espalda a las nuevas necesidades empresariales, financieras y de desarrollo.

Nos interesa ahora centrar nuestro estudio en el capital social, y dentro de este, en la acción. La acción como eje catalizador y definidor en la sociedad anónima simplificada, su concepto, su estructura, su naturaleza jurídica, su contenido como derecho, su régimen de transmisibilidad. Un accionista libre, que participa en la voluntad societaria a través de los diversos medios que la realidad y el ordenamiento brindan, pero al que nadie obliga tampoco a conformar esa voluntad si su vinculación a la sociedad es más bien financiero-especulativa. Un accionista al que la libertad contractual y la autonomía de la voluntad le permitirá, dentro de los límites del orden público, la ley y la buena fe, realizar y atesorar todo tipo de relaciones contractuales y negocios sobre las acciones, como en la estructura interna de la propia sociedad, bien sea formalmente a través del contenido intrínseco y obligado aunque de mínimos

de los estatutos sociales, bien a través de los pactos parasociales o pacto reservados entre accionistas.

Y es que, en definitiva, y como bien ha señalado el Oficio 220-151309 del 17 de diciembre del 2010 de la Superintendencia de Sociedades al analizar la emisión de acciones, es claro que la normatividad que las rige le da amplia injerencia a la autonomía de la voluntad privada (artículo 4 del Código de Comercio y 1602 del Código Civil), en donde encontramos que una de las características esenciales que la distinguen de otros tipos societarios es la amplia libertad de estipulación que tienen las personas que son o van a ser accionistas de la persona jurídica, quienes son los llamados directamente a consagrar en los estatutos sociales de manera clara y expresa la estructura que regirá a la compañía, señalando sus reglas y la organización del ente en particular. Así las cosas, respecto a la emisión de acciones, la forma de llevarla a cabo y lo concerniente con la expedición de los títulos indicativos del número de acciones que se tengan en una SAS, tenemos que la citada ley en ninguno de sus artículos consagra un procedimiento a seguir en lo atinente a las acciones en particular. Y dado que no existe norma alguna que fije unos lineamientos concretos, ni disposición legal que lo prohíba, es perfectamente viable a la luz de la normatividad legal vigente que en los estatutos que rigen al tipo societario se hace necesario establecer pautas de canalización y actuación a la hora de proceder o realizar ese *modus operandi*, de modo que es preciso aclarar, primero, si la emisión de acciones y su regulación está prevista en los estatutos y, segundo, de no ser así, debemos recurrir a lo que sobre el particular se encuentra consagrado en el artículo 377 y siguientes del ordenamiento mercantil⁶.

6 En la cuestión planteada ante la Superintendencia se dirimía además, un supuesto de socio único. Así, el Oficio prescribe: “(...) *En lo concerniente con su planteamiento, en donde en la sociedad por acciones simplificada, solo existe un accionista, independientemente de si se pacto o no en los estatutos lo concerniente con la emisión de acciones, elaboración o no de reglamento, etc., debe tenerse en cuenta que para el ingreso de nuevos asociados, se hace necesario verificar si hay acciones en reserva, es decir, que exista una franja de acciones entre el capital autorizado y el suscrito que no tienen propietario, con el fin de determinar si es factible el aumento del capital suscrito ante la expectativa de una inversión de capital, con el ingreso de nuevos accionistas, en caso contrario, es indispensable proceder a realizar una reforma estatutaria en aras a aumentar el citado capital autorizado. Ahora bien, si el aumento del capital suscrito está por debajo del capital autorizado, valga decir, no llega al tope del primero, bien se aprovechar la reforma en lo atinente al aumento del capital autorizado para en el contrato social la forma en que serán suscritas las nuevas acciones, incluida la posibilidad de establecer un trámite de venta directa sin reglamento de colocación. Las acciones así emitidas bien pueden ser ordinarias o de otra*

La SAS permite configurar la acción como los socios crean oportuno, solo veda su acceso a los mecanismos de financiación bursátil y por tanto el registro de emisión en el registro público de emisión de valores. Salvando esto, pueden emitir acciones u otros valores cuya finalidad no sea la de la captación de la inversión del público en general como *de facto* hace una sociedad que va a cotizar sus valores⁷. No puede en suma realizar una oferta pública de venta de acciones u otros valores que la misma emita. Su apelación al “inversor” es privada. Un instrumento privado que puede o no canalizar el ahorro y la inversión, pero nunca a través de la bolsa y de los registros públicos. Sí se ha planteado en la doctrina y la práctica colombiana qué sucede entonces en aquellos supuestos en los que la SAS supere un determinado umbral accionarial. En efecto, ¿puede la SAS tener más de quinientos socios? ¿Cómo se cohonestan esta permisividad con las restricciones y los derechos de preferencia de las emisiones impuesta por la normativa bursátil? Hasta qué punto queda afectada la sociedad en su continuidad o hasta qué punto es viable una emisión de valores en caso de tan alto número de socios o destinatarios, es algo a lo que ha tratado de ofrecer respuesta la Superintendencia Financiera en sendos oficios de julio de 2009⁸.

clase, entre las cuales encontramos las señaladas en el artículo 10 de la Ley 1258 de 2008. Dichas acciones deben constar en los títulos de acciones de que son propietarios los accionistas, en donde la administración de la compañía, bien puede entregar a cada accionista un solo título donde figuren todas las acciones de que es propietario o tantos títulos como número de acciones de que sea propietario un accionista. Igualmente debe tenerse en cuenta que una vez emitidas las acciones, entregadas ellas sus propietarios, es necesario inscribir las mismas en el libro de registro de accionistas de la sociedad, donde debe constar la titularidad de las mismas y el número de acciones que le pertenecen a cada asociado”.

- 7 Acierta F. Reyes Villamizar, SAS. *La sociedad por acciones simplificada*, op. cit., 174, cuando señala cómo la SAS no está concebida para ser inscrita en bolsa. Se trata de un tipo societario diseñado para estructurar compañías cerradas.
- 8 Sobre colocación de acciones de una SAS es oportuno el Oficio 220-113100 del 7 de septiembre de 2009 sobre una “Autorización para la colocación de acciones en una SAS” y en la que afirma: “(...) el artículo 390 del Código de Comercio fue modificado por los artículos 84 numeral 9º 1 y 85 numeral 3º de la Ley 222 de 1995, por lo que la autorización a que el primer canon se refiere sólo procede cuando se trate de una colocación de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto y de acciones privilegiadas que pretendan adelantar sociedades vigiladas por esta Entidad, o de colocación de cualquier tipo de acciones que proyecten llevar a cabo sociedades sometidas al control de la misma. Ahora bien, las causales de vigilancia están señaladas en el Decreto 4350 de 2006, en tanto que el sometimiento a control debe tener como presupuesto un acto dirigido de manera particular a la sociedad determinando este grado de supervisión. Luego, sólo en la medida en que la sociedad por acciones simplificada a la que alude se encuentre en alguno de los señalados presupuestos, requerirá nuestra autorización”. Más contundente, si cabe, es el Oficio 220-106407 del 11 de agosto de 2009, también sobre emisión y colocación de

I. LA ACCIÓN. CONCEPTO Y NATURALEZA

Arranca el capítulo tercero de la Ley 1258 bajo el rubro decidido de “*Reglas especiales sobre el capital y las acciones*”. El artículo 10 de la regulación, que aborda y trata de la acción, no la define. Hurtado un parámetro conceptual y básico, la premisa no puede ser otra que la de no existir una diferenciación siquiera accidental o mínima respecto al concepto de acción que nos brinda el Código de Comercio (véanse, entre otros, los artículos 344 y 375 de la norma colombiana). Se refiere sin embargo ese artículo 10 a las clases de acciones, habida cuenta de la polivalencia y diversificación que en clases y series pueden subsumirse las acciones correspondientes a las distintas emisiones de las mismas a lo largo de la vida de una sociedad. La SAS llega a ofrecer un pequeño *numerus clausus* de clases y series de acciones, tal vez igualando o mezclando ambos conceptos que, en pura dogmática societaria, son sin embargo susceptibles de diferenciarse con nitidez y rigor⁹. Entre ellas, la ley reconoce a las acciones privilegiadas, las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto, las acciones con dividendo fijo anual y las acciones de pago. La normativa colombiana, y específicamente la de sociedades simplificadas, parte de un eje claro, a saber, la plena libertad de estipulación de los socios de configurar el capital social, sus acciones, como convengan. Habrá mínimos inderogables, máxime en lo que a contenido de derechos se refiere, si bien los mismos pueden regularse con mayor o menor amplitud¹⁰.

acciones y en las que la Superintendencia ante la consulta evacuada señala: “(...) que para la emisión y colocación de acciones que realice una sociedad por acciones simplificada –SAS–, no se requiere autorización de esta superintendencia, salvo que la sociedad esté sometida a control de la entidad en los términos del artículo 85 de la Ley 222 de 1995, o cuando se trate de emitir acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto y de acciones privilegiadas y siempre y cuando que la compañía se encuentre sometida a la vigilancia o control de la misma, conforme lo consagrado en el Decreto 4350 de 2006, artículo 84, numeral 9 y 86 de la ley 222 de 1995 y 45 de la ley 1258 de 2008. Valga anotar que dado que las sociedades que nos ocupan, conforme lo dispuesto por el artículo 4 de la ley 1258 citada, no pueden inscribir sus acciones y valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores, las mismas están imposibilitadas para efectuar oferta pública de acciones o de otros valores, pues para ello se requiere necesariamente haber inscrito los títulos en el citado registro. En otros términos, las acciones que pretenda colocar una sociedad por acciones simplificada debe ser mediante oferta privada”.

9 Sobre esta tipología de acciones véase también en la doctrina colombiana el artículo de Nieto & Isaza, *Flexibilización societaria. Un acercamiento a la Sociedad por Acciones Simplificada a partir de la intervención de la Superintendencia de Sociedades*, 40 *Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas, Universidad Pontificia Bolivariana*, 112, 43 y ss., 64 y ss. (2010).

10 Véase el Oficio 220-125073 del 19 de octubre de 2009 de la Superintendencia de Sociedades, en

Habrán mínimos inderogables, pero también amplias permisividades que rompan incluso con la paridad del voto, la paridad de la distribución de beneficios¹¹.

Y a pesar de no ofrecernos un concepto de acción, sí es dable y oportuno siquiera mínimamente señalar la ya clásica división del estudio de la acción desde tres ámbitos o dimensiones, a saber, como parte del capital, como conjunto de derechos del socio o en cuanto a su naturaleza de título-valor¹². Conceptos y ámbitos que desde la óptica del estudio de la acción como título valor, también conocido como valor no cotizado o valor mobiliario, tiene por eje el estudio de los diversos mecanismos previstos por la ley para la documentación o representación de las acciones.

Pues, ¿obligatoriamente una sociedad representa, documenta, incorpora en todo caso y *ope legis* o por obligación legal su capital social? ¿*Quid* si esto no acontece? ¿Podemos seguir hablando, al menos desde un plano abstracto, de acción y de título, o por el contrario nos encontramos ante puros y derechos de crédito que se reflejan en la escritura de constitución o de transmisión de esa hipotética pero cierta porción o cuota de participación en la sociedad anónima? Documentación se refiere a incorporación, no titulación meramente probatoria de la condición de socio. No se reproduce en el texto la cuestión acerca de la terminología que hay que usar a propósito de “documentación”, “representación” o “incorporación” de las acciones, aunque resulta un tema bastante recurrente —y hasta cierto punto irrelevante— en la doctrina foránea¹³. Tal y como asevera el

la que se señala: “*Sea lo primero señalar que los títulos accionarios reflejan la calidad de accionista, mediante la cual participa en la integración del máximo órgano social, ejerce los derechos derivados de la calidad de accionista y recibe las utilidades que eventualmente pueda generar la actividad operacional de la empresa, para lo cual una vez suscrita la acción o adquirida a través de la negociación, corresponde al accionista acudir ante la sociedad para revisar la situación en la que se encuentra*”.

- 11 Sobre este elenco de derechos que confiere la acción, véase en el derecho colombiano la ya imprescindible aportación de F. Reyes Villamizar, *Derecho societario*, I, 391 y ss. (2ª ed., Legis, Bogotá, 2011).
- 12 Sobre la visión de la acción como capital social, véase el trabajo de Neira Archila, *Apuntes generales al derecho de sociedades*, 71 y ss. (1ª ed., Bogotá, 2006). Sobre el valor real de una acción y la división contable entre el número total de ellas, véase Mantilla Molina, *Derecho Mercantil*, 356 (19ª ed., México, 1996); y en España, entre otros, J. García Enterría, *La acción*, en *Curso de Derecho Mercantil*, I, 723 y ss. (Uría/Menéndez, dirs., 2ª ed., Cizur Menor, Civitas, 2006).
- 13 Así, J. De Eizaguirre, *El régimen de las acciones. Documentación y transmisión*, en *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima*, 72 (1ª ed., Civitas, Madrid, 1991), partidario de hablar de “representación”, distinguiendo como especie de la misma la “documentación”, que sería

artículo 377 del Código de Comercio, las acciones son o pueden ser nominativas o al portador, en puridad es el título al que las mismas se incorporan los que son nominativos o al portador. Régimen que se completa con el dictador del artículo 648 del mismo cuerpo legal, al regular el carácter de nominativo del título valor y exigir, además de la declaración de endoso sobre el propio título, la inscripción del tenedor en el registro que llevará el creador del título. De modo que posesión e inscripción son dos requisitos constitutivos de la posición de socio, al menos frente a la sociedad a la hora de ejercitar y legitimarse los derechos de socio. Posesión, endoso e inscripción forman una secuencia lógica y completa de cara a la transmisión de la condición de socio en una sociedad anónima y de la que no se apartará la SAS¹⁴. Y respecto a las acciones incorporadas sobre títulos al portador, pese a que el régimen de las mismas, así como su admisibilidad, está suspendido en Colombia a raíz del Acuerdo de Cartagena de 1973, el régimen reflejaba, recte, la fungibilidad absoluta de la condición de socio al permitir la transmisión libre de la condición, así como la legitimación del *accipiens* a través de la mera posesión, sin necesidad de inscripción en ningún registro, de cuyo inexistente habida cuenta el anonimato o intercambiabilidad

reflejo de la materialización a que hace referencia la expresión “*Verkörperung*”. En ese sentido, indica que la expresión “*incorporación*” sería una errónea traducción de aquél término alemán provocada por la mediación del término italiano “*incorporazione*”. Del mismo autor, J. De Eizaguirre, *La opción por el concepto amplio de título valor*, en *Libro homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Introducción y títulos valor, 1145 y 1170 (1ª ed., Civitas, Madrid, 1996), indica cómo la idea de la “*incorporación*” supone el apego a una concepción ya superada, la de la teoría de la propiedad, recurrente a la figura del derecho ambulatorio o del *ius propter rem*. Por su lado, J. Rubio y García-Mina, *Derecho cambiario*, 27-28 (Madrid, 1973), habla de “*documentación*” antes que de “*incorporación*”, sobre la base del exceso de esta última expresión, que desplaza hacia una cuestión de propiedad del documento lo que en realidad es un sistema de legitimación para el ejercicio y transmisión del derecho allí documentado. Por su parte, A. Vicente y Gella, *Los títulos de crédito en la doctrina y en el derecho positivo* (1ª ed., Labor, Zaragoza, 1933), no se refiere a ninguno de esos términos en particular, sino en general a plasmación o derecho recogido en el título valor. Por su lado, Madrid Parra, *Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas*, 203-204 *Revista de Derecho Mercantil*, 149 (1992), prefiere hablar de “*representación*” en sentido genérico para referirse a la incorporación al título, distinguiendo luego entre “*documentación*” en sentido estricto, que sería la cartular, y la “*representación en sentido estricto*”, que sería la mera anotación contable. Más recientemente todavía se hacía eco de lo poco pacífico que resulta en la doctrina caracterizar las acciones como títulos-valor, Pérez Millán, *La transmisión de acciones representadas mediante títulos-valores*, 264-265 *Revista de Derecho Mercantil*, 413 y ss. (2007), véase a su vez nuestra aportación A. Perdiges Huetos / A. Veiga Copo, *La acción. Estudio sobre la representación y transmisión*, 5 y ss. (1ª ed., Universidad del Rosario, Bogotá, 2011).

14 Sobre este punto véase la reciente aportación de F. Reyes Villamizar, *Derecho societario*, op. cit., 38 y 39, especialmente nota a pie 85.

de la condición de socio que lo era por la tenencia, posesión de la acción, del título y su transmisión; título y modo, se activaban sin costes de transacción¹⁵. Adviértase además que de la noción de título valor, hemos pasado a una más amplia, la de derecho valor, proceso global que arranca a mediados del siglo pasado en Alemania y es seguido por una marcada apuesta hacia la desmaterialización de los títulos valor. Proceso que incluso la Ley 964 de 2005, en su artículo 2 apartado a), considera valor a todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público.

El título valor, sobre el que asienta el sistema cartular, constituye el instrumento por antonomasia de documentación de la acción. Hasta tal punto es así que la expresión “acción” se emplea tanto para designar el derecho o conjunto de derechos que integran la condición de socio como el título que lo representa. Pero más allá de esta unidad del lenguaje no hay nada. La acción es la acción, la unidad de participación en la sociedad anónima, y el título es el documento que la representa. Hacemos esta previsión a fin de prevenir o conjurar el riesgo de la hipóstasis en que con tanta frecuencia se ha incurrido en el pasado¹⁶. A menudo, en efecto, se ha entendido que como la acción es un título, aquellas normas pensadas para los títulos se aplican a las acciones, con independencia de que se hallen o no efectivamente materializadas en títulos. No es de extrañar entonces que se haya sostenido que el beneficio de la irreivindicabilidad resulta aplicable a las acciones al portador efectuadas en Bolsa o intervenidas por fedatario, aunque las que sean objeto de la operación no estén incorporadas a títulos o simplemente se negocien con la ayuda de la escritura de constitución o

15 Si se nos permite, tampoco la doctrina más clásica y autorizada colombiana contempló con buenos ojos la acción al portador o no pudo ver los beneficios que la misma podía o no generar. Sirvan de reflexión, aguda y certera, las palabras de Pinzón, *Sociedades comerciales. Tipos o formas de sociedad*, vol. II, 229 y ss. (2ª ed., Bogotá, 1983), donde afirma la carencia de las ventajas de este título respecto de la acción nominativa, así como los problemas que puede acabar generando la reposición del mismo derivados de la falta de certeza para la sociedad respecto del verdadero titular de la acción.

16 Véase, por ejemplo, F. Alonso Espinosa, *Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones*, 50 *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 35 y ss. (1992), donde indica que, una vez inscrita la sociedad: “La LSA establece un régimen especial para la transmisión de las acciones —rectius, de los derechos derivados de las futuras acciones—, por (...)”. Como se ve, la equivocidad del lenguaje es elocuente, habla de las “futuras acciones”, sin duda con referencia a las acciones incorporadas en títulos.

la escritura o póliza de transmisión. La estructuración en el orden societario de los derechos de participación pasa necesariamente por la consideración del fenómeno de la incorporación. En virtud de la misma, el derecho de participación queda recogido en un valor mobiliario/negociable, sujeto a particulares leyes de tráfico, que provocan una economía de costes de transacción del derecho así como de los riesgos propios de la cesión ordinaria de derechos. Aunque hoy resulte pacífica la calificación de los títulos accionarios como títulos valores, tal naturaleza no era pacífica en la doctrina. Por mimetismo con el modelo francés, se llegó a entender que tan solo las acciones al portador incorporaban el derecho; las acciones nominativas eran al máximo títulos nominativos puros o directos, y eso cuando lo eran¹⁷.

No obstante su relevancia, e incluso su configuración como un derecho del socio, la doctrina ha insistido en que esta “reificación” del derecho en un título-valor carece de carácter constitutivo respecto a la participación en sí¹⁸. En efecto, los títulos donde se documentan los derechos de participación tienen un **carácter estrictamente declarativo**¹⁹. La acción; es decir, el derecho de participación en una sociedad anónima o comanditaria por acciones, surge y se configura con la inscripción de la sociedad o el otorgamiento de la escritura de ejecución del aumento del capital, independientemente del título. A partir de ahí, la naturaleza del título accionario deviene polémica, pudiendo apuntarse dos grandes grupos de posturas:

a) Aquellas que afirman el *carácter declarativo, causal y carente de fe pública del título accionario*, de modo que la incorporación solo

17 Véase, por ejemplo, F. Palá Berdejo, *Contribución al estudio de los títulos nominativos*, 365 *Revista de Derecho Mercantil*, 165 y ss., 207-208 (1951) quien sostenía el carácter de títulos nominativos directos de “*las acciones u obligaciones nominativas, en general, en cuanto se regule un procedimiento amortizatorio o se requiera expresamente su presentación para el ejercicio o transferencia de los derechos que constatan; en otro caso no son a nuestro entender títulos nominativos o necesarios, ni tampoco en consecuencia títulos valores*”. Lo mismo parece desprenderse de las palabras de Garrigues, *Tratado de derecho mercantil*, II-1, 928 (Madrid, Aguirre, 1947), cuando afirma “*que la transmisión del título sólo es esencial tratándose de acciones al portador, en las cuales la condición de título valor aparece más clara*”.

18 Pacífico, ver, por todos, J. Garrigues, *Curso de derecho mercantil*, 464 (Madrid, RDM, 1936); R. Uría, *Comentario a la ley de sociedad anónima*, 391 (3ª ed., Civitas, Madrid, 1976).

19 Por todos, Hueck & Canaris, *Derecho de los títulos-valor*, 289 (12ª ed. alemana, Barcelona, Ariel, 1988). Lutter, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, § 67, RdNn.3, 813 (Berlin-München, 1988). Mossa, *Diritto commerciale*, vol. I (Milano, 1937). Hamel/Lagarde/Jauffret, *Droit Commercial*, 224 (2ª ed., París, 1980). Sobre la aplicación a la acción incorporada a títulos de los principios que rigen los títulos valores, V. A. Bérghamo, *Sociedades anónimas. Las acciones*, III, 175 y ss. (Madrid, s.e., 1970).

tendría relevancia a efectos de sanar la falta de titularidad del transmitente y permitir una legitimación activa y pasiva más segura. En modo alguno la literalidad o apariencia del título llegaría a proteger al tercero adquirente.

b) Aquellas que, con diversas argumentaciones, amparan la confianza de los terceros en el contenido del derecho que se desprende del título, de su consistencia, podríamos decir. Tales argumentaciones pueden partir bien de admitir el *carácter declarativo y causal del título, pero reconociéndole una fe pública limitada* a su contenido —es decir, una literalidad incompleta—, o partir bien de admitir el *carácter declarativo pero abstracto y de fe pública del título* salvo en aquello que, por remisión, reenvía a otros documentos, como los estatutos. Siendo puntos de partida diversos, la solución práctica, como se verá, vendrá a ser prácticamente coincidente.

Careciendo la emisión del título de significado para el nacimiento del derecho documentado es indudable el *carácter declarativo* del título acción. De eso parece desprenderse, como indica pacíficamente la doctrina alemana, el *carácter causal* de este título-valor; no se crea una relación jurídica diversa de la que motivó la creación del título, sino que el título precisamente recoge esa misma relación, incorporándola. La relación de los títulos declarativos con los causales y la de los constitutivos con los abstractos es muy estrecha, aunque no necesariamente forzosa²⁰.

Ciertamente el título accionario es incompleto; los términos literales del mismo no agotan, ni sería viable que lo hicieran, la posición del socio, determinándose por remisión a los estatutos²¹. Ahora bien,

20 Véase Hueck/Canaris, op. cit., 37, en referencia al conocimiento de embarque, señalan “*que pueden convertirse en títulos causales estableciendo una dependencia completa respecto al contrato de transporte, sin que por ello su entrega al receptor de las mercancías deje de ser constitutiva para el nacimiento del crédito contenido en el título*”. En el caso de las acciones, parece que esa coincidencia es exacta: título abstracto es aquél que, junto a la relación jurídica que le sirve de base, crea un nuevo derecho autónomo respecto del negocio causal, tanto en su existencia como en su contenido. De ahí que estos autores en la página 35, califiquen a la acción como título causal: “*no crea un segundo derecho de participación sino que se limita a documentar el derecho de participación previamente existente derivado del contrato de sociedad*”. Entre la doctrina española, Bérnago, *Las acciones*, I, 180, indica cómo “*la acción expresa la causa por la cual el ordenamiento le reconoce valor jurídico. No es un título abstracto, si lo fuera, tendría valor por sí mismo, independientemente del contrato de sociedad que constituye su causa. Las declaraciones contenidas en el título reciben de modo constante las influencias directas de la relación social-base. Todas las vicisitudes que experimenta la sociedad repercuten sobre la sustancia de la acción (...)* El contrato de sociedad y la acción están, como vasos comunicantes, en conexión permanente”.

21 Así, de un principio de literalidad incompleto o por remisión habla, por ejemplo, Díaz Gómez, *La transmisión de acciones en el texto refundido de la ley de sociedades anónimas* de 22

en aquellos extremos que deben desprenderse del título por disposición legal no parece haber razón para negar la fe pública del mismo. Esas menciones, que en el caso de la SAS se reflejan en el artículo 5, apartado sexto, no son otra cosa que la traducción de aquellas circunstancias que por su significación cabe que se desprendan del propio título: prestaciones accesorias, dividendos pasivos y cláusulas restrictivas. Y eso porque esas circunstancias son decisivas a la hora de conformar la voluntad de adquirir una acción. En efecto, esos pactos constituyen las derogaciones más significativas al régimen típico que cabe esperar en una sociedad anónima y, por eso mismo, es carga de la sociedad el advertirlo de forma destacada. No se olvide que la sociedad también se beneficia de la especial transmisibilidad que ofrece la incorporación; en efecto, el favorecimiento de la transmisión que se logra con los títulos valor, junto con el principio de libre transmisibilidad, es uno de los factores que permite sustituir en la configuración típica legal de la anónima el derecho de separación del socio por el derecho a transmitir su participación.

Si se protege la buena fe respecto del derecho del transmitente, el siguiente paso lógico es proteger también la confianza respecto a la exactitud del contenido del título, aunque ese contenido no agote la totalidad de la condición de socio. En todo aquello que se determine por remisión no habrá confianza que proteger; mientras que en todo aquello que por disposición legal deba constar sobre el texto del título debe protegerse esa confianza. De otro modo, ¿para qué exigir una serie de menciones sobre el texto del título? ¿Simplemente para dar derecho al socio a que lo corrija y hacerlo responsable de ello? No olvidemos que si un título refleja, dado que se le exige, una serie de menciones sobre el mismo, en primer lugar ello comprueba, por la sola existencia del título y por su posesión por el transmitente, la existencia del derecho y su pertenencia al enajenante. Sobre estos extremos el ordenamiento le otorga protección de apariencia (adquisiciones *a non domino*, excepciones de sobreemisión, vid. infra). En segundo lugar, el examen del contenido del título le informa sobre las derogaciones más agudas del régimen de la anónima. Si alguna

de diciembre de 1989, *La Ley*, 2, nota 10 (9 de noviembre de 1990); J.L., García-Pita, *Acciones nominativas y al portador*, en *Derecho de sociedades anónimas*, II, "Capital y acciones", vol. I, 523 y ss. (Madrid, Civitas, 1994); y Bérnago, *Las acciones*, I, 176, insistiendo los dos últimos en que no debe confundirse literalidad con integridad.

de esas circunstancias resulta de por sí inaceptable para el eventual adquirente, este puede ahorrarse cualquier ulterior indagación y el consiguiente gasto en tiempo y dinero. Si tiene prestaciones accesorias y el comprador solo pretendía invertir, podrá inmediatamente poner fin a la negociación y buscar otro objeto más idóneo. Si resulta acreditado para el adquirente la existencia del derecho, su titularidad por el poseedor y la inexistencia —o existencia en determinadas condiciones— de dividendos pasivos, prestaciones accesorias o cláusulas restrictivas, y sigue interesado en esa acción, el ordenamiento ya le exige la consulta de los estatutos para que se cerciore y corra con el coste en tiempo y dinero de conocer el concreto y exacto contenido de la condición de socio que pretende adquirir. Se podría no obstante pensar que si el tercero consultó efectivamente los estatutos no habrá razón para protegerlo. Eso es evidente en la medida que el tercero incurriera en mala fe. Si sobre el título no consta la existencia de dividendos pasivos pero los mismos aparecen en los estatutos y en el registro, a la sociedad le bastará con demostrar que el tercero conoció esa circunstancia en el momento de adquisición; pero eso será siempre carga probatoria de la sociedad; no se puede pretender extender una pretensión de conocimiento del registro en este punto precisamente porque la misión del título es dispensar de esa consulta. Así las cosas, la limitada literalidad del título proporciona por lo tanto una publicidad barata que disminuye los costes de conocer el contenido más esencial del derecho —o las circunstancias más anómalas del mismo—, finalidad esta que es precisamente la que se pretende con la incorporación de cualesquiera derechos. No obstante, se puede afirmar que el título accionario es incompleto, y eso es indudablemente cierto. No contiene en su redacción todos los extremos que configuran el derecho que incorpora²². Eso sería inviable, salvo que se redactase la totalidad de los estatutos sobre el título. Y aun en ese caso, el coste de su impresión y el coste de tiempo y esfuerzo que exigiría el examen de esa prolija mención serían incompatibles con la finalidad de agilización del tráfico propia de los títulos valor. El título sería así declarativo, pero abstracto y dotado de fe pública, salvo en aquellos extremos en que se remita a una realidad extradocumental, que lógicamente no queda cubierta por la apariencia.

22 Por todos, F.J. Alonso Espinosa, *Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones*, *RDBB*, 35 y ss., 42 (1992).

Así las cosas, cabe referirse a dos modalidades representativas; de un lado la que ancla su fuerza y su forma en el título, solo nominativo al estar vedado el título al portador en Colombia, y la que busca el valor de cara a su negociabilidad en los mercados financieros. Estamos ante dos modalidades jurídicas especiales de configuración o representación de la acción. La primera, de raigambre tradicional, es el título-valor. La segunda, fruto de una tecnología más reciente —al menos en la fecha de promulgación de la ley—, es la anotación en cuenta (manifestación en cierto sentido de lo que la doctrina —sobre todo foránea— ha acuñado como derecho-valor; despojado el título, sigue no obstante permaneciendo el derecho, la ficción —*fictio iuris*—. Se cambia el medio, el instrumento de representación, pero la esencia continúa). La puesta en marcha de cualquiera de estos dos instrumentos especiales —y la consiguiente aplicabilidad de sus respectivos derechos especiales— no es, sin embargo, automática. Cualquier interpretación a contrario es errónea.

Creada la acción, al menos metafórica e idealmente con la constitución de la sociedad, y aun elegida estatutariamente la modalidad de representación deseada, se precisa además de una actividad —material y jurídica— suplementaria que las active: la impresión y entrega de los títulos en un caso, y la inscripción de la emisión en los registros contables de las anotaciones en cuenta, en el otro. Propiamente no se puede hablar de acción como tal hasta que esta no sea emitida y entregada, no solo impresa, sino que además es necesario que opere la tradición a su verdadero dueño o titular, y, en su caso, que sea inscrita en el registro de anotaciones en cuenta, para que en puridad exista acción; de lo contrario, estamos ante la cuota o derecho de participación en la sociedad. Si esa actividad suplementaria se omite, las acciones no alcanzarán la condición de valores mobiliarios y seguirán siendo lo que eran *a nativitate*: meros derechos —de participación— incorporales sujetos, en cuanto al régimen de su documentación, circulación y legitimación para el ejercicio de los derechos, a las normas generales del derecho común. Vaya por delante que esta opción, digamos natural y no especial, es a la postre la más utilizada y en absoluto es marginal, como a priori podría pensarse. Las sociedades no representan ni documentan sus acciones ni en títulos valor ni en anotaciones en cuenta de cara a su admisibilidad en los mercados bursátiles. Esa

es la realidad incontestable. La misma que esquiva los costes de la impresión, de la custodia y manipulación de los títulos, poseedores sin duda de un valor jurídico real fruto además de la incorporación al papel. La escritura acaba convirtiéndose en esencia de cara a la transmisibilidad de las acciones. El coste de emitir supera al coste de no hacerlo, aunque la transmisibilidad de las cuotas de capital (pues no se puede hablar propiamente de acción si no se ha emitido o inscrito si el sistema es el tabular) se rija por las reglas de la cesión de derechos incorporeales. Como bien señala el artículo 399 del Código de Comercio, a cada suscriptor de acciones ha de expedírsele el título o títulos que justifiquen su calidad de socio, expedición que solo procede cuando estén completamente liberadas o íntegramente pagadas o desembolsadas; de lo contrario, se expediría potestativamente certificados provisionales, mas la pregunta es ¿puede o no una sociedad anónima en Colombia no representar o expedir las acciones nominativas y seguir reflejando el socio su condición de tal a través de la escritura de constitución de la sociedad? ¿Qué sucede en este caso con el capital, con la transmisibilidad de la condición de socio, o es un imposible categórico de las normas?²³.

Así las cosas, en función de la incorporación o no de la acción al título, de su cotización en la Bolsa o en la no representación de la participación en la sociedad, vale la pena mencionar de hasta tres tipos o modelos, al menos en un plano teórico, de representación de las acciones. El primero de ellos, al que podemos llamar *sistema de representación común*, opera a través de documentos meramente probatorios de la existencia de la acción. Su régimen de circulación es el de los derechos incorporeales. Siendo el favorecimiento del tráfico la causa de la incorporación de la acción, allí donde el tráfico no existe, aquella se ha demostrado innecesaria e inútil. El segundo modelo, al que llamaremos *sistema de representación tabular o registral*, término este generalizado y aceptado prácticamente por todos, se instrumenta a través de anotaciones en cuenta. El mecanismo especial de circulación al que recurre es la transferencia contable. El tercer sistema o *sistema de representación cartular*, se vertebra sobre la base del título-valor y, en función de que este sea de una u otra naturaleza, organiza la circulación en torno a la tradición

23 Reconoce F. Reyes Villamizar, *Derecho de sociedades*, op. cit., 388, que la representación de las participaciones de capital en títulos facilita significativamente su negociabilidad.

o al endoso, acompañados, como es natural, del correspondiente contrato causal.

Acciones nominativas serán aquellas incorporadas o destinadas a incorporarse en títulos que identifican a su titular nominalmente, es decir, indican expresamente el nombre de la persona a quien corresponde el derecho de participación en la sociedad y presentan para su titular una eficacia prelegitimadora, sujeta a la posterior inscripción en el libro registro de acciones nominativas. Las acciones incorporadas en títulos nominativos, así como también los resguardos provisionales representados nominativamente, deben figurar en un libro registro que es llevado por la sociedad y en el que se dejará constancia de las sucesivas transmisiones de las acciones, así como la posible constitución de derechos reales limitados sobre las acciones. La legitimación *ex charta* solo permite obtener la legitimación *ex tabula*; es decir, se trata de una prelegitimación para obtener la legitimación definitiva en cuanto al ejercicio de los derechos frente a la sociedad. Acciones al portador serán aquellas acciones incorporadas o destinadas a incorporarse en títulos al portador, donde la legitimación se verifica en virtud de su posesión. No designan pues titular alguno, o, por mejor decir, la persona que posea ese título, esto es, el tenedor del documento, se reputa como accionista. En tanto los socios no lo pidan, la sociedad no tiene obligación legal de emitir y entregar los títulos de las acciones²⁴. Es un derecho de los socios que las más de las veces queda sin ejercitar, aunque nunca prescribe²⁵. Conscientes de ello, las normas sobre sociedades suelen establecer disposiciones que fijan el régimen de circulación de las acciones y el de legitimación de los socios cuando no se hayan impreso y entregado los títulos. El socio tiene derecho al título y, además, a que en ese título se recojan en cada momento con exactitud las menciones obligatorias a que se refiere la ley²⁶. De este modo, si la sociedad altera el contenido del título a causa de cambios estatutarios, el socio tiene derecho al canje o estampillado de sus títulos.

24 A. Velasco San Pedro, *La documentación de la posición de socio*, en *Derecho de sociedades anónimas. La fundación*, 315 (Alonso Ureba et. ál., coords., Madrid, Civitas, 1991).

25 Eckhardt, *Gessler/Hefermehl/Eckhardt/Kropff, Kommentar zum Aktiengesetz*, par. 10, RdNr. 5 (Gessler, dir., I, München, 1973).

26 Aunque con anterioridad a la ley vigente, véase J. Garrigues, *Dictámenes de derecho mercantil*, II, 792 (Madrid, e.p., Aguirre, 1976).

Si ha habido una transmisión de la condición de socio, porque puede haberla, antes de la emisión del título, el legitimado para exigir y recibir este se determina por aplicación de las reglas generales de inscripción en el libro registro de socios para las acciones nominativas. Si el nuevo titular opta por no notificar su adquisición, se expone a no poder exigir la incorporación de su derecho, liberándose la sociedad con su entrega a quien resulte del libro registro. En definitiva, los socios tienen derecho a que se verifique la incorporación de su acción con la creación material y entrega del correspondiente título. Resulta el corolario lógico a la facultad de exigir de la sociedad el cumplimiento del contrato de emisión —*Bebegungsvertrag*—; es decir, que la sociedad proceda a la incorporación tal y como se acordó al prever un sistema de incorporación en los estatutos²⁷. Es más, en algunas ocasiones esta exigencia de incorporación puede venir impuesta por un acreedor pignoraticio que prefiere constituir su derecho real de prenda por vía cambiaria y no de derecho común, y en la que la entrega de los títulos juega un papel de primer orden. La sociedad solo tiene que verificar la incorporación en relación con aquellos accionistas que así lo soliciten, sin que tenga obligación de hacerlo con el resto. Ello no obsta a que la sociedad pueda proceder de *motu proprio* a la confección y entrega de los títulos, que de hecho será lo habitual. Ahora bien, el socio puede rechazar los títulos sin que por eso pierda su condición de accionista²⁸. Impediría así la verificación de la incorporación, de modo que el ejercicio y la transmisión de su derecho se verificará de acuerdo a las reglas del derecho común. Y aunque la intransmisibilidad de las participaciones de la sociedad en formación se ha venido entendiendo como una prohibición de todo tipo de cambio de socios, esta norma no debe suponer obstáculo ni al cambio de socios ni, en consecuencia, a la admisibilidad de una prenda sobre este tipo de acciones o participaciones. Esta es una interpretación excesiva que no es fácil de justificar y de la que dimanar en la práctica efectos sumamente entorpecedores²⁹.

27 Sobre este pacto de incorporación, véase con mayor profundidad, A. Perdices Huetos, *El libro registro de socios. La legitimación del socio en las sociedades de capital*, 104 (Madrid, Civitas, 2000).

28 Kraft, *Köllner Kommentar zum Aktiengesetz*, par. 10, Anm. 10, 99 (2ª ed., Köln-Berlin-Bonn-München, 1988). Eckhardt, op. cit., par. 10, Anm. 9, 143.

29 En este sentido A. Perdices Huetos, *La transmisión de participaciones en la sociedad de respon-*

Tradicionalmente la justificación de esta prohibición se basaba en dos razones, a saber, de política jurídica basadas en la seguridad del tráfico, y de técnica jurídica que, sin embargo, hemos de considerar insuficientes. Por otro lado, el argumento de la inexistencia de la acción antes de la inscripción, no concibiendo forma alguna de derecho de participación antes de la inscripción, no es suficiente³⁰. Hoy por hoy, admitida la existencia de participaciones de la sociedad en formación, esa concepción resulta superada, aparte de no haber podido explicar nunca la prohibición de celebrar contratos de transmisión sobre las acciones de la futura sociedad³¹; tampoco termina de convencer el argumento de quienes centran la *ratio* prohibitiva en el intento de impedir la especulación sobre una participación cuya existencia aún es incierta, lo que en todo caso solo se justificaría en los complejos procesos de fundación sucesiva³². Con ello no queremos negar el hecho de que antes de la inscripción ni exista sociedad anónima o limitada como tal, ni existan las acciones y las participaciones sociales, aunque sí se puede constatar que tales contingencias, la sociedad y los derechos

sabilidad limitada. Régimen general (arts. 26-28 LSRL), en *Tratando de la sociedad limitada*, 429 (C. Paz-Ares, coord., Colegio registradores, Madrid, 1997). Hemos de partir, empero, de una serie de premisas: la sociedad en formación es sociedad, y como tal tiene participaciones. Si estas participaciones son pignoras, es necesario colegir los artículos 62 LSA y 28 LSRL con el *intuitus personae*; por otra parte hemos de indagar a su vez los posibles problemas que puedan existir en el *intuitus personae* en las sociedades personalistas (art. 1669 CC y 143 C. de Co.); si existen estos problemas para transmitir, entonces el cambio de socios cabría por medio de modificación del contrato, con lo cual hemos de interrogarnos si cabe la pignoración, con su posibilidad de modificación del contrato en la ejecución, siendo finalmente necesario el consentimiento de los otros socios.

30 Véase Perdices, op. cit., 430 y ss.

31 En nuestra doctrina se habían propuesto figuras como la venta bajo condición suspensiva o resolutoria, de cosa futura, o la promesa de venta como fórmulas idóneas para eludir semejante interdicción, así M. Broseta Pont- F. Vicent Chuliá, *La prohibida transmisión de acciones antes de la inscripción de la sociedad anónima en el Registro Mercantil*, 16-20 (Valencia, Tecnos, 1975).

32 Garrigues/Uría, op. cit., 254; C. Alonso Ledesma, *Sociedad anónima en formación y prohibición de transmitir acciones antes de la inscripción*, en *Derecho de sociedades anónimas*, II, vol. 2, 1011 (Alonso Ureba et ál., coords., Madrid, Civitas, 1994); contra A. Magariños Blanco, *Transmisibilidad de las acciones antes de la inscripción de la sociedad o del aumento de capital en el Registro Mercantil*, AAMN, XXXIII, 190 (Madrid, 1995); en la doctrina italiana era un argumento generalizado respecto al artículo 137 del Código de Comercio italiano de 1882, originariamente destinada a la fundación sucesiva; vid. A. Navarrini, *Delle società e delle associazioni commerciali*, *Commentario del Codice di Commercio*, vol. II, Milano, GIUFFRÉ, s.d., 56, encuentra la finalidad en impedir que la *utilità* de la empresa social venga precozmente absorbida por la avaricia de los especuladores; Bolaffio & Vivante, *Delle società e delle associazioni commerciali*, vol. IV, 350-351 (5ª ed., Torino, 1929), ven el peligro en que especuladores de mala fe puedan servirse de las acciones y venderlas, con peligro de los adquirentes en el caso de que la sociedad no llegue a constituirse.

de participación social, aparecen delimitadas claramente ya en las respectivas escrituras de constitución de ambas sociedades³³. Pero todo esto no debe llevarnos a pensar que por delicados que sean los comienzos de toda relación entre personas, ello no justifica de por sí una prohibición en términos tan estrictos. En efecto, tales razonamientos, tradicionalmente apuntados por la doctrina, no resultan satisfactorios³⁴.

Si esto es así, desde un plano dogmático, el alcance de la norma debería acotarse desde una perspectiva del sistema del derecho de sociedades³⁵. Atendiendo a los intereses en juego de socios y terceros, las participaciones de la sociedad en formación tienen la misma transmisibilidad natural que la condición de socio en sociedades de personas, o si se prefiere, la aptitud para el tráfico de la participación de una sociedad en formación es equiparable a la de una sociedad de personas³⁶. Esto supone simplemente exigir el consentimiento del resto de socios. Efectivamente, la sociedad en formación —limitada o anónima— es sociedad y, por tanto, atribuye a sus socios derechos de participación sobre la misma³⁷. En tanto derechos subjetivos, son naturalmente transmisibles, pero aunque la sociedad en formación sea de capital, no podrá regirse —todavía— por las reglas de circulación de la sociedad ya inscrita. El régimen de transmisión más próximo dentro del ordenamiento societario es el de las sociedades personalistas, en las que los socios están protegidos frente a la entrada y participación de terceros desconocidos. En estos primeros momentos, en la fase de formación,

33 Resultan ilustrativas al respecto las reflexiones para la sociedad anónima del profesor Ledesma, op. cit., 15; y para la sociedad limitada, M. Vérguez et ál, *Régimen de las participaciones sociales en la sociedad de responsabilidad limitada*, en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, XIV, vol. 1 B, 55 (Madrid, Civitas, 1999).

34 En el *Código de Comercio, arreglado a la reforma decretada en 6 de diciembre de 1868*, anotado y concordado por Gómez De La Serna, Reus & García, Tomo II, 627 (7ª ed., Madrid, 1878), en nota al artículo 12 LSA 1848, indica que tras conocer el gobierno que algunas sociedades en proyecto, sin esperar a la autorización indispensable, habían emitido acciones o títulos provisionales de acción, que circulaban como valores legales de crédito, mandó por Real Orden de 16 de Abril de 1853, “que para corregir estos abusos y evitar que en lo sucesivo se repitan, adopten los gobernadores las medidas que su celo les sugiera para averiguar estas emisiones ilegales, denunciando a los infractores a los tribunales competentes”.

35 En sentido análogo Perdices, op. cit., 432 y ss.

36 Sobre estos extremos se pronuncia Kerbusch, *Zur Erstreckung des Pfandrechts an einem GmbH-Geschäftsanteil auf den durch Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln erhöhten oder neu gebildeten Geschäftsanteil*, 4, 156 y ss. (GmbHHR, 1990), si bien reconduce la pignoración a una transmisión futura de la participación.

37 Sobre el particular, Alonso Ledesma, op. cit., 963-1032.

existe un justificado *intuitu personae*, que confiere a cada socio el poder de decidir libremente sobre quiénes sean sus consocios³⁸. Si esto es así, ¿qué razones existen para prohibir la transmisión de las participaciones de la sociedad en constitución, cuando la sociedad irregular, colectiva o en su caso civil, admiten la transmisión de sus derechos de participación? Pensamos que la única justificación posible de esta prohibición de la transmisibilidad es, hoy por hoy, garantizar la identidad entre los socios que aparecen en la escritura y los que lo son en el momento de su inscripción registral. Así, todo socio de una sociedad en formación tendrá la condición formal de fundador. En consecuencia, se busca reafirmar un mínimo principio de seguridad en el tráfico, esto es, que se dé en todo momento una perfecta consonancia entre el contenido escriturario del acto fundacional y el ulterior momento público de inscripción registral³⁹. Se elimina así la figura del fundador oculto. De este modo no es necesario acudir a los mecanismos de distinción entre efectos obligatorios y efectos traslativos que se dan en determinadas figuras o negocios jurídicos. Al no ser la transmisión un negocio abstracto, basarse en la dualidad de efectos obligatorios y traditivos era el expediente al que se acudía por parte de nuestra doctrina para poder pignorar ciertos derechos. Así se admitían como válidos, produciendo los oportunos efectos obligatorios entre las partes, aquellos contratos cuyos efectos transmisores se condicionaban al

38 A. Perdices, op. cit., 433; R. Gay de Montella, *Tratado*, 132: “la transmisión sería válida aun no habiendo sido inscrita la sociedad en el registro, si todos los partícipes consintieren en la sustitución del accionista, para la cual sería de rigor operar la transmisión”; Girón Tena, *Derecho de sociedades anónimas*, 172 (Valladolid, 1952): “Si en cambio, son válidos los negocios que suspenden su consumación hasta tanto la sociedad está inscrita”; resulta ilustrativo el estudio de Müller, *Die Verpfändung von GmbH-Anteilen*, (I), 5 (GmbH-Rdsch. 1/1969), sobre la *Zulässigkeit der Verpfändung* de participaciones sociales en los primeros momentos de una sociedad.

39 A. Pérez De La Cruz, *La negociación de acciones antes de la inscripción de la Sociedad en el Registro Mercantil y antes de la impresión y entrega de los títulos*, en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, 243-259 (Jiménez Sánchez, coord., Madrid, 1992, Civitas), propone como única solución la rectificación de la escritura de la constitución (252); Gil Del Moral & Moreu Serrano, *Derechos reales sobre acciones*, en *Contratos sobre acciones*, 754 (Madrid, 1994); contra J. Mejías Gómez, *Prenda de participaciones sociales y de acciones representadas mediante títulos*, en *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, Tomo II “Garantías reales”, vol. 1, “Garantías mobiliarias”, 595, 605 y ss. (Nieto Carol & Muñoz Cervera, coords., Madrid, Civitas, 1996), quien enumera una serie de fundamentos que cumple el artículo 62, y deja abierta la vía a una posible promesa de prenda; M. Garrido De Palma, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación*, 112 (3ª ed., Madrid, Civitas, 1990), admite como parte de la doctrina después de la STS 8 de mayo 1987, se cuestiona la posibilidad de considerar válida la cesión del derecho a suscribir, la constitución de garantías sobre las acciones de una sociedad antes de la inscripción.

cumplimiento de determinadas formalidades, en este caso cuando la sociedad verificaba la inscripción registral. Nada impide desde la vertiente de la cesión de créditos una cesión meramente obligatoria de un crédito sometido a condición suspensiva o un mismo crédito futuro⁴⁰. También se ha acudido al expediente de una promesa de prenda para después de que la sociedad se halle inscrita, en la que el efecto real se produciría después de la inscripción e incluso el título de adquisición se verificaría en un momento ulterior a esta⁴¹.

La forma idónea y admisible para negociar sobre participaciones sería a través de negocios dirigidos al cambio inmediato de socios, que se verifiquen por técnicas de modificación contractual, y que por tanto impliquen la alteración subjetiva del contrato que, siendo solemne, quedará reflejada en la escritura fundacional que será objeto de inscripción⁴². Para que opere dicho cambio subjetivo será necesario el consentimiento de los restantes socios, que al aprobar la cesión expresan su consentimiento⁴³. El socio entrante pasa a asumir una responsabilidad plena, idéntica a la de su predecesor y en condiciones y extensión análogas a los demás socios fundadores, tanto por su condición de fundador formal como por su carácter de socio de la sociedad en formación. Por su parte, con respecto al socio saliente, se ha de articular su salida de tal forma que no suponga un menoscabo en la cifra capital, de modo que lo que aporte el nuevo socio venga a ser lo que se paga al antiguo, con lo que la cifra de capital permanece intacta. En resumen, la expresión

40 Cfr. F. Pantaleón PRIETO, *La cesión*, 1064.

41 Así, la STS 3-6-1998. Sobre las características de la promesa de contrato, L. Díez-Picazo, *Fundamentos*, 211 y ss.

42 En este sentido el código de sociedades comerciales portugués, en el artículo 37.2 relativo a las relaciones anteriores a la escritura pública, es explícito, manifestando que: “*Seja cal for o tipo de sociedade visado pelos contraentes, a transmissão por acto entre vivos das participações sociais e as modificações do contrato social requerem sempre o consentimento unânime dos sócios*”. Pupo Correia, *Direito comercial*, 380-381 (Lisboa, 1988), ve en el consentimiento unánime “*uma forma de acentuar que, não existindo ainda a sociedade comercial, em vigor, mas vigorando o contrato, devem aqui aplicar-se as regras do regime geral dos contratos segundo as quais: a cessão da posição contratual depende do consentimento dos outros contraentes (art. 424 CC)*”; en el ordenamiento italiano. Véase también Fré, *Società per azioni*, en *Commentario del codice civile. Società per azioni*, 97-100 (Scialoja-Branca, ed., Roma-Bologna, 1972), para quien no solo es nula la venta de las acciones antes de la inscripción, sino también la emisión de las propias acciones antes de la inscripción de la sociedad; una Sentencia de Casación de 24 de febrero 1960, núm. 322, BBTC 1960, II, 361, señala: “*L’art. 2331 vuole soltanto impedire l’emissione e la negoziazione di titoli azionari da parte di società fornite di personalità giuridica, all’evidente scopo di tutelare la buona fede dei terzi che contrattino nel frattempo con gli amministratori ed i promotori*”.

43 Aboga por la unanimidad de los demás fundadores, Alonso Ledesma, op. cit., 1026.

transmisión se debe entender contrapuesta a *modificación de contrato* y en general, al cambio de socios por vía distinta a la transmisión.

A. La incorporación del derecho al título: el contrato de entrega entre la sociedad y el socio

La activación del valor mobiliario exige en consecuencia dos operaciones, presupuesta la existencia del derecho de participación accionario: un acto preparatorio de carácter material —la creación del título, entendida como el acto de redacción y suscripción del documento— y una operación jurídica —su entrega y recepción por el socio—, acto de relevancia jurídica donde se produce el acuerdo contractual. La sociedad ofrece la incorporación al socio y este puede o no aceptarla⁴⁴. Téngase en cuenta que esa entrega no es elemento autónomo del contrato de creación del título, sino forma esencial de la voluntad, haciendo del contrato de entrega un contrato real.

En cuanto a las *formas de entrega*, cabe cuestionarse la admisibilidad de las formas espiritualizadas de tradición así como, especialmente, la eventualidad de que la mera puesta a disposición de los títulos sirva como entrega a efectos de incorporación (artículo 339, Código de Comercio). A nuestro juicio, la puesta a disposición mediante anuncios de prensa o por comunicación postal no debe entenderse como suficiente para verificar la incorporación y desplazar los riesgos de la eventual sustracción o destrucción de la acción incorporada sobre el socio⁴⁵.

Sin duda se podría pensar en que esa ha de ser la solución más razonable en el caso de sociedades con gran número de títulos; existiría la tentación de volver los ojos sobre el artículo 117 LSC, que en sede de sustitución de títulos contiene una normativa específica al respecto. En efecto, la puesta a disposición es una posibilidad prevista en el artículo 117.2 III LSC para el caso de sustitución de títulos al

44 Véase C. Paz-Ares, *Naturaleza jurídica de la letra de cambio*, 165; J. Garrigues, *Tratado*, II, 176-178.

45 Así Eckhardt, en Gessler et ál., *Komm. AktG*, § 10 (RdNr. 8), indica que propietario del documento es el socio desde el momento en que está listo el documento, sin que sea necesaria la entrega del mismo al socio para su adquisición. Entre la redacción y la entrega del documento la sociedad tiene la condición de depositaria. Eso sin embargo no se debe confundir, a nuestro juicio, con el momento en el que se produce la incorporación del derecho al documento, que se verifica, eso sí, en el momento de la entrega.

portador. Sin embargo, como se ha indicado, la incorporación es un derecho del socio, cuyo ejercicio la sociedad no puede imponer. De ahí que no sea aplicable la racionalidad del artículo 117 LSC, que precisamente parte de que la incorporación ya se ha producido y solo es preciso alterar alguna circunstancia específica del título. La sociedad puede alterar la incorporación ya verificada pero no imponerla originariamente. Por eso mismo no debe entenderse admisible el envío del título al socio, si se quiere entender que con ese acto de salida del poder de la sociedad del título este pasa a incorporar la acción y el socio asume los riesgos. Recuérdese una vez más que el artículo 117.2 II LSC, que hace referencia a que la sociedad entregará o remitirá los títulos de las acciones nominativas a sus titulares, se sitúa no en sede de creación originaria sino en materia de sustitución de una incorporación ya verificada. Si no obstante lo anterior la sociedad pone a disposición o envía los títulos a los socios, estos no estarán vinculados por esa actividad, entendida como oferta. El socio podrá simplemente ignorarlo en el primer caso y tomarse la mínima molestia de devolver lo que no se le ha pedido en el segundo. No cabe duda de que, en este segundo supuesto, parece que sí tienen obligación de manifestarse, ya que existe una relación precedente entre ambos que justificaría entender el silencio del socio como asentimiento. La pérdida, robo, extravío o sustracción del título enviado no ha de perjudicar al socio, si bien existe siempre el riesgo de una duplicación de títulos y la consecuente sobreemisión. De ahí la conveniencia de usar un medio de transporte cierto y seguro.

B. Creación, emisión y suscripción de acciones

La doctrina ha venido distinguiendo entre los conceptos de creación, emisión y suscripción de acciones⁴⁶. Para estos autores, la *creación* de las acciones se produciría por el acto fundacional de determinación del capital social en la escritura y sería anterior a la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil; la *emisión* vendría a ser el acto de ofrecimiento o en general el conjunto de operaciones que tiene por finalidad introducir las acciones en el

46 Véase por todos J. Garrigues, *Comentario 3*, art. 14, nº 1, 275 y en art. 8, nº 2 y ss., 204, y E. Verdera Y Tuells, *La emisión de títulos en la nueva ley española de sociedades anónimas*, en *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 29 y ss., 36 (Roma, 1954).

tráfico; finalmente, *suscripción*, sería el acto de adquisición de las acciones por una persona denotando con ello su voluntad de socio de esa anónima. Como se ve, ninguno de los anteriores conceptos tiene que ver con la materia relativa a la incorporación, aunque a primera vista pudiera parecerlo

Eso obviaría ulteriores referencias al respecto. No obstante, razones de claridad es necesario, a nuestro juicio, replantear el uso de estos términos.

a) La acción de la sociedad anónima, en cuanto derecho de participación en la misma, solo puede surgir con la misma sociedad anónima. Eso no significa que la sociedad anónima en formación carezca de participaciones. Las tiene, como toda sociedad, pero no se pueden calificar como acciones ni negociarse como tales. Desde luego resulta chocante que cuando no se admitía la existencia de la sociedad antes de la inscripción se sostuviese la existencia de las acciones desde el mismo momento del otorgamiento de la escritura. La acción, en consecuencia surge, con la constitución de la sociedad.

b) La suscripción, por otro lado, no se puede entender como un *posterius* a la creación de la acción; más bien es, en nuestro sistema, su presupuesto lógico, ya que el capital ha de estar íntegramente suscrito en el momento inicial. No se puede pensar en crear una acción sin que la misma haya sido suscrita.

c) En cuanto a la emisión, el uso que hace la doctrina clásica puede llevar a confusión actualmente, donde esa noción aparece más vinculada con la de incorporación. La emisión de títulos valores o de valores hace referencia tanto a la creación como —especialmente— a la incorporación. No en vano se hace común uso de la expresión “títulos no emitidos”, y las normas legales hacen en no pocos casos referencia a la “emisión de valores”. De ahí que, dado que la noción clásica de emisión se subsume naturalmente en la de suscripción como su presupuesto necesario, este concepto debe utilizarse para hacer referencia al hecho cartular —o tabular— de la representación.

C. Acciones nominativas y al portador, títulos nominativos y al portador

Nuestra LSC se refiere a acciones nominativas y al portador. Mas esto es una simplificación. La acción, se podría decir, no es ni nominativa ni al portador, características propias de los títulos. Pero es que esta hipóstasis ni siquiera se ha realizado de una forma correcta. En efecto, la ley comete otra simplificación al referirse a los títulos atendiendo no a su *forma de circulación* —al portador— a la orden —nominativos—, sino a la *forma de designación del titular* —nominativos-al portador— (recte; nominales-anónimos)⁴⁷. De hecho, los supuestos de nominatividad obligatoria indican claramente que lo que interesa no es disponer una forma de transmisión por vía de cesión sino establecer la identificabilidad en cada momento del titular, función que cumple sobradamente un título a la orden.

En consecuencia, acciones nominativas serán aquellas incorporadas —o destinadas a incorporarse— en títulos que identifican a su titular nominalmente y que presentan para su titular una eficacia prelegitimadora, sujeta a la posterior inscripción en el libro registro de socios. Acciones al portador serán aquellas acciones incorporadas —o destinadas a incorporarse— en títulos al portador, donde la legitimación se verifica en virtud de su posesión.

Ninguna cuestión presenta la calificación de las acciones incorporadas en títulos al portador. Mayores problemas, sobre todo por el arrastre histórico de la legislación anterior, presentan las acciones incorporadas en títulos que identifican nominalmente a su titular. Se trata en efecto, de determinar si se trata de títulos a la orden o de títulos nominativo.

Durante la vigencia de la ley anterior, las acciones nominativas se consideraban incorporadas en títulos nominativos, puros o directos (*Rektapapier*) —y eso cuando no se negaba derechamente su carácter de títulos valor—, por mimetismo con el modelo francés, se llegó a entender que tan solo las acciones al portador incorporaban el derecho; las acciones nominativas eran al máximo títulos

47 Así, apunta M.A., Díaz Gómez, *La Ley*, 6 (9 de noviembre de 1990) cómo esas acciones merecían más el calificativo de “*nominales o que identifican a una persona por su nombre y apellido*” frente a los que lo hacen *propter rem* por razón de la posesión.

nominativos puros o directos, y eso cuando lo eran⁴⁸. No eran en consecuencia endosables y solo se podían transmitir por vía de cesión, a través de la práctica de las actas de transferencia.

Acciones nominativas serán aquellas incorporadas o destinadas a incorporarse en títulos que identifican a su titular nominalmente, es decir, indican expresamente el nombre de la persona a quien corresponde el derecho de participación en la sociedad, y presentan para su titular una eficacia prelegitimadora, sujeta a la posterior inscripción en el libro registro de acciones nominativas. Las acciones incorporadas en títulos nominativos, así como también los resguardos provisionales representados nominativamente deben figurar en un libro registro que es llevado por la sociedad y en el que se dejará constancia de las sucesivas transmisiones de las acciones así como la posible constitución de derechos reales limitados sobre las acciones. La legitimación *ex charta* solo permite obtener la legitimación *ex tabula*; es decir se trata de una prelegitimación para obtener la legitimación definitiva en cuanto al ejercicio de los derechos frente a la sociedad. Acciones al portador serán aquellas acciones incorporadas o destinadas a incorporarse en títulos al portador, donde la legitimación se verifica en virtud de su posesión. No designa pues titular alguno, o, por mejor decir, la persona que posea ese título, esto es, el tenedor del documento, se reputa como accionista.

Salvo disposición legal expresa, los estatutos son libres para determinar la emisión de títulos nominativos o al portador⁴⁹. Cabe incluso la posibilidad de una emisión en parte nominativa y en parte al portador, estableciéndose así diversas formas de documentación cartular⁵⁰. Se trata de determinar si la homogeneidad a que hace

48 En este sentido ver, entre otros, F.J. Palá Berdejo, *Contribución al estudio de los títulos nominativos*, 207-208 (RDM, 1951), quien sostiene que “las acciones u obligaciones nominativas, en general, en cuanto se regule un procedimiento amortizatorio o se requiera expresamente su presentación para el ejercicio o transferencia de los derechos que constatan; en otro caso no son a nuestro entender títulos nominativos o necesarios, ni tampoco en consecuencia títulos valor”, y J. Garrigues, *Tratado*, II-1, 928.

49 De manifestación del principio de libertad de empresa habla en este punto García-Pita, *Acciones nominativas y al portador*, 567, nota 118 y Uría, *Comentario 3*, art. 34, n° 11, 398. Sobre las ventajas de una y otra forma, véase Bérnago, *Las acciones*, I, 554-555, que en su época calificaba las acciones nominativas como títulos de inversión, rodeados de una panoplia de seguridad tanto para el socio como para la gestión de la sociedad; eso frente a las acciones al portador, caracterizadas como títulos de especulación —precisamente algún resabio de eso parece haber en la simplificación de contenido que exige el artículo 52.1 LSA para estas últimas.

50 Lo admitía, salvo disposición estatutaria en contra, A. Bérnago, *Sociedades Anónimas. Las*

referencia la LMV en su artículo 5 cabe también aplicarse en este caso. A nuestro juicio, esa homogeneidad no es trasladable, pudiendo establecerse diversas formas de documentación cartular; por ejemplo, acciones sujetas a restricciones documentadas en títulos nominativos junto a acciones sin voto documentadas en títulos al portador⁵¹.

La modificación de la forma de incorporación, y por tanto del régimen de designación del accionista determina un cambio de la ley circulatoria y negocial de la participación, ya para transmisiones plenas, ya para la constitución de derechos reales como para la legitimación del titular. La conversión se verifica mediante la modificación formal de los estatutos (artículo 23, literal d), LSC), regida por el principio general de la mayoría. La sociedad deberá proceder a la amortización de los títulos que resulten contrarios a las nuevas disposiciones estatutarias para su sustitución conforme el artículo 117 LSC⁵².

En la práctica, y pese a que por regla general las sociedades de carácter cerrado o familiar ni siquiera llegan a incorporar los derechos de participación en títulos al objeto de aligerar gastos y trámites, lo normal es que se opte por emitir acciones al portador. Las acciones nominativas únicamente se emitirán en los casos legalmente previstos y en aquellos otros en que la sociedad esté particularmente interesada en conocer sus socios activos, es decir, aquellos que están legitimados para el ejercicio de los derechos sociales. La acción al portador aparece en el tráfico como un bien esencialmente fungible y de máxima representación de la mera participación *intuitu pecuniae*. De este modo el tercero que adquiere una acción al portador, o el que la recibe en prenda, no se verán sorprendidos por dividendos pasivos, por prestaciones accesorias, ni por cláusulas restrictivas que impidan su adquisición.

acciones, I, 555 (Madrid, s.e., 1970); M. De La Cámara, *Estudios de derecho mercantil*, Tomo I, vol. 1, 465 (2ª ed., Madrid, Civitas, 1977), indicaba cómo cabe incluso que una misma sociedad tenga acciones de ambas clases si los estatutos no lo prohíben.

51 Lo admitía, salvo disposición estatutaria en contra, Bérnago, *Las acciones*, I, 555; De La Cámara, *Estudios 2*, I, 465, indicaba que “cabe incluso que una misma sociedad tenga acciones de ambas clases si los estatutos no lo prohíben”.

52 Ver por todos M. De La Cámara, *Estudios de derecho mercantil 2*, Tomo II, vol 2, 94-95; Bérnago, *Las acciones*, I, 561; J.L. García-Pita & Lastres, *Acciones nominativas y acciones al portador*, en *Derecho de sociedades anónimas. II Capital y acciones*, I, 523 y ss., 637 y ss. (Madrid, Civitas, 1994).

Es decir, el socio no tiene derecho a exigir la conversión ni puede resistirse a ella esgrimiendo un derecho propio o la facultad de separación⁵³. La STS 24-X-1988, declaró prohibida, ex artículo 34 LSA 1951, la transformación de acciones nominativas en al portador —posiblemente por falta de desembolso íntegro—. La regla en Alemania es el § 24 AktG, que determina que los estatutos pueden determinar que a petición de un accionista su acción nominativa puede ser convertida en acción al portador y viceversa. Para el caso de conversión no por una transformación a solicitud individual sino por modificación estatutaria, se prevé en principio la misma solución del texto, conversión de acciones por mayoría asamblearia, que se sostiene en Alemania cuando resultan afectados todos los socios⁵⁴.

La sociedad deberá proceder a la declaración de nulidad de los títulos que resulten sobrevenidamente contrarios a la disposición estatutaria para proceder a su sustitución material de acuerdo con el artículo 117 LSC. Ahora bien, si algunos de ellos permaneciesen en circulación, los mismos serán válidos y se considerarán a todos los efectos eficaces. La sociedad tiene que proceder efectivamente a destruir la situación objetiva de apariencia que todavía publican los títulos. Tan solo entonces, destruida esa situación, devendrá oponible a los terceros el cambio de la forma de representación. El coste de la transformación lo soporta la sociedad.

53 Ver V. Santos Martínez, *Acciones y obligaciones representadas por medio de anotaciones en cuenta*, en *Derecho de sociedades anónimas. II Capital y acciones*, I, Madrid, 1995, Civitas, 341 y ss., 406.

54 Por todos H. Wiedemann, *Die nachträgliche Vinkulierung von Aktien und GmbH-Anteilen*, 282 y ss. (NJW, 1964); Eckhardt, Gessler et ál. *Komm.AktG*, § 24, RdNr. 9, que lo deduce a contrario del § 180 AktG; en consecuencia, los títulos que han devenido incorrectos pueden ser, la sociedad puede exigir su entrega ex § 73 (declaración de nulidad de los títulos por la sociedad). Este autor, no obstante, reconoce que la cuestión es discutida en la doctrina. En efecto, y por el contrario, A. Kraft, *Kölner Komm.AktG* 2, § 24, RdNr. 17 y ss., indica que, puesto que el estatuto no puede constituir (*schaffen*) la acción como título valor, y el mismo es válido aunque no corresponda con la forma estatutariamente prevista, un cambio estatutario de la forma de representación no puede conducir a una modificación de las acciones ya emitidas. La transformación presupone una modificación del título que el simple cambio estatutario no puede verificar. Para este autor, la incorporación inicial, tal y como se verificó, constituye una posición indisponible del socio, y no puede venir obligado a modificarla si no es con su consentimiento. No es un derecho social en especial en el sentido del § 35 BGB, pero se debe entender indisponible precisamente porque es una posición individual, no societaria. Niega en consecuencia la posibilidad de aplicar el § 73 AktG.

BIBLIOGRAFÍA

Libros

- Alonso González, *Stocks options. Tres perspectivas: laboral, mercantil y fiscal* (Pamplona, 2002).
- Ballarín Marcial, *Prenda de acciones y de participaciones de sociedad de responsabilidad limitada*, 210 y ss.
- Barz, *Grosskomm. AktG*. (3ª ed., Berlin-New York, 1973). |
- Bergamo, *Sociedades anónimas. Las acciones*, III (Madrid, 1970).
- Bolaffio-Vivante, *Delle società e delle associazioni commerciali*, vol. 4 (5ª ed., Torino, 1929)].
- Broseta Pont-Vicent Chuliá, *La prohibida transmisión de acciones antes de la inscripción de la sociedad anónima en el Registro Mercantil* (Valencia, 1975).
- Broseta, *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, (2ª ed., Madrid, 1984).
- Brox, *Handelsrecht und Wertpapierrecht* (2ª ed., München, 1981).
- Campuzano Laguillo, *Las clases de acciones en la sociedad anónima* (Madrid, 2000).
- De La Cámara, *Estudios de derecho mercantil* Tomo I, vol. 1 (2ª ed., Madrid, 1977).
- Diez-Picazo, *Fundamentos de derecho patrimonial*, III (Madrid, 1993).
- Espina, *Las anotaciones en cuenta. Un nuevo medio de representación de los derechos* (Madrid, 1995).
- Garrido De Palma, *Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación* (3ª ed., Madrid, 1990).
- Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil* (Madrid, 1936).
- Garrigues, *Dictámenes de Derecho Mercantil*, II (Madrid, 1976).
- Garrigues, *Tratado de Derecho Mercantil*, II-1 (Madrid, 1947).
- Girón Tena, *Derecho de sociedades anónimas* (Valladolid, 1952).
- Girón, *La transmisión inter vivos de participaciones en la sociedad de responsabilidad limitada* (Bilbao, 1956).
- Hamel, Lagarde & Jauffret, *Droit Commercial*, Tomo I (2ª ed., París, 1980).
- Holden, *The Law and Practice of banking*, vol. 2 (8ª ed., Glasgow, 1994).
- Hueck & Canaris, *Derecho de los títulos-valor* (12ª ed. alemana, Barcelona, 1988).
- Lasarte, *Régimen fiscal de los rendimientos de trabajo vinculados a las acciones* (Madrid, 2007).
- Luther, *Die genossenschaftliche Aktiengesellschaft* (Tübingen, 1978).
- Lutter, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz* (Berlin-München, 1988).
- Mantilla Molina, *Derecho mercantil* (19ª ed., México, 1996).
- Matorras Díaz-Caneja, *El salario, percepciones salariales y extrasalariales: deducciones*,

- pagos y garantías* (Madrid, 1999).
- Merkel, *Die Negativklausel* (Berlin, 1985).
- Messineo, *I titoli di credito* (Padova, 1934).
- Monetro García-Noblejas, *Las opciones sobre acciones como sistema de retribución de administradores* (Madrid, 2009).
- Morales Moreno, *Posesión y usucapión* (Madrid, 1972).
- Mossa, *Diritto commerciale*, I (Milano, 1937).
- Navarrini, *Delle società e delle associazioni commerciali, Commentario del codice di commercio*, vol. II (Milano, s.d.).
- Neira Archila, *Apuntaciones generales al derecho de sociedades* (1ª ed., Bogotá, 2006).
- Perdices Huetos, *Cláusulas restrictivas a la libre transmisión de acciones y participaciones sociales* (1ª ed., Civitas, Madrid, 1997).
- Perdices Huetos & Veiga Copo, *La acción. Estudio sobre la representación y transmisión* (1ª ed., Universidad del Rosario, Bogotá, 2011).
- Perdices, *El libro registro de socios. La legitimación del socio en las sociedades de capital* (Madrid, 2000).
- Pérez Moriones, *Los sindicatos de voto para la junta general de sociedad anónima* (Valencia, 1996).
- Périn, *SAS. La société par actions simplifiée. Études – Formules* (3ª ed., París, 2008).
- Pinzón, *Sociedades comerciales. Tipos o formas de sociedad*, vol. II (2ª ed., Bogotá, 1983).
- Reyes Villamizar, *Derecho societario*, I (2ª ed., Legis, Bogotá, 2011).
- Reyes Villamizar, SAS, *La sociedad por acciones simplificada* (2ª ed., Legis, Bogotá, 2010).
- Richter, *Das Aktienbuch* (Berlin, 1934).
- Rubio, *Derecho cambiario* (Madrid, 1973).
- Sánchez Calero, *La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas: estudio especial de las opciones sobre acciones y otros derechos referidos a cotizaciones* (Madrid, 2003).
- Stephen, *Australian Finance Law* (3 ed., Melbourne, 1994).
- Ulmer, *Das Recht der Wertpapier* (Stuttgart-Berlin, 1938).
- Uría, *Comentario a la ley de sociedad anónima* (3ª ed., Madrid, 1976).
- Veiga Copo, *La prenda de acciones* (Madrid, 2002).
- Vérgez, Pantaleón & Portellano, *Régimen de las participaciones sociales en la sociedad de responsabilidad limitada. Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, XIV, vol. 1º B (Madrid, 1999).
- Vicente Y Gella, *Los títulos de crédito en la doctrina y en el derecho positivo* (Madrid, 1933, reimpr. Zaragoza, 1986).
- Vogel, *Die Übertragung vinkulierter Namensaktien nach deutschem Recht* (Cologne, 1967).

- Wieland, *Das Aktienbuch und der Rechtsübergang an Namenaktien nach dem revidierten Obligationenrecht* (Basel, 1945).
- Winter, *Kommentar zum GmbHG* (8ª ed., Scholz, dir., Köln, 1993).
- Würdinger, *Aktienrecht und das Recht der verbundenen Unternehmen* (4ª ed., Heidelberg-Karlsruhe, 1981).
- Yanes Yanes, *Las acciones rescatables en la sociedad anónima* (Pamplona, 2004).
- Zöllner, *Wertpapierrecht* (13 ed., München, 1982).
- Zutt-Hachenburg, *GrossKommentar GmbHGesetz* (8 ed., Berlin-New York, 1990).

Contribución en publicaciones colectivas

- Alonso Ledesma, *Sociedad Anónima en formación y prohibición de transmitir acciones antes de la inscripción*, en *Derecho de sociedades anónimas*, II, vol. 2 (Alonso Ureba, et ál., coords., Madrid, 1994).
- Canaris, *Die Verdinglichung obligatorischer Recht*, en *Festschrift für Werner Flume*, 1, 372 y ss. (Köln, 1978).
- Eckhardt et ál., *Kommentar zum Aktiengesetz, I* (Gessler, dir., München, 1973).
- Eizaguirre, *El régimen de las acciones. Documentación y transmisión*, en *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima* (1ª ed., Civitas, Madrid, 1991).
- Eizaguirre, *La opción por el concepto amplio de título valor*, *Libro Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Tomo I, Introducción y títulos valor, 1145 y 1170 (1ª ed., Civitas, Madrid, 1996).
- Fré, *Società per azioni, Commentario del codice civile*, en *Società per azioni* (Scialoja-Branca, Roma-Bologna, 1972).
- García Enterría, *La acción*, en *Curso de derecho mercantil*, I, 723 y ss., (Uría/Menéndez, dirs., 2ª ed., Cizur Menor-Civitas, 2006).
- García-Pita Y Lastres, *Acciones nominativas y acciones al portador*, en *Derecho de sociedades anónimas*, II “Capital y acciones”, I, 523 y ss. (Madrid, 1994).
- Gil Del Moral & Moreu Serrano, *Derechos reales sobre acciones*, en *Contratos sobre acciones* (Madrid, 1994).
- Garrido De Palma & Sánchez González, *La sociedad anónima en sus principios configuradores*, en *Estudios sobre la sociedad anónima*, 21-73 (Garrido De Palma, dir., Madrid, 1991).
- Lutter, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Tomo I, §§ 1-75, (W. Zöllner, dir., 2ª ed., Köln-Berlin-Bonn-München, 1988).
- Kraft, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz* (2ª ed., Köln-Berlin-Bonn-München, 1988).
- Mejías Gomez, *Prenda de participaciones sociales y de acciones representadas mediante títulos*, en *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, Tomo II, “Garantías reales”, vol. 1, “Garantías mobiliarias”, 595 y ss. (Nieto Carol & Muñoz Cervera, coords., Madrid, 1996).

- Pantaleón, F. *Las acciones. Copropiedad usufructo, prenda y embargo*, en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (Uría, Menéndez & Olivencia, dirs., Madrid, 1992).
- Paz-Ares, *Naturaleza jurídica de la letra de cambio*, en *Derecho cambiario. Estudios sobre la ley cambiaria y del cheque*, 95-250 (Menéndez, dir., Madrid, 1986).
- Paz-Ares, *La sociedad mercantil*, en *Curso de Derecho Mercantil*, 456 y ss. (Uría & Menéndez, dirs., 2ª ed., Civitas, Madrid, 2006).
- Perdices Huetos, *La transmisión de participaciones en la sociedad de responsabilidad limitada. Régimen general (arts. 26-28 LSRL)*, en *Tratando de la sociedad limitada*, 429 y ss. (C. Paz-Ares, coord., Madrid, 1997).
- Pérez De La Cruz, *La negociación de acciones antes de la inscripción de la sociedad en el registro mercantil y antes de la impresión y entrega de los títulos*, en *Negocios sobre derechos no incorporados a títulos-valores y sobre relaciones jurídicas especiales*, 243-259 (Jiménez Sánchez, coord., Madrid, 1992).
- Sánchez González, *Derechos reales y otros gravámenes sobre las participaciones sociales*, en *La sociedad de responsabilidad limitada*, 855 y ss. (Garrido Palma, dir., Madrid, 1996).
- Santos Martinez, *Acciones y obligaciones representadas por medio de anotaciones en cuenta*, en *Derecho de sociedades anónimas*, II, “Capital y acciones”, I, 341 y ss. (Madrid, 1994).
- Velasco San Pedro, *La documentación de la posición de socio*, en *Derecho de Sociedades Anónimas. La fundación*, 315 (Alonso Ureba et. ál., coords., Madrid, 1991).
- Verdera Y Tuells, *La emisión de títulos en la nueva ley española de sociedades anónimas*, en *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 29 y ss. (Roma, 1954).
- Zöllner, *Die Zurückgrängung des Verkörperungselements bei den Wertpapieren*, en *Festschrift Raiser*, 249 y ss. (Tübingen, 1974).

Revistas y publicaciones seriadas

- Bigiavi, *Il trasferimento dei titoli di credito*, RTDPC, 1 y ss. (1950).
- Alonso Espinosa, *Problemas en materia de documentación y transmisión de acciones*, 50 *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 35 y ss. (1992).
- Díaz Gómez, *La transmisión de acciones en el texto refundido de la ley de sociedades anónimas de 22 de diciembre de 1989*, *La Ley*, 2 y ss. (9 de noviembre de 1990).
- Galgano, *Sulla circolazione dei titoli di credito*, *Contratto e Impresa*, 382 ss. (1987).
- Madrid Parra, *Representación y transmisión de acciones. Cláusulas limitativas*, *Revista de Derecho Mercantil*, 203-204, 149 y ss. (1992).
- Giuliani, *Sul pegno di quote di partecipazione a società di capitale*, *BBTC*, I, 459 (1952).
- Magariños Blanco, *Transmisibilidad de las acciones antes de la inscripción de la sociedad o del aumento de capital en el registro mercantil*, *AAMN*, XXXIII, 190 y ss. (1995).
- Martínez Sarrión, *Si la posesión de los resguardos de depósito de valores entraña la propiedad de las acciones*, *Revista de Derecho Privado*, 49, 3 y ss. (1965).

- Mengogni, *La regola "possessione vale titolo" nella circolazione dei titoli di credito e i rapporti tra l'art. 1994 e l'art. 1153 CC Banca Borsa Titoli di Credito*, I, 41 y ss. (1949).
- Müller, *Die Verpfändung von GmbH-Anteilen (I)*, *GmbH-Rdsch*, 1, 5 y ss. (1969).
- Nieto Carol, *Nuevo régimen legal de la acción como objeto de negocios jurídicos*, *Actualidad Civil*, 42, 3261 y ss. (19 de noviembre de 1989).
- Nieto/Isaza, *Flexibilización societaria. Un acercamiento a la Sociedad por Acciones Simplificada a partir de la intervención de la Superintendencia de Sociedades*, 40 *Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas*, Universidad Pontificia Bolivariana, 112, 43 y ss. (2010).
- Palá Berdejo, *Contribución al estudio de los títulos nominativos*, *Revista de Derecho Mercantil*, 365, 165 y ss. (1951).
- Pantaleón, *La cesión de créditos*, *Anuario de derecho civil* (1988).
- Paz-Ares, *Prenda de acciones*, *Revista de sociedades*, 2, 185 (1994).
- Pérez Millán, *La transmisión de acciones representadas mediante títulos-valores*, *Revista de derecho mercantil*, 264-265, 413 y ss. (2007).
- Recalde Castells, *En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta*, *RDBB*, 361 y ss. (1993).
- Veiga Copo, *La reforma de la ley del mercado de valores. Un nuevo tipo de acciones: las rescatables*, *Estudios financieros*, 194, 159-188 (1999).
- Wiedemann, *Die nachträgliche Vinkulierung von Aktien und GmbH-Anteilen*, *NJW*, 282 ss. (1964).
- Zobl, *Zur Verpfändung vinkulierter Namensaktien nach neuen Aktienrecht*, *SZW*, 162 ss. (1994).