

Algunas otras consideraciones sobre las cédulas o cupones accionarios, con especial énfasis en las que representan el derecho de opción

Gastón Certad*

SUMARIO

1.- Introducción. 2.- Las distintas posiciones de la doctrina en cuanto a la naturaleza jurídica de estos documentos. Características especiales de estos títulos-valores (frente a otros).

3.- Las cédulas o cupones como documentos no cartulares.

4.- La transmisibilidad del derecho de opción. 5.- Modalidades de ejercicio del derecho de opción cuando no se emitan cédulas. 6.- Conclusión.

1.- Se acostumbra a definir las cédulas o cupones accionarios como aquellos documentos accesorios respecto a un documento principal -que consiste precisamente en una acción o en un certificado definitivo de acciones- del cual son materialmente un apéndice y del que pueden ser separados para permitir su circulación y el ejercicio separado del derecho en ellos enunciado (¹).

Se trata, indudablemente, de documentos legalmente atípicos, en cuanto no están expresamente regulados, ni siquiera contemplados, por la ley, excepción hecha de las cédulas o cupones de interés, que si aparecen mencionados en el artículo 680 del Código de Comercio.

En su materialidad, estas cédulas o cupones son "pedacitos de papel" unidos a un título o certificado accionario, o a un folio de cédulas o cupones entregado conjuntamente con aquel, que pueden ser separados del título principal y circular independiente y separadamente de aquel -haciendo uso incluso de una ley de circulación distinta- para permitir el ejercicio de los derechos inherentes a la participación social, más precisamente y según el uso más generalizado, del derecho al dividendo y del derecho de opción o suscripción preferente.

Estas cédulas o cupones, en la gran mayoría de los casos, no contienen la indicación del derecho al que se refieren, sino la doble impresión de un número, o alguna otra señal de reconocimiento, y su referencia a una determinada prestación de la sociedad proviene exclusivamente de un acuerdo de asamblea general de accionistas que, determinando el nacimiento del correspondiente derecho, determina también, por medio del número o del signo distintivo en ellos contenido, cuáles deben ser utilizados para el correspondiente ejercicio.

Evidentemente, la peculiaridad de estos documentos, esto es, su accesoriedad respecto a un título principal, las características formales que tienen y su misma atipicidad legal, han llamado la atención de la doctrina mercantilista, que se ha preocupado constantemente de verificar su admisibilidad y determinar su naturaleza jurídica.

2.- El debate doctrinario se dirigió inicialmente -tal vez por la mayor difusión de estos documentos- a los cupones representativos del derecho a las utilidades, enfrentando el problema de su calificación como títulos-valores p); pero lo cierto es que el discurso es igualmente válido respecto a los cupones que representan el derecho de opción.

Un cambio de dirección al interno de ese debate fue determinado por aquellos autores que justamente

* Catedrático de la Universidad de Costa Rica y de la Universidad Autónoma Centro América.

1 CERTAD. M.- Gastón. "Las cédulas o cupones de los Títulosvalores", en "existencia de Ciencias Jurídicas No. 45. San José, set.-dic. 1981. p. 24.

2 Para un completo historial de ese debate, véase CERTAD. op crt. en nota anterior, pp. 26 ss.

hacían notar que, en realidad, no se podía (en lo que se considera la hipótesis usual de emisión de cupones accionarios en donde brilla por su ausencia la más leve indicación sobre el derecho que con ellos puede ejercerse) hablar ni siquiera de títulos-valores antes de que la asamblea general de accionistas de la sociedad emisora tomara un acuerdo firme que no sólo determinara el nacimiento del derecho (a! dividiendo o a optar) que debe ser representado mediante los cupones, sino que destinara las cédulas a semejante representación. Antes de ese acuerdo los cupones no son más que simples "pedacitos de papel" sin ninguna indicación y sin ningún valor jurídico ⁽³⁾. Y esto es cierto, pues sólo con un específico y expreso acuerdo de la sociedad se puede verificar la incorporación del derecho en el documento, incorporación que-y he aquí precisamente una de las particularidades de los cupones respecto a otros títulos-valores- se produciría sólo después de su material creación y emisión, encontrándose los cupones creados y emitidos materialmente y en poder de los accionistas al momento de producirse dicho acuerdo ⁽⁴⁾. Esta posición ha sido ya pacíficamente admitida por la doctrina mercantilista más moderna ⁽⁵⁾ y también, en alguna medida, por la jurisprudencia italiana que ha sostenido, sin tapujos, que las cédulas, mientras se encuentren simplemente estampadas en el folio del título accionario y mientras no se dé un acuerdo firme de la sociedad emisora que atribuya a alguna de ellas, específicamente determinada, el contenido de una autónoma promesa de prestación, idónea a ser incorporada en un título-valor, carecen de valor jurídico.

Y en verdad; si se admite que las cédulas puedan libremente fungir como títulos-valores, esto es, como documentos que incorporen y destinen a la circulación, según las formas y los efectos de los artículos 667 y siguientes de nuestro Código de Comercio, un derecho a la obtención de dividendos, un derecho a la obtención de la cuota de liquidación o bien, como en el supuesto que nos estamos aquí planteando, un derecho a suscribir preferentemente nuevas acciones, es indispensable una voluntad de la sociedad en ese sentido. Y es que la cédula de por sí es completamente muda sobre el tenor de la (eventual) promesa que en ella podría estar contenida, pues más allá de un cierto número de orden, alguna referencia a la acción de la sociedad a la que la misma va unida y, tal vez, alguna contraseña de autenticidad, su letra nada nos dice. Entonces, resulta *imprescindible* que un acuerdo firme de la sociedad emisora venga a especificar el derecho que **per relationem** será llamado en el tenor literal del título-cédula, y que en éste será "incorporado".

Semejante observación resulta válida tanto cuando el documento cédula sea querido como título-valor por la propia sociedad emisora como cuando prefiramos referirnos a la consideración social de que el 'mismo goza; pues en este segundo supuesto, tal y, como sucede con el primero, la conciencia social no podrá jamás valorar un "pedazo de papel" con sólo un número encima como título-valor. Resulta imposible que semejante consideración social o costumbre pueda formarse sin ni siquiera un mínimo de información obtenido de la letra del título y sin un uso estable del" documento, a veces utilizado para la distribución de las utilidades, a veces para el ejercicio del derecho de opción, a veces para obtener la simple renovación de la hoja de cédulas. Es por estas razones que frente a cada cédula deberá hacerse referencia siempre al acuerdo de asamblea, para saber si a ella fue incorporado algún derecho y, en caso positivo, cuál.

Lo que todavía es objeto de discusión es si, para que las cédulas puedan ser concretamente calificadas como títulos-valores, resulta suficiente que se haya producido un acuerdo de asamblea en el sentido antes enunciado ⁽⁶⁾ o si, en ejecución de semejante acuerdo, resulta necesario, además, la efectiva separación del cupón del certificado principal ⁽⁷⁾.

En apoyo a esta última posición, lo cierto es que para que un título-valor exista, es necesaria su concreta emisión, es decir, su efectiva y material puesta en circulación. Así las cosas, otra particularidad de las cédulas accionarias sería, entonces, la circunstancia de que el acto de emisión lo cumpliría, no el efectivo emisor de los títulos principales (o deudor en sentido jurídico), como normalmente sucede respecto a los demás títulos-valores, sino un tercero, esto es, no la sociedad sino el tenedor de los títulos accionarios a los que las cédulas van adheridas.

Sin entrar en el mérito de la cuestión de carácter general relativa a la determinación del momento constitutivo de la "fattispecie" cartular, esto es, la preeminencia de la teoría de la creación o de la teoría de la emisión ⁽⁸⁾, problema que por su amplitud y complejidad

3 GASPERRONI, Nicola, "Azioni di società", en *Movissimo Digesto Italiano*, II, U.T.E.T., Torino. 1968. pp. 186 ss.; SENA, Giuseppe, "Cedola", en *Enciclopedia del Diritto*. VI. Giuffrè Editore. Milano. 1960. pp. 703-4- SALANDRA, Vittorio, "Società Commerciali", en *Nuovo Digesto Italiano*. Torino. 1939, No. 42. p. 4B4.

4 SENA, Giuseppe, "Le Cedole di azioni di società", en *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.* 1947. pp. 796 ss.

5 CHIOMENT. Il titolo di credito-Fattispecie e disciplina". Lineamenti *general i di titoli di credito e titoli di credito* e titoli di credito". Moraro Editore, Napoli. 1979. pp. 178ss.: VASELU, Mario. "documenti; di legittimazione e titoli impriori". Giuffrè Editore. Milano. 1953. pp. 230 ss.- posición ésta seguida más recientemente por autores como CALVI, COLTRO CAMPI y PIERALUNI.

6 SENA. op. cit. en nota 4. p. 797; tesis también seguida por CHIOMENTU

7 Como sostiene MARTORANO. op. cit. en nota 5. pp. 178 ss., con la aprobación de DALMARTELLO.

8 A favor de la teoría de la creación se pronuncia MARTORANO. op. cit. en no 5. p. 167, mientras que en pro de la teoría de la emisión se declaran CARIOTA FERRARA, Luigi. "Il negozio giuridico nell diritto privato italiano", Morano Editore. Napoli, s.f., p. 155 y ASQUINI, Alberto. "Titoli di credito" C.E.D.A.M. Padova. 1966. p. 553.

se sale del limitado ámbito de estas notas, nos parece oportuno, sin embargo, formular acto seguido algunas breves observaciones.

A propósito de los títulos de los que venimos discurriendo, los seguidores de la teoría de la declaración atinadamente reconocen que en ellos, a diferencia de cuanto sucede en relación a otros títulos-valores, la fase del procedimiento cartular de la declaración -que consiste en la redacción material del documento- es anterior, y no concomitante ni sucesiva, a la de la incorporación, en donde se manifiesta la voluntad de dar origen a un título-valor; pues bien, a nosotros nos parece que también la fase de la emisión se realiza en estos títulos en un momento particular: la emisión material de las cédulas no se produce cuando, después del acuerdo de asamblea a que nos referimos líneas atrás, el socio tenedor del título accionario separa materialmente de éste los cupones, sino en un momento anterior: en el acto mismo de la entrega de las acciones a las que van unidos los cupones; nótese que la separación de las cédulas del título accionario es un acto del socio, esto es, de quien tiene derecho a la prestación, y no de la sociedad deudora emisora del documento, y tal operación se configura, más como acto de ejercicio del derecho incorporado que como acto de creación del título.

Lo dicho resulta más evidente si consideramos que el "pedacito de papel" que será utilizado como cédula accionaria ha salido ya de la esfera de disponibilidad del deudor de la prestación -la sociedad- en el momento mismo en que se le entrega al socio el correspondiente título accionario al que, como documento accesorio, aquel estaba adherido. Es entonces desde ese momento que la separación de las cédulas, como operación puramente material, se hace posible, aunque será sólo con el sucesivo acuerdo de asamblea general de accionistas de la sociedad emisora que, manifestando su voluntad de incorporar en ellas un derecho particular, les atribuirá la naturaleza de títulos-valores.

Volviendo a las consideraciones hechas líneas arriba, sobre la necesidad de un acuerdo firme de la asamblea de accionistas de la sociedad emisora para que la cédula pueda considerarse como título-valor, nos viene a la mente la teoría de Libertini, según la cual la causa eficiente para destinar un documento a la disciplina cartular no está en la ordinaria autonomía privada sino, más bien, en lo que él llama la "autonomía de empresa" O, tesis que viene a confirmar lo que desde hace rato venimos sosteniendo. Y semejante conclusión no varía ni siquiera si se acoge la ya clásica concepción de *fattispecie* cartular sostenida por Pellizzi, esto es, la de documento "destinado a la incorporación" de un derecho ⁽¹⁰⁾; tal incorporación del derecho proviene por causa de la voluntad de la ley, en los títulos nominados, de la consideración social, en los títulos innominados, pero socialmente típicos, y de la voluntad individual, en los títulos absolutamente atípicos. Ahora bien; dado que falta en nuestro ordenamiento jurídico una norma que califique a estas cédulas, de una vez por todas, como títulos-valores, nos quedaría la alternativa de confiarnos a la consideración social, en cuantos títulos socialmente típicos, o a la voluntad de su creador, como hipótesis residual.

La conclusión parece ser, entonces, que es desde el momento en que se produce un acuerdo de la asamblea general de accionistas que manifieste la voluntad social de atribuirle a las cédulas una verdadera y propia circulación cartular, que ellas adquieren la naturaleza de títulos-valores, independientemente de que se hubiere efectuado o no su separación material del título accionario al que estaban adheridas como documentos accesorios.

3.- Llegados a este punto conviene preguntarse si a las cédulas representativas del derecho de opción y del derecho al dividendo también) deba reconocérseles siempre y necesariamente función cartular o si pueden desarrollar, por el contrario, una función distinta o menor.

Sobre el particular, Dalmartello opina que es imposible negar que es parte de la autonomía de la sociedad anónima la posibilidad de atribuirle a las cédulas accionarias un significado y una función no cartular -como sería, vgr., la de simples "recibos" cuya posesión por parte de la sociedad (por separación y entrega obtenidas del accionista) constituya tan solo una prueba liberatoria de la prestación exigible y cumplida-. En este caso, el cupón no tendría, sustancialmente, un valor distinto del sello que, con idéntica finalidad, se estampa sobre el título accionario como prueba de que el correspondiente derecho ha sido ejercido (").

Estos argumentos de Dalmartello fueron acogidos por el Tribunal de Milán, en sentencia del 2 de febrero de 1983. Sin embargo, la Sección I de la Casación Civil italiana, en fallo No. 1319 del 17 de marzo de 1989, sostuvo que, para evitar que el socio sea ilegítimamente privado por los órganos sociales de la facultad de enajenar el correspondiente derecho, las cédulas representativas del derecho de opción deben ser siempre calificadas como títulos-valores al porta-

9 LIBERTINI, V. M. "Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di - Giuffrè Educe. Milano. 1971.

10 PELUZZI, Giovanni Luigi, "Studi sui titoli credito" C.E.D.A.M... Padova, 1960, pp. 3 ss.

11 DALMARTELLO, A., 'Per una corretta impostazione del problema della natura giuridica delle cedole azionarie', en Banca, Borsa e Titolo di Crédito, Giuffrè Editore, Milano, 1982, 1. pp. 706-10.

dor. De acuerdo a los considerandos de esta sentencia, admitir la facultad de la asamblea de excluir la naturaleza cartular de las cédulas conllevaría a la inaceptable consecuencia de que, en el supuesto de que las cédulas hubieren sido materialmente separadas del título accionario, el ejercicio del derecho de opción no to podría efectuar nadie: ni el accionista, por no poseer los cupones, ni el tercer tenedor de los mismos, por no tener en su poder el título accionario; así, resultaría indirecta e inadmisiblemente sancionada por parte de la sociedad la intransferibilidad de semejante derecho.

Tenemos entonces que, según el criterio de la Casación italiana ahora expuesto, dejando de lado la facultad que tiene la sociedad de decidir sobre la utilización o no de cédulas para el ejercicio del derecho de opción (o al dividendo), en todos los casos en que ella tome la decisión de utilizarlas, a esos cupones debe reconocérseles necesariamente función de verdaderos y propios títulos-valores, y más precisamente, en los casos en que no se indique en ellos una específica ley de circulación, como normalmente sucede, de títulos valores al portador.

No tenemos conocimiento de que nuestros tribunales hubieren vertido criterio sobre esta cuestión, pero en lo que a nosotros respecta, siendo en nuestro ordenamiento jurídico mercantil estas cédulas de opción (o de dividendo) títulos-valores socialmente típicos o atípicos, de acuerdo a la ya muy conocida clasificación de Pellizzi, (nótese que, como se hizo ver al inicio de estas líneas, el artículo 680 de Comercio se refiere exclusivamente a los "cupones de intereses") debemos, para ser consecuentes, compartir el criterio de Dalmartello. Y es que si hemos venido sosteniendo que para ser títulos-valores estas cédulas necesitan de un acuerdo firme de la asamblea de socios de la sociedad emisora que les dé contenido; si la sociedad entonces, en otras palabras, puede determinar la naturaleza cartular de estas cédulas mediante un acuerdo de asamblea, a mayor razón puede también, en ejercicio de la autonomía empresarial, darles un contenido distinto, menor al cartular, como sería, por ejemplo, el de un recibo, un modo de probar el realizado ejercicio del derecho de opción para impedir una infiel repetición del mismo. En ese sentido, la separación y entrega a la sociedad de estas cédulas por el derecho-habiente podría asimilarse perfectamente, como ya hemos sugerido, al sello que algunas sociedades acostumbran estampar en el título accionario para dar fe del ejercicio del derecho de opción, hecho éste muy difundido en la praxis societaria. En confirmación de que la cédula puede desempeñar un rol diferente al cartular, nos permitimos reproducir las palabras del Maestro Cesare Vivante en su Trattato de principios de siglo: "Las cédulas pueden gozar, al igual que cualquier título al portador, de una doble naturaleza: aquellas en las cuales el pago al portador está establecido en el sólo interés del instituto emisor para liberarlo de la responsabilidad de un reembolso irregular, y son títulos al portador sólo aparentes; aquellas en las cuales el pago al portador es, a un mismo tiempo, un derecho y una obligación inflexible del instituto, verdaderos títulos al portador cuya circulación procede mucho más segura" (12).

No dividimos entonces los motivos dados por la Casación italiana arriba mencionada y tampoco nos parece que pueda excluirse la facultad que tiene la asamblea general de accionistas de la sociedad emisora de decidir cuál función, cartular o no, pueden desarrollar las cédulas accionarias a que nos venimos refiriendo. Afirmar que mediante el reconocimiento de una naturaleza no cartular a estas cédulas la sociedad modificaría indebidamente el régimen de circulación de los títulos-valores al portador es un lamentable yerro pues, en realidad de verdad, con ello la sociedad se limita únicamente a establecer si las cédulas deben, respecto a un determinado aumento de capital, desarrollar o no función de títulos-valores.

En conclusión: por un lado, es indudable que cuando la sociedad le haya impuesto a las cédulas accionarias un destino cartular, ese régimen no puede luego ser modificado por ella; y, por el otro, también es indudable que la sociedad es libre de escoger si utiliza las cédulas-que antes de ese acuerdo no son más que meros "pedacitos de papel"- como títulos-valores o de alguna otra manera.

4.- La confirmación de la conclusión a la que hasta aquí hemos llegado, presupone, como es evidente, una investigación sobre la naturaleza del derecho de opción y su transmisibilidad y sobre la distinta eficacia de las cédulas que lo contienen, que nos permita formular algunas consideraciones generales sobre semejante problema.

Ha sido pacíficamente aceptado por los más ilustres comercialistas que el derecho de opción (y el derecho al dividendo también) tutela al socio y no a la sociedad y, por ende, obvio resulta que el socio puede renunciar a él o enajenarlo. El artículo 82 de nuestro Código de Comercio única norma en nuestro ordenamiento jurídico que define y regula este derecho en forma expresa- no ofrece, sin embargo, indicaciones expresas sobre su circulación y las modalidades al través de las cuales dicha transmisión pueda efectuarse; sin embargo, el párrafo final del artículo 139 bis. norma dictada en tema de sociedades anónimas, dispone que:

"En los dos casos anteriores -pignoración y usufructo de acciones-, el derecho de suscripción preferente-corresponde siempre al socio. Si tres días antes del vencimiento del

12 VIVANTE. Cesare, "Trattato di diritto Commerciale", III. Milán. 1924. p. 565.

plazo, e) socio no consignare las sumas necesarias para el ejercicio del derecho de opción, éste deberá ser enajenado por cuenta del socio por medio de un agente de bolsa o de un agente libre" (La frase entre guiones y el destacado en negrilla no aparecen en el original).

Como es obvio, esta disposición no sólo prevé la expresa transmisibilidad del derecho de opción, sino, en una hipótesis particular, sanciona su obligatoriedad y ello precisamente en protección de la función resarcitoria, respecto a la depreciación de las acciones poseídas, que va unida a semejante derecho.

Todo lo anterior resurta confirmado por el artículo 167 de la Ley 7201 del 10 de octubre de 1990 Reguladora del Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio, que establece;

*El derecho de prioridad para suscribir nuevos aumentos de capital inherentes a los títulos accionarios vendidos a plazo, corresponderá al comprador.

Si éste lo solicita con la antelación que se indique en el reglamento de cada bolsa, el vendedor deberá ponerlo en condiciones de ejercitar el derecho o bien ejercitarle él mismo, por cuenta del comprador, si éste le suple los fondos necesarios.

A falta de solicitud del comprador, el vendedor deberá procurar la venta de la prioridad, por cuenta de éste, al mejor precio posible, por medio de un agente de bolsa" (el destacado en negrilla es nuestro).

Semejantes disposiciones normativas son útiles para concluir que el traspaso del derecho de opción debe considerarse libremente permitido en nuestro ordenamiento jurídico y, en determinados casos, hasta impuesto, con la consiguiente ilegitimidad del acto social que limite la facultad de enajenarlo, incidiendo así indebidamente sobre un derecho subjetivo del socio. La tesis contraria, amén de ilegal, no nos parece ni siquiera equitativa, pues la enajenación del derecho de opción le permite al socio resarcirse, con la suma obtenida por su traspaso, del daño que le genera la emisión de nuevas acciones y la correspondiente reducción porcentual de su participación en la sociedad.

5.- Como, de acuerdo a nuestro ordenamiento, el derecho de opción es transmisible y, además, no existen en él normas expresas que les impongan a los socios de sociedades anónimas el uso de cédulas para hacerlo valer, resulta oportuno, antes de examinar específicamente la naturaleza jurídica de estos documentos, determinar cuáles son las modalidades de ejercicio del derecho de opción, cuando no haya sido prevista la emisión de cédulas accionarias.

Nos parece obvio que, si el derecho de opción puede ser cedido libremente, semejante libertad debe existir aun en ausencia de cédulas accionarias que lo representen, lo que parece ser la hipótesis más frecuente, por lo menos en nuestro medio.

Cuando ello es así, la emisión de los nuevos títulos al accionista que ejerza su derecho de opción se produce, generalmente, contra la presentación de las viejas acciones poseídas. Pero ¿cómo se procederá en los casos en que el accionista haya enajenado ese derecho? ¿Cómo se procederá en los casos en que no sea el accionista a quien correspondan las nuevas acciones sino a la persona que de aquel adquirió su derecho de opción? En suma, ¿cómo se legitima en estos casos, frente a la sociedad, el tercer adquirente de la opción?

En primer lugar, el ejercicio de la opción puede provenir del mismo socio, por cuenta del tercero adquirente, mediante la presentación de sus propios títulos accionarios, solicitando que los nuevos títulos sean emitidos directamente a nombre del adquirente. También el socio puede suscribir las nuevas acciones por cuenta del tercero, poniendo a cargo de éste todas las relativas obligaciones. De lo anterior se desprende que resulta posible que el ejercicio del derecho de opción, una vez enajenado y ante la ausencia de cupones, sea efectuado directamente por el socio, quien estaría cartularmente legitimado en virtud de la tenencia de las acciones según su ley de circulación.

Un sector de la doctrina italiana contempla también la posibilidad de que este derecho sea ejercido directamente por el tercero que lo adquirió, aunque no aparezca inscrito en el libro de registro de accionistas, pues considera aplicable el principio general según el cual el cedente está en la obligación de entregarle al cesionario todos los documentos necesarios para el válido ejercicio del derecho cedido -principio éste que no contiene nuestro ordenamiento jurídico-; y si, por ejemplo, la sociedad acordó que la suscripción de nuevas acciones se dé contra la presentación de los viejos títulos para sigilarlos y comprobar así el ejercicio del derecho de opción, el socio estaría obligado a entregarle al tercero adquirente de la opción sus acciones para que proceda a cumplir con esa formalidad.

El problema que aquí se presenta es, sin lugar a duda, el de la legitimación activa, frente a la sociedad, del adquirente de ese derecho cuando pretenda ejercerlo directamente ⁽¹³⁾.

13 A menos que no se sostenga la posición minoritaria doctrinal, según la cual la legitimación cartular que se deriva de tal posesión legítima del título según su ley de circulación tiene exclusivamente función probatoria, constituyendo una presunción *luris tantum* de titularidad para su tenedor, aun del derecho cartular. Así las cosas, el ejercicio del derecho cartular podría efectuarse de otro modo en la medida en que se lograra demostrar la titularidad sobre el mismo con medios distintos a la posesión legítima del título, y a su exhibición. Según esta teoría, el título-valor no sería esencial para el ejercicio del derecho, perdiendo su tradicional requisito de la necesidad" PELLUZZI. Giovanni Luigi "Principi Di diritto Cartulare", Bologna. 1967. pp. 174-S; en el mismo sentido Francesco GALGANO y Piero SCHLESINGER. Resulta evidente que, según esta comente interpretativa, es perfectamente posible el ejercicio del derecho de opción por parte del tercer no cartularmente legitimado.

Según la opinión dominante en la doctrina y en la jurisprudencia, la oponibilidad a la sociedad de los derechos inherentes a las acciones presupone necesariamente la legitimación que se deriva de la posesión del título accionario según su correspondiente ley de circulación ⁽¹⁴⁾.

La legitimación cartular, según las normas generales que la regulan en el Libro III de nuestro Código de Comercio (Art. 667 y 672, principalmente), no es una simple presunción sino un verdadero y propio derecho a pretender la prestación incorporada en el título -aunque distinto a la titularidad misma de ese derecho-; y tal derecho de legitimación excluye la posibilidad de un coexistente ejercicio del derecho por parte de un tercero. Si, en contraste con el texto legal, se desconociera el carácter sustancial y prevaleciente, respecto a la situación de quien no la tenga, de la legitimación cartular, permitiéndole a cualquiera que pretenda directamente la prestación mediante la demostración, de cualquier otro modo, de la titularidad del derecho cartular, la misma función práctica y concreta del título-valor se reduciría a su más mínima expresión, y el instituto quedaría vaciado de cualquier significado útil. Lo anterior nos obliga a concluir que el ejercicio del derecho de opción sólo puede efectuarlo el socio intestatario de las acciones, aunque sea a nombre de un tercero.

Ahora bien; si la asamblea general de accionistas le atribuyere a las cédulas accionarias una función menor y distinta a la de los títulos-valores, vgr., una función meramente probatoria de que la opción ya se ejerció, no creemos que esto impida el traspaso del derecho. Claro que si las cédulas no son idóneas de por sí, según las modalidades establecidas por la propia sociedad emisora, para permitir el ejercicio del derecho -piénsese en un acuerdo social que le imponga al socio que desee ejercer el derecho de opción la presentación de las acciones para que la propia sociedad sea la que separe los cupones ¹⁵ ellas no podrán ser consideradas como títulos-valores. Pero esa circunstancia no le impide al socio, repetimos, enajenar su derecho de opción, derecho que podrá ejercer personalmente por cuenta del tercer adquirente valiéndose de su propia legitimación cartular. Lo que sí resulta impedido aquí es el ejercicio directo del derecho de opción por parte del tercer adquirente, en cuanto éste sería un sujeto no cartularmente legitimado frente a la sociedad.

En síntesis, cualquiera que sea la decisión que la sociedad tome en cuanto al derecho de opción, sí lo representa o no en cédulas, y si les da o no a éstas función cartular, ni el ejercicio ni el traspaso del derecho de opción resultarán, por efecto de ese acuerdo, comprometidos. Claro que la atribución a las cédulas de una eficacia cartular por parte de la sociedad presenta indudables ventajas, resultando más fácil la circulación del derecho y más simple su ejercicio ⁽¹⁵⁾, pero como la sociedad es libre de decidir sobre la utilización de cédulas para el ejercicio de los derechos sociales, conducta que encuentra su fundamento en el principio de libertad de creación de los títulos-valores ("), ella debe considerarse libre también de escoger cuál eficacia atribuirle a esos documentos.

6.- Con fundamento en todo lo analizado anteriormente no nos parece posible excluir que las cédulas accionarias, ya representativas del derecho al dividendo, ya representativas del derecho de opción, ya representativas de cualquier otro derecho social, cuando ello sea establecido por la propia sociedad emisora mediante acuerdo firme de su asamblea general de accionistas, presentan la naturaleza de títulos-valores, teniendo que admitirse, también, que la propia sociedad emisora puede encargarles desarrollar una función distinta o menos intensa, esto es, una función no cartular o extracartular, que en nada afectaría ni el ejercicio ni la transmisibilidad del derecho en ellas representado.

14 Algo confusa aparece la legitimación cartular activa a propósito de acciones nominativas de sociedades anónimas en nuestra legislación mercantil: según el artículo 140, norma que se halla abriendo la Sección III De la calidad de Socio", del Capítulo Séptimo "De las Sociedades Anónimas" del Título I del Libro Primero del Código de Comercio vigente, "La sociedad considerará como socio al inscrito como tal en los registros de accionistas, si las acciones son nominativas ...", de donde se desprende que basta demostrar dicha inscripción para resultar legitimado para ejercer los derechos del socio, independientemente de que se exhiba o no el título o títulos accionarios de que el socio es presuntamente titular. Así lo interpretó nuestra Sala Constitucional, en sentencia No. 1193 de las 11:04hrs. del 21 de junio de 1991, en recurso de amparo interpuesto contra Editorial La Razón. S. A.

Sin embargo, el artículo 687, norma que inicia el Capítulo II "De los títulos nominativos" del Título I del Libro Tercero ejusdem. En forma clara establece, en su párrafo segundo, que "Ningún acto u operación referente a esta clase de títulos surtirá efecto contra el emisor o contra terceros, si no se inscribe en el título y en el registro" (el destacado en negrilla no está en el original). Es obvio que aquí estamos frente a una norma general sobre títulos-valores nominativos, norma que por lo demás no excluye de su aplicación a las acciones nominativas de sociedades anónimas, a las que hoy, indiscutiblemente se les reconoce el carácter de títulos-valores. Somos del criterio, a pesar del citado fallo de nuestra Sala Constitucional, que el 687 -no obstante, su generalidad- prevalece hoy sobre el '40 -no obstante, su especialidad-, pues el 667 fue promulgado con posterioridad al 140, precisamente con la Ley No. 7201 del 10 de octubre de 1990, Reguladora del Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio (ello con fundamento en el principio hermenéutico de Que "llega norma posterior reforma a una anterior que se le oponga"). Así las cosas, también respecto a las acciones nominativas de sociedades anónimas, rige hoy, en nuestro criterio el principio de doble legitimación cartular o, como nosotras preferimos denominarlo, de la legitimación cartular compleja, de todos los títulos-valores nominativos.

15 Semejantes acuerdos o formalidades deben, según la mejor doctrina, considerarse admisibles a condición de que no impidan a los socios, por su excesivo rigor, el ejercicio del correspondiente derecho; NOBILI. Raffaele. "Contribuía allo Studio del Diritto de Op-zione nelle Società per Azioni". Giuffrè Editare. Milano, 1958. p. 91.

16 La diferencia está únicamente en que, para hacer posible el traspaso del derecho de opción, sobre el socio recaerá la obligación de cumplir algunas actividades ulteriores, respecto a la simple entrega de la cédula.

17 Sobre este principio en nuestro ordenamiento jurídico cartular véase CAPPELLA, Gino, "La libertad de emisión en materia de títulos-valores", en Iustitia. No.57, Año 5, septiembre 1991, San José, p.4; CERTADM.,Gastón, "Sobre el llamado principio de libertad de creación de títulos-valores", en Iustitia. No. 39, Año 4. marzo 1990. San José, p. 14.

A manera de conclusión de estas líneas, nos parece oportuno preguntarnos: a) ¿cómo definir jurídicamente la cédula que desempeña una función meramente reconocitiva del ejercicio del derecho de opción?; y b) ¿qué remedios se le ofrecen a aquel que, habiendo extraviado (o habiéndole sido sustraída) una cédula que no es título-valor, pero estando en posesión del título accionario a la que aquella iba adherida, quiera ejercer su derecho de opción?

a) Ya ha quedado establecido líneas atrás, que aquí no estamos ante un título-valor.... Y ni siquiera nos parece que estemos ante un título impropio, ni ante un documento de legitimación ni, mucho menos, ante una contraseña (^{1B}). No estamos ante un título impropio porque esta cédula no está absolutamente destinada a circular, aparte del hecho de que ella no absuelve ninguna función de legitimación, ni activa, ni pasiva, por lo que no podría ser considerada tampoco como documento de legitimación, ni como contraseña.

En síntesis, a esta cédula no se le puede dar otra calificación que la de "parte integrante" de la acción a la que está (o estaba) ligada y, por ende, parte o fragmento de un título-valor nominativo.

b) Cuando la pérdida o sustracción de la cédula se produce antes de que la sociedad le hubiere conferido una función, cartular o no, su titular tendrá derecho a la sustitución del título o a un nuevo folio de cédulas. En esta hipótesis la acción, no obstante estar en manos de su titular y después de la involuntaria separación de la cédula, no sería un título íntegro y ello justifica plenamente el recurso a la reposición del título con fundamento en el artículo 689 de Comercio.

Una solución completamente distinta debe dársele al caso que aquí se cuestiona. En esta circunstancia, la falta de la cédula, precisamente por su función meramente "reconocitiva" atribuida a ella por la sociedad emisora, debe hacernos presumir que el derecho de opción ha sido ya ejercido- El poseedor cartular del título accionario estará entonces obligado a ofrecer la prueba contraria, traduciéndose así la pérdida o la sustracción de la cédula en una inversión del **onus probandí**.

Si por el contrario se extraviare o fuere sustraída una cédula a la que la sociedad emisora le hubiere atribuido función cartular, se aplicará lo dispuesto en el artículo 719 de Comercio.

18 Certad M. Gastón, "Contraseña, documentos de legitimación, títulos impropios", en Acta Académica. No. 4. Mayo 1989, pp. 3ss.