

**Pacto de retroventa, cláusula de rescate y opción de compra  
sobre acciones, en especial, las nominativas.**

Por:

**Pablo Augusto Van Thienen**  
Director

**Colaboradores**

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

# INDICE

I. PLANTEAMIENTO. ....	4
II. EL DERECHO DE OPCIÓN EN EL CONTRATO DE COMPRAVENTA .....	5
III. LA OPCIÓN COMO CONTRATO (El swap de opciones) .....	5
IV. PACTO DE RETROVENTA Y PACTO DE MEJOR COMPRADOR .....	5
V. EL PACTO DE RETROVENTA EN LA COMPRAVENTA DE ACCIONES .....	6
VI. LA SOCIEDAD ANONIMA COMO TÉCNICA DE TITULIZACIÓN DE UN PATRIMONIO. ....	7
1. <i>La acción como fracción.</i> .....	7
2. <i>La acción como cosa.</i> .....	8
3. <i>La acción como título valor diferencia con los títulos de crédito.</i> .....	9
VII. LOS TÍTULOS DE CRÉDITO SON COSA. ....	11
VIII. LAS ACCIONES NO SON COSA. ....	11
IX. RAXONES PARA FUNDAR PORQUÉ LAS ACCIONES NO SON COSA .....	12
X. LAS ACCIONES ESCRITURALES. ....	14
XI. LAS ACUOTAS DE SRL. ....	14
XII. LA ACCIÓN COMO DERECHO .....	14
XIII. LICITUD DEL PACTO DE RETRO EN LA COMPRAVENTA DE ACCIONES. ....	14

## *Abstract*

Nos proponemos analizar el negocio “retroventa” en un contrato de compraventa de acciones conforme la inhibición prevista en el artículo 1380 del C.c para la compraventa de cosas muebles.

Es común observar que en el negocio de compraventa de acciones el vendedor pueda reservarse el derecho de readquirir las acciones mediante una opción de compra (Call Option).

Esta opción compra mirada desde la óptica del artículo 1380 del C.c puede dar lugar a que la opción sea interpretada como negocio oblicuo o simulado tendiente a eludir la prohibición legal.

Aún cuando la opción de retroventa es parte integrante de un contrato de compraventa, mientras que la opción de compra se instrumenta (o no) en documento separado o anexo a la compraventa, persiste el riesgo de que algún tercero considere la opción como simulación ilícita.

Nuestro objetivo consiste en demostrar que:

1. La acción de una anónima entendida como fracción ideal del capital (que otorga un complejo entramado de derechos y obligaciones de naturaleza societaria) no califica como <cosa mueble>.

2. El título representativo de la fracción ideal del capital no califica como <cosa mueble> conforme el artículo 2311 del C. c.

3. La irrelevancia jurídica del <título> como aspecto material de la acción, en especial, las nominativas no endosables.

Analizando estos aspectos llegamos a la conclusión de que la prohibición del pacto de retro es inaplicable al negocio de transferencia de acciones por dos razones.

Esperamos que este trabajo se de utilidad.

## I. Planteamiento.

Es moneda de curso legal que en operaciones de compraventa de *valores mobiliarios* el vendedor pacte con el comprador la posibilidad de rescatar dichos valores a un precio determinado o determinable.

La posibilidad de readquirir dichos valores (si lo pensamos desde la óptica del vendedor) o la de desprenderse (si lo vemos desde la óptica del comprador) se llama en el código de Vélez *retroventa* o *reventa*, según sea uno u otro el supuesto. Todo dependerá de quien sea el titular del derecho.

Tanto el pacto de retroventa como el pacto de reventa se presentan en nuestro código como cláusulas especiales incorporadas al contrato de compraventa, o sea, no operan como negocio independiente sino como accesorio de aquel. Esto significa que no puede haber pacto sin contrato de compraventa<sup>1</sup>.

Sin embargo en el negocio de compra y venta de valores mobiliarios la posibilidad de readquirir la titularidad de dichos activos financieros puede funcionar de manera autónoma y de forma independiente al negocio de compraventa originario. En estos casos la recompra se instrumenta mediante el derecho de opción. Ahora bien, es verdad que la posibilidad de rescatar el bien vendido con una opción de compra por fuera del contrato de compraventa es una alternativa negocial válida para cualquier tipo de bien, sea éste mueble o inmueble.

Aclaremos esto porque nuestro código civil expresamente inhibe el pacto de retroventa sobre cosa mueble (*vid.*, artículo 1380); es decir, Vélez no vio con buenos ojos que el vendedor pudiera recuperar el bien vendido cuando se tratara de *cosas muebles*. Partiendo de este razonamiento y considerando a los valores mobiliarios como *cosas muebles* podemos afirmar que en nuestro territorio se encuentra

<sup>1</sup> Es doctrina pacífica de nuestro entorno considerar al pacto de retroventa o de reventa como condición resolutoria (Conf., Salvat, Borda, Llambías, Rezzónico, Spota, Machado, López de Zavalía, entre otros destacados civilistas).

expresamente prohibido vender títulos valores con cláusula de rescate: ¿es esto así?

El lector nos podrá retrucar diciendo: basta pactar la opción de recompra en otro documento para dar por zanjado este debate bizantino. Y lo cierto es que hallamos razón a este planteo pues esta modalidad negocial es *vox populi* entre nosotros, precisamente, para eludir la expresa prohibición del artículo 1380 C.c.. La doctrina de los doctores LLAMBIÁS y BORDA avala esta postura: el rescate pactado por contrato separado no configura retroventa sino dos contratos de compraventa, separados e independientes<sup>2</sup>. Esto que decimos bastaría para abandonar todo esfuerzo reflexivo.

Ahora bien, sin perjuicio de esta aquilatada doctrina civilista (que cuenta con apoyo unánime de amplia doctrina nacional) no queremos dejar de advertir al lector que dicha estructura jurídica (compraventas cruzadas o *swap* de derechos) presenta algunas grietas que ponen en serio peligro los cimientos del negocio de rescate, si tenemos especialmente en cuenta dos riesgos implícitos previstos en nuestra *ley*: (i) los contratos con objeto prohibido son considerados nulos *como si no tuviesen objeto*; y (ii) serán nulos aquellos contratos que tengan por objeto *evadir la ley*: nos referimos a la simulación ilícita<sup>3</sup>.

El artículo 1380 del código de Vélez expresamente ordena que *las cosas muebles no pueden venderse con pacto de retroventa*. Este dispositivo normativo es demasiado fuerte como para intentar evadirlo por medios oblicuos, olvidando evaluar el riesgo de que un juez considere el *swap* como una lisa y burda simulación. Aquel dispositivo lleva implícita una nulidad relativa siendo lapidario sus efectos jurídicos: cada parte debe restituirse lo dado con motivo de la compraventa (art. 1050 C.c.).

<sup>2</sup> *Si se pacta en otro acto por separado no sería una retroventa, sino lisa y llanamente un contrato distinto.* (Vid., LLAMBIAS, Joaquín. Código Civil anotado. T-III.A. Pag., 456. Ed., Abeledo Perrot). *Si el rescate se hubiera pactado por contrato separado, no se estaría ya en presencia de una condición resolutoria (...) sino de un nuevo contrato que supone dos transferencias de dominio.* (Vid., BORDA, Guillermo. Tratado de derecho civil. Contratos. T-I. Pag. 234. Ed., Abeledo Perrot).

<sup>3</sup> Nos referimos a la nulidad relativa. El lector interesado puede consultar VAN THIENEN – DI CHIAZZA. *Contrato de compraventa con finalidad de garantía. Negocio fiduciario y simulación lícita.* Working paper CEDEF N° 24. (www.cedeflaw.org)

El derecho de opción como fórmula de rescate encierra demasiados riesgos como para no entrarle de lleno.

Parece que no sería suficiente *cruzar opciones* en documentos separados (tal como lo sugieren LLAMBÍAS y BORDA) para dejar completamente inmune el negocio de rescate. Ergo, el artículo 1380 C.c. nos obliga a profundizar el análisis.

A pesar de la remisión que nos hace el artículo 207 del código de Acevedo debemos evitar anclarnos en normas civilistas ajenas al régimen circulatorio de los derechos, piedra angular del derecho mercantil. Sin duda el artículo 1380 del código de Vélez atenta contra este régimen circulatorio.

Proponemos abrir el debate con el objetivo de dar alguna respuesta sensata al derecho de los mercaderes.

## II.

### **El derecho de opción en el contrato de compraventa.**

Vélez previó, quizás sin saberlo, el derecho de opción conocido en la jerga financiera como opción *call* y opción *put*<sup>4</sup>.

En efecto, en la *venta con pacto de retro* se encuentra insito el derecho de opción que es reconocido por el codificador como la facultad que tiene el *vendedor de recuperar del comprador la cosa vendida*. Claramente este *poder de recuperar* no es otra cosa que el derecho de opción de compra pactado a favor del vendedor (*call option*).

Por su parte, en la *venta con pacto de reventa* se halla incorporado el derecho de opción, reconocido como la facultad *del comprador de restituir al vendedor la cosa comprada*. Sin duda este *poder de restitución* no es otra cosa que el derecho de opción de venta pactado a favor del comprador (*put option*).

Tanto el artículo 1366 como el 1367 del código civil reconocen el derecho de opción (de venta) a favor del comprador y el derecho de

opción (de compra) a favor del vendedor. La facultad del comprador para restituir la cosa comprada o, a la inversa, la del vendedor para recuperarla es el reconocimiento de nuestro codificador de que las partes de un contrato pueden desatar el negocio en cualquier momento y por las razones que sean; aún cuando no estén expresamente pactadas.

Ahora bien, el derecho a desanudar el negocio jurídico se encuentra habilitado exclusivamente para las operaciones inmobiliarias. Para el resto de los bienes el derecho de rescate está expresamente vedado, incluido, los títulos valores y entre ellos, las acciones de compañías. ¿Es esto jurídicamente así?

## III.

### **La opción como contrato (el *swap* de opciones).**

Nos llama la atención un dato: mientras el codificador anula la opción de compra en el contrato de compraventa de cosa mueble, al mismo tiempo admite la opción de compra formulada mediante una oferta aceptada. Todos sabemos que las opciones cruzadas en documentos separados logran el mismo objetivo vedado por el artículo 1380 C.c: el rescate.

Si A lanza una oferta de compra que B acepta, pudiendo B comprarle a A el bien vendido pagando un precio en más o en menos (o restituyendo precio tal como lo dice el artículo 1380 C.c), estamos frente al mismo negocio de retroventa pero instrumentado de una manera diferente. Ya no es un pacto dentro de un contrato (que funcionaría como cláusula resolutoria), sino frente a dos negocios jurídicos independientes, aún cuando sabemos que persiguen el mismo fin. Nos parece que esta estructura jurídica está construida sobre terreno arenoso si consideramos el riesgo implícito de simulación, tal como lo hemos señalado más arriba. Y la verdad es que si tiene cuatro patas, pelo y ladra no podemos negar la realidad: decididamente no es un felino.

## IV.

### **Pacto de retroventa y pacto de mejor comprador.**

El pacto de retroventa es una clara restricción a la libre transferencia de los bienes y ha sido ésta la razón principal que inspiró a Vélez para excluir la opción de retro en la compraventa de cosas

---

<sup>4</sup> El trasvasamiento cultural proveniente de los mercados financieros internacionales obliga adoptar estas terminologías angloamericanas.

muebles. El riesgo del derecho de rescate es que el tercero adquirente de buena fe puede ser desposeído si el vendedor originario optara por ejercer la opción. Esta incertidumbre terminaría socavando la libre circulación de bienes puesto que todos estaríamos sometidos al riesgo de expropiación convirtiendo la propiedad en revocable<sup>5</sup>.

Otro motivo, y quizás el de mayor peso doctrinario es que el pacto de retro sobre cosas muebles puede ser objeto de abuso por parte de prestamistas usureros quienes, explotando la necesidad del deudor pueden hacerse vender activos en garantía de repago. El deudor sólo podrá recuperar el dominio ante la cancelación total del principal más los intereses devengados. Mientras la opción de compra no sea ejercida por el deudor el acreedor goza del dominio revocable sobre la cosa. Está claro que el precio de la opción está dado por la amortización del capital más los intereses compensatorios.

Podemos decir que esta suerte de garantía autoliquidable tuvo una práctica dilatada en tiempos remotos de nuestra historia occidental cristiana. Basta remontarnos al Derecho Canónico y más precisamente al pontificado de Inocencio XI para darnos cuenta de que los mercaderes habían combinado la compraventa con finalidad de garantía sustituyendo la prenda con desplazamiento no hay duda que, en el sentir de aquella época, los mercaderes entendían que era más eficaz y atractivo la cláusula de retro que el derecho real de garantía, pues aquella cláusula le evitaba al acreedor incurrir en costes transaccionales añadidos que, serían trasladados finalmente al coste de financiación<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> El costo económico de la incertidumbre se traduce en aumento de precio y por lo tanto en desaceleración de la circulación de los bienes. Desde un análisis económico podríamos afirmar que la prohibición luce eficiente respecto de bienes muebles no registrables. Respecto de los títulos de crédito o títulos valores entendemos que dicha prohibición es contraria a la naturaleza circulatoria de estos derechos.

<sup>6</sup> El lector interesado que desee analizar los aspectos económicos y financieros que motivan al acreedor y deudor optar por la compraventa con finalidad de garantía puede consultar VAN THIENEN – DI CHIAZZA. *Contrato de compraventa con finalidad de garantía: ¿Fideicomiso de garantía, dominio*

El plazo máximo de tres años que fija nuestro codificador para el pacto de retroventa es prueba elocuente de que la cláusula de rescate no goza de buena prensa en nuestro entorno académico, llegando incluso a decirse que este plazo es de orden público. Mirado el negocio con tanta sospecha y recelo el legislador cortó por lo sano: su absoluta prohibición cuando se trata de cosas muebles.

La doctrina nacional ha calificado (y prejuizado) a la retroventa sobre cosa mueble como un típico negocio pignoraticio. Sobre esto hay una férrea unanimidad. La pregunta que sigue es ¿y la retroventa sobre inmuebles?

Cuando se trata de cosas muebles el artículo 1400 del código de Vélez prohíbe, también, el pacto de mejor comprador. Todos sabemos que este pacto consiste en la opción de compra concedida al vendedor frente a una oferta de compra formulada por un tercero dirigida al comprador.

Siendo esto así observamos un dato muy preocupante: el negocio de rescate a opción del vendedor (por pacto de retroventa) o porque un tercero formula una oferta de compra al comprador (pacto de mejor comprador) corre serios riesgos de nulidad respecto de cosas muebles pues ambos están expresamente vedados por nuestro digesto civil.

Frente a este panorama y dada la práctica habitual de cruzar opciones con una clara finalidad de rescate o, las opciones de compra preferente sobre acciones (*Right of First Refusal*), creemos necesario y conveniente compartir algunas ideas respecto del negocio de rescate de acciones de sociedades anónimas evaluando lo que nosotros llamamos: *el riesgo de simulación*.

## V. El pacto de retroventa en la compraventa de acciones.

*Las cosas muebles no pueden venderse con pacto de retroventa.* Así lo indica el artículo 1380 del código civil.

Este dispositivo nos obliga formular la siguiente pregunta: ¿se aplica la prohibición a las acciones de sociedades anónimas?

---

*revocable o negocio simulado?* Working paper CEDEF N°24. ([www.cedeflaw.org](http://www.cedeflaw.org)).

Para responder la premisa mayor del silogismo jurídico debemos, previamente, responder una premisa menor: si la acción califica como *cosa* y más aún, si califica como *cosa mueble*. Dependiendo de la respuesta a esta premisa estaremos en condiciones de responder la premisa mayor.

La tarea por delante no es sencilla. Veamos:

En un antecedente judicial muy reciente y que ha pasado inadvertido por la doctrina vernácula, la sala E de la Cámara Nacional Comercial ha dicho lo siguiente: ... *la validez del negocio indirecto que supone una discordancia entre la causa final prevista por el ordenamiento y la perseguida por las partes, se encuentra sujeta a que ésta última merezca el reconocimiento y la tutela del ordenamiento jurídico, lo que no ocurre en el caso dada la restricción legal del pacto de retroventa de cosa mueble y la incontrovertida naturaleza de bien mueble que tienen las acciones* (conf. arg. Artículo 226 ley 19.550 que dispone la aplicación de las normas y principios que rigen los títulos valores)<sup>7</sup>. (El subrayado es nuestro)

Nosotros creemos que *la incontrovertida naturaleza de bien mueble que tienen las acciones* merece ser puesta en entredicho. Es ciertamente controvertible a esta altura de la evolución del Derecho societario que podamos aceptar de manera pacífica semejante afirmación. Asimilar la acción de una anónima a una cosa mueble anclando nuestro esfuerzo intelectual en el artículo 1380 C.c genera, para nosotros, más dudas que certezas.

Creemos que la mirada sobre este problema debe amplificarse considerando la real naturaleza jurídica de la acción como fracción ideal del capital y no, en la acción como título valor, aspecto material absolutamente despreciado por el sistema societario.

Todos sabemos que las acciones de sociedades calificando hoy, como valores

mobiliarios una noción ciertamente superadora del título valor.

## VI.

### La sociedad anónima como técnica de fraccionamiento de un patrimonio.

#### 1. La acción como fracción.

Hemos dicho antes de ahora que la anónima como contrato organizativo de factores productivos no es más que una técnica jurídica de titulación de derechos patrimoniales. La técnica legal de emitir acciones con cargo a un fondo común tiene por finalidad facilitar el fraccionamiento de derechos políticos y económicos en estricta proporción al capital aportado generando una relación de poder equivalente entre derecho de voto y derecho al dividendo. La técnica de entregar un título (o constancia escritural) representativo de aquella fracción tiene por único objetivo facilitar la circulación de la riqueza permitiendo la libre transferencia de aquellos derechos con reducidos costes de transacción. Toda esta sofisticada tecnología legal apunta a que la hacienda empresaria pueda explotarse más allá de sus accionistas, creando un centro de imputación legal que permita limitar la responsabilidad<sup>8</sup>.

Esta afirmación nos lleva a la cruz del problema: hay que distinguir la acción del título.

Aún cuando el contrato de sociedad es reconocido como una técnica jurídica de titulación de derechos patrimoniales podríamos afirmar que el contrato de sociedad es una técnica de fraccionamiento de derechos y que, a los efectos de permitir el mercadeo de aquellos derechos participativos, la ley admite representarlos en un título (*vid.*, artículo 226 LSC). Ahora bien, la evolución mecánica del propio derecho societario ha dejado atrás esta visión anacrónica dando paso a las acciones escriturales y a los bonos globales como expresión más acabada del fenómeno de desmaterialización.

El artículo 163 LSC nos dice que *el capital se representa por acciones*, sin embargo, lo que esta norma nos está diciendo es que el capital social se

<sup>7</sup> Nos referimos al caso *Mandataria del Plata SA vs Figueras Bielsa y otros*. En este expediente se cuestionó la validez de un pacto de retroventa en un contrato de compraventa de acciones. En opinión del tribunal el pacto simulaba un negocio pignoraticio en garantía de un préstamo dado por Mandataria del Plata SA a una sociedad propiedad de los deudores "Cereales Magdalena SA".

<sup>8</sup> El lector interesado puede consultar VAN THIENEN - DI CHIAZZA. *El canje de títulos en la reducción de capital por pérdidas: el caso Colorín SA*. Working paper CEDEF N° 31 ([www.cedeflaw.org](http://www.cedeflaw.org))

*divide* en acciones y que éstas pueden representarse en títulos. Los artículos 208, 211.3, 212, 213.5 y 223.3 de la LSC confirman esta postura.

Cuando la sala E de la CNCom nos quiere convecer sobre la incontrovertible naturaleza jurídica de cosa mueble que tiene la acción de una anónima, entendemos que el Tribunal está aludiendo a la acción como título cartular. Ahora bien, todos sabemos que la noción jurídica de *acción* es superadora del mero título. Podríamos afirmar que la acción como fracción ideal del capital puede (o no) ser título valor. Hoy día el aspecto *material* de la acción es ignorado por el sistema legal societario.

En el caso “Mandataria” hubiera bastado pactar la retroventa sin creación material del título-acción para de esa forma eludir el yugo del artículo 1380 C.c.; precisamente por faltar un elemento esencial: <<*la cosa*>>. Sin duda el Tribunal aludió al título-acción como soporte material en el cual se representan los derechos de socio y que, en opinión del Tribunal, nuestra ley reconocería como *res* en los términos del artículo 2311 C.c.. En este punto el juzgador centró su análisis en el aspecto material olvidando que el título-acción no es un título de crédito sino un título valor. Olvidó también el juez que en otros casos ni siquiera es un título sino una simple acreditación en cuenta.

El contrato de sociedad como *técnica de titulización* es una definición que hoy se encuentra superada. El proceso de incorporación de derechos participativos a títulos carturales ha quedado ciertamente postergado ya sea por los usos y costumbres, ya sea por el proceso de desincorporación de derechos reconocido en nuestra ley societaria en las acciones escriturales. Esta realidad fáctica y jurídica consolida la noción de que el contrato social es una técnica de fraccionamiento de derechos participativos superadora de la noción de título acción.

Si usted está de acuerdo con esta opinión verá que el título (concebido como cosa) pasa a un segundo plano en la estructura jurídica y dinámica del contrato social puesto que los derechos participativos (concebidos como bienes) tienen vía libre para circular pudiendo el accionista ejercer sus derechos políticos y

económicos más allá de la efectiva emisión material de los títulos<sup>9</sup>.

## 2. La acción como cosa.

Nos referimos aquí a la acción en su sentido material, esto es, como título valor. Partiendo de la definición que nos brinda el artículo 2311 C.c. tenemos serias sospechas de que este título, documento, papel o lámina califique, jurídicamente, como *cosa*.

Queremos saber si esta materialidad llamada *título* es, jurídicamente, el objeto del contrato o el objeto del pacto de retroventa. En definitiva, queremos saber si el título-acción es el objeto del negocio (*vid.* artículo 953 C.c.).

La verdad es que la prohibición del código encastra a la perfección cuando el objeto del contrato es cosa mueble considerada en sí misma, esto significa que la materialidad y su valor económico (recaudos que exige el artículo 2311 C.c.) nacen y se agotan en la materia. Los astros del cielo tienen materia pero carecen de valor económico y los derechos poseen valor económico pero carecen de materia. Todos sabemos que el título-acción representa derechos y que aún cuando aquellos no estén materialmente emitidos los derechos siguen en pie con pleno valor económico. Este razonamiento pone en tela de juicio si el objeto del contrato de compraventa es el título-acción como cosa, o son los derechos políticos y patrimoniales asignados al legítimo titular registral. Dependiendo donde nos enrolemos estaremos ante un contrato de compraventa o ante una cesión de derechos.

El propio Vélez nos enseña que los derechos no son cosas. Siendo esto así, el proceso de titulización es la representación de aquellos derechos (bien inmaterial) en un papel (bien material). La doctrina mercantil nos dice que el título (aspecto material) es el continente del derecho, mientras que el derecho (aspecto inmaterial) es el contenido. Para nosotros cuando hablamos de acciones de sociedades hay que

<sup>9</sup> El profesor Jaime ANAYA nos ayudó a reconocer esta realidad. *Vid.*, *El caso de la sociedad por acciones sin acciones*. RDCO. 1975-107. Hoy es jurisprudencia mayoritaria del foro mercantil reconocer estatus de socio a quien no posee título o documento si dicha calidad de socio puede acreditarse por otros medios (*vrg.*, inscripción en el libro de registro de acciones). La doctrina nacional es casi mayoritaria en este punto y la doctrina judicial muestra ciertas grietas contradictorias.

prestarle más atención al contenido y no tanto al continente. Sobre esto volveremos más adelante.

Es doctrina unánime de que la acción es un título *causado e incompleto* siendo ésta una característica propia de los valores negociables participativos. La ubicación sistemática del título-acción como valor causado e incompleto termina fortaleciendo nuestra idea de que al aspecto material cede frente al derecho que es la esencia de la sociedad anónima: participar de las ganancias y soportar las pérdidas en relación al riesgo asumido (*vid.*, artículo 1º LSC).

Veremos a continuación los elementos que hacen a la naturaleza jurídica de la acción como título valor, elementos que nos permitirán afianzar nuestra postura y que podemos ir anticipando: el título-acción no es cosa.

### 3. La acción como título valor. Diferencias con los títulos de crédito<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Buscando separar al título-acción de los títulos de crédito (*vrg.*, pagaré y letra de cambio) el legislador societario expresamente indicó que las normas sobre títulos valores se aplican a las acciones y, agregó (...) en cuanto no sean modificadas por la ley de sociedades comerciales (*sic*). ¿Régimen de nominatividad? Desentrañar la naturaleza jurídica de la acción ha sido fuente fecunda de profundos debates académicos, y que estas escuetas líneas no permiten desarrollar. Desde los maestros italianos VIVANTE, MESSINEO y ASCARELLI pasando por las enseñanzas de los profesores CAMARA y YADAROLA, entre otros destacados tratadistas nacionales, la naturaleza jurídica de la acción, como título valor, ha despertado pasión. Desde las llamadas cédulas de las antiguas Compañías de Indias llegamos hoy a las acciones escriturales acreditadas en cuentas. En esta suerte de evolución genética, la acción, que fue concebida originariamente como un título de crédito debió mutar su ADN cediendo paso al concepto de *título valor*, definición ésta fuertemente arraigada entre nosotros. Ahora bien, a pesar de esta generalizada aceptación de la acción como título valor existen, entre nosotros, quienes postulan que la acción de una anónima no participa de la naturaleza jurídica del título de crédito y tampoco de los títulos valores atento a que las características propias de la acción como título participativo implica reconocerle naturaleza jurídica propia. Nos sentimos tentados por adherir a esta última corriente, sin embargo creemos útil y necesario, a los efectos de este ensayo aceptar la postura mayoritaria. El acercamiento del

Cuando uno profundiza la mirada sobre los elementos característicos de los títulos valores y los compara con los elementos propios de los títulos de créditos advierte que no hay puntos de contacto entre unos y otros. Es precisamente esta desconexión jurídica la que justificó excluir a las acciones del grupo de los llamados títulos de crédito. Como veremos luego esta exclusión no es un dato menor a la hora de analizar el artículo 1380 C.c. y su aplicación a las acciones.

Las razones no son pocas. Veamos:

a) *Circulación*: Parece incuestionable que tanto el título-acción como el pagaré o la letra de cambio nacen para circular. Podríamos afirmar, sin dudar, que éste es un fuerte punto de contacto entre el título de crédito y el título valor; sin embargo debe advertirse que aún cuando el título-acción no sea materialmente emitido, la acción como fracción ideal del capital igual circulará sin necesidad de incorporarse a un documento. Este fenómeno no ocurre con los títulos de crédito que deben, imperativamente, documentarse para poder circular.

b) *Incorporación*: Quizás sea éste uno de los puntos de contacto más alejados. Parece incuestionable que tanto el pagaré como la letra de cambio incorporan derechos, empero este proceso de incorporación no ocurre con los títulos-acciones. Aún cuando el derecho participativo no se encuentre documentado, o sea incorporado al título aquellos derechos pueden ser ejercidos plenamente por el socio. En cambio en los títulos de crédito el derecho debe, forzosamente, documentarse, esto significa que sin documento no hay crédito posible y quien paga sin que le presenten y entreguen el documento paga mal. Es decir, mientras en los títulos de crédito la incorporación es esencial para el ejercicio de todos los derechos del titular legitimado, en el título-acción la incorporación es un aspecto

---

título-acción a los llamados títulos valores y su consecuente alejamiento de los títulos de crédito tiene que ver, precisamente, con los particulares derechos (aspecto inmaterial del asunto) que la acción de una anónima reconoce a su titular, portador o tenedor. Está claro que este derecho lejos está de ser un simple crédito para representar algo mucho más complejo y sofisticado. La doctrina vernácula está conteste en aceptar que el título-acción es un título que representa derechos participativos y de propiedad. Ergo, excede la simple noción de crédito.

intrascendente. Sirva como botón de muestra el artículo 238 LSC que exige al socio *notificar* su asistencia a las asambleas, sin tener que depositar el título-acción<sup>11</sup>.

Este aspecto no es menor a la hora de considerar al título-acción como cosa puesto que siendo aquel un mero documento representativo de derechos y que no acredita *per se* (sin la correspondencia con otros recaudos -vgr. inscripción en el libro de registro de acciones, notificación art. 215-) propiedad ni legitimación, no llega a satisfacer recaudos mínimos para calificar como cosa mueble de acuerdo con el artículo 2311 C.c.. El título-acción nominativo puede perderse o deteriorarse que en nada perjudicará los derechos del titular de la acción, ni la legitimidad para el ejercicio pleno de sus derechos. En cambio, la pérdida o deterioro del título de crédito implica, decididamente, la pérdida del derecho por inhabilidad de título. La diferencia salta a la vista, precisamente, porque en éstos ocurre el proceso de incorporación de derechos, fenómeno que no se presenta en el título-acción que sólo cumple una función representativa innecesaria.

Mientras el título de crédito responde al fin jurídico de incorporación de derechos, la acción sólo responde a un fin práctico de representación.

Sin duda el título-acción ha quedado demasiado degradado como para darle el calificativo jurídico de cosa con los efectos que ello implica.

c) *Legitimación*: Parece incuestionable que tanto el pagaré como la letra de cambio son documentos que reconocen derechos a sus legítimos tenedores. Debemos tomar nota de que aún cuando el socio no cuente con el título igual gozará de plena legitimación para ejercer todos sus derechos participativos y patrimoniales debiendo, claro está, acreditar su legitimación por otros medios. El título-acción no es un documento constitutivo de derechos. Para que ello ocurra se impone agotar el iter registral exigido por el artículo 215 LSC.

---

<sup>11</sup> Este régimen de excepción que opera para las acciones escriturales y las nominativas no endosables es hoy día el régimen general de sociedades a partir de la ley de nominatividad de acciones.

Claramente este fenómeno no puede ocurrir con los títulos de crédito donde el documento es el único título legitimante y constitutivo del derecho de crédito; a punto tal que la inhabilidad del título por falta de algún elemento esencial frustra por completo el derecho incorporado<sup>12</sup>.

d) *Necesario*: Este elemento está íntimamente relacionado con el punto 2 anterior. A él nos remitimos.

e) *Literal*: El artículo 211.3 LSC confirma que el principio de literalidad se encuentra seriamente debilitado en el régimen de las acciones a tal punto que nuestra doctrina patria considera a las acciones como títulos valores no literales e incompletos. Lo cierto es que los derechos del socio expresados en el título-acción deben ser completados con otros documentos. Incluso la ley de circulación de estos títulos puede completarse vía otros documentos (vrg., estatutos sociales, convenios de accionistas, reglamentos). Claramente este fenómeno no ocurre con los títulos de crédito donde el contenido del documento es el único continente, incluso, el endoso que sólo podrá extenderse en un papel anexo al título. El derecho de crédito y su ley de circulación es el que surge del texto literal del título no pudiendo completarse recurriendo a otros documentos.

f) *Causal*: En línea con el punto e) anterior observamos que mientras el título-acción es un documento causado en el contrato social como causa fuente, los títulos de crédito son documentos incausados puesto que el deudor no podrá oponer al portador legitimado aquellas defensas o excepciones que sean extrañas al crédito literal y abstracto incorporado al documentado. La consecuencia de ser la acción un título causal es que se halla sujeto a la disciplina societaria, por lo tanto, la acción se subordina a este derecho especial incorporado al código de comercio.

g) *Autonomía*: Quizás sea este el único elemento que el título-acción y los títulos de crédito comparten.

Concluimos entonces que la acción como título valor nada tiene en común con los títulos de

---

<sup>12</sup> El artículo 211 LSC señala cuáles son las menciones esenciales que debe contener el título-acción. La falta de alguno de esas menciones esenciales no hacen inválido el título ni perjudican los derechos políticos, económicos y patrimoniales del socio ni afectan su legitimación.

crédito, más allá de compartir el rasgo de la autonomía negocial. Siendo esto así y confirmando que la acción de una anónima es un título de participación creado por ley a favor de quien goza del *status socii* cabe preguntarnos cuál es la relevancia jurídica de su emisión material y qué relación puede tener esto a lo hora de considerar al título como *cosa*<sup>13</sup>.

## VII.

### Los títulos de crédito son *cosa*.

Esto que afirmamos no es nuevo. El código civil y la doctrina mercantil confirman esta tesis.

No es casualidad que entre literalidad, abstracción y titulización exista una directa relación de proporción: a mayor abstracción y literalidad mayor será la importancia jurídica asignada al título. A tal punto esto es así que los títulos de crédito (incausados, literales y abstractos) suelen materializarse cartularmente. La desmaterialización de estos derechos es asunto complejo dada la necesidad que tienen los operadores del mercado (deudor y acreedor) por conocer con exactitud los límites del derecho creditorio. Las exigencias formales a las que está sometida la creación y emisión de estos títulos hacen a la seguridad del tráfico.

Por esto decimos que sin cartular no hay derecho posible en los títulos de crédito. La incorporación del derecho a un papel es elemento vital en el sentido de que la da vida al derecho. El título es <el> crédito y el crédito es <el> título. No hay derecho creditorio posible por fuera del título. El título sin derecho no es título sino un mero papel pues no otorga titularidad proviniendo de allí el nombre: título. Ergo, el título es continente y contenido del derecho. Para sintetizar la idea podemos decir que el derecho carece de valor económico

---

<sup>13</sup> VERÓN nos dice que el carácter distintivo de las sociedades por acciones se funda en la naturaleza de la acción como participación social y no en el título que representa tal participación. De acuerdo con este autor la calidad de socio se vincula con la titularidad más no con la posesión de un título. Se es accionista más allá de la emisión material de un título. VERÓN pone duda el carácter circulatorio, literal, probatorio, constitutivo e incompleto de la acción como título valor. Vid., VERÓN Alberto V. *Sociedades Comerciales*. Pag. 420. T° 3. Ed. Astrea.

si no hay derecho incorporado a un título (*vid.*, artículo 2311 c. civil).

El régimen de prenda es un claro ejemplo de que es necesario materializar el crédito. *No puede constituirse prenda sobre un crédito que no conste en un título.* (*vid.*, artículo 3212).

## VIII.

### Las acciones no son *cosa*.

Si usted nos vendiera un crédito por un precio en dinero (tomando nosotros un descuento) el único recaudo legal y formal que debemos cumplir para que ese crédito sea transferido a nuestro beneficio es darle noticia al deudor cedido cumpliendo a tal efecto con los recaudos de oponibilidad expresamente impuestos por el régimen civilista de cesión de derechos. En estos términos usted podría acordar con nosotros, en el mismo documento de venta, el rescate de este crédito reembolsándonos el precio recibido más otro tanto. Hemos celebrado un negocio en el cual ambas partes evaluamos los potenciales riesgos y sus ventajas a punto tal que usted se reservó el derecho de recomprar el crédito, propuesta que hemos aceptado con agrado.

Mientras el derecho creditorio lo conservemos dentro del ámbito de lo inmaterial o sea, calificando como bien según lo dispone el artículo 2311 C.c, no hay duda que dicho crédito junto con otros bienes integrarán nuestro patrimonio pudiendo aquel adquirirse con pacto de retroventa, precisamente por no ser *cosa mueble*. El artículo 1435 del código civil nos recuerda que si la cesión fuere por un precio la cesión será juzgada por las disposiciones sobre contrato de compra y venta. Incluso el artículo 1434 nos enseña que la cesión de derechos ocurre cuando una de las partes se obligue a transferir a otra el derecho que le compete contra su deudor, entregándole el título, si existiese (*sic*). Por lo tanto, si el título de crédito fuera de los que califican como abstractos, incausados y literales bastará su endoso para que la circulación funcione sin que sea necesario incurrir en los costes transaccionales propios del régimen de cesión de derechos.

Si miramos la tajante limitación del artículo 1380 del código civil observamos con asombro que por la sola incorporación del crédito a un título literal y abstracto mutaríamos aquel bien inmaterial en cosa mueble. Ahora bien, por el solo proceso de titularizar el crédito e incorporarlo a un documento queda restringida su circulación

impidiendo que aquel derecho pueda ser redimido por el vendedor.

Aquí encontramos una seria contradicción dentro del sistema: mientras los derechos pueden circular libremente bajo el régimen de cesión pudiendo, incluso ser redimidos por el cedente; esos mismos derechos incorporados a un título (cosa) estrían alcanzados por la prohibición del artículo 1380 cuando en estricto rigor aquellos títulos pueden circular por una cadena ininterrumpida de endosos.

Este aspecto debe ser revisado. A simple vista la sanción del artículo 1380 para estos papeles de comercio es absurda por cualquier lado que se la mire<sup>14</sup>.

¿Qué ocurre con las acciones?

Las acciones son derechos participativos con ley de circulación propia y que no depende en absoluto de su titulación. Las acciones sólo pueden ser transferidas mediante notificación a la sociedad emisora y su correspondiente inscripción en el libro de registro sumando los otros recaudos formales y de validez impuestos por la ley de nominatividad. Sólo, luego de cumplir con la ley de circulación podemos afirmar que la transferencia ha surtido efecto constitutivo de derechos para el *tradens* y el *accipiens*. Se observa entonces que para la ley de circulación de las acciones el aspecto material es absolutamente fútil. Lo que importa al régimen de circulación es la inscripción de la cesión en el libro de registro de acciones. Punto y aparte<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> La ley N° 701 modificatoria del artículo 770 del código civil de la República del Paraguay expresamente dice: *se prohíbe la venta con pacto de retroventa de inmuebles y demás bienes registrables, así como la promesa de venta de un inmueble u otro bien registrable que haya sido objeto de compraventa entre los mismos contratantes. Se prohíbe igualmente el pacto de reventa de inmuebles y bienes registrables. Quedan exceptuados de la presente prohibición los títulos valores, acciones y demás documentos e instrumentos negociados a través de casas de bolsa debidamente autorizadas por la Comisión Nacional de Valores.* Aún cuando la prohibición alcanza a los títulos valores privados la legislación del Paraguay ha dado un paso adelante respecto de las acciones de empresas cotizadas.

<sup>15</sup> Todavía se encuentra abierta entre nosotros la discusión sobre los efectos constitutivos del artículo 215 respecto de la transmisión mortis causa de acciones. La doctrina local se encuentra seriamente

Volviendo al ejemplo anterior podemos concluir que la acción puede ser cedida sin que sea necesaria la emisión material de un título. El derecho-acción pasa al adquirente sin que sea necesario endoso o entrega de documento alguno. Basta con notificar e inscribir.

Los artículos 213, 215 y 238 LSC nos enseñan que para las acciones nominativa la emisión material de un título es absolutamente intrascendente a todo efecto legal. Reiteramos que siendo la acción un derecho participativo que surge del contrato social la emisión material no significa que estemos ante el proceso jurídico de incorporación.

Si consideramos que el pacto de retroventa o la cláusula de rescate es lícita en la compraventa de derechos con más razón debemos aceptar la cláusula de rescate o el pacto de retroventa en el negocio de transferencia de acciones o de paquetes accionarios pues éstos no califican como cosa mueble, aún cuando estén representadas en un papel, cartulina o documento.

## IX.

### **Razones para fundar porqué las acciones nominativas no son cosa.**

A continuación enumeramos las razones que nos llevan a considerar que el título-acción no califica como cosa bajo nuestro Derecho.

a) *Se llaman cosas en este código, los objetos materiales susceptibles de tener valor.* Así reza el artículo 2311 C.c.. Nosotros entendemos que el título-acción no posee valor económico en sí mismo por ser precisamente un título causado e incompleto. Son estos caracteres del título-acción lo que permite concluir que los derechos subsisten más allá de la emisión material de un título, y la calidad de socio se adquiere estén o no emitidos los títulos cartulares. Esta realidad impone mirar la acción de una anónima como derecho participativo puro sin importar el documento que la representa. Está claro que el valor económico del título estará

---

dividida con una leve tendencia jurisprudencial a dar prevalencia al régimen sucesorio por sobre el artículo 215 de la ley de sociedades. Sin perjuicio de este debate, está claro que el heredero entra en posesión de la herencia desde la muerte del causante. Esto nos está indicando que por sobre la noción de título valor prevalece en nuestro sistema legal la noción de acción como derecho.

compuesto por el valor nominal de la acción más su valor de mercado y este último nada tiene que ver con el título sino, precisamente, con el derecho que otorga la acción a participar de los flujos de caja generados por la sociedad. Las acciones no poseen en sí mismas consistencia patrimonial sino que éste pertenece al valor asignado al patrimonio o negocio subyacente que es: la sociedad. Desde esta perspectiva económica y jurídica podemos concluir que el objeto material (título) carece de valor y, por ende, no califica como cosa bajo nuestro derecho. Aún reconociendo la materialidad del título falta uno de los dos elementos: el valor. Esta postura la sostenemos aún cuando las cosas puedan ser muebles por su carácter representativo como lo indica el artículo 2313 del código civil.

b) *Las acciones como cosas muebles de carácter representativo:*

c) *La tradición de acciones nominativas (...) se juzgará hecha cuando lo fuese conforme a los estatutos de la sociedad. Las acciones al portador se juzgarán transmitidas por la sola tradición efectiva de los títulos.* Esto nos dice el artículo 2390 del código civil. Está claro: el mismo Vélez reconoció la necesidad del título en las acciones al portador donde el aspecto material recobra valor jurídico porque en esta clase de acciones la incorporación de los derechos participativos al cartular es elemento legitimante y constitutivo. El socio no puede ejercer sus derechos si no cuenta con el título y tampoco puede transmitir su participación social si no es mediante el endoso o la entrega efectiva de aquel. Podemos decir que las acciones al portador tienen elementos compartidos con los títulos de crédito. Nada de esto ocurre con las acciones nominativas que carecen de todas esas características echando por tierra el aspecto material. Como dijimos antes, en las acciones nominativas el título-acción (entendido como fenómeno material) es aspecto absolutamente irrelevante.

d) *La posesión se adquiere por la aprehensión de la cosa con la intención de tenerla como suya (vid., art. 2373 C.c). La aprehensión debe consistir en un acto que (...) ponga a la persona en presencia de la cosa con la posibilidad física de tomarla (vid., art. 2374 C.c ). La posesión se adquiere también por la tradición de las cosas. Habrá tradición, cuando una de las partes entregue voluntariamente una cosa y la otra voluntariamente la reciba (vid., art. 2377 C.c).*

Se observa claramente que nada de esto se aplica al negocio de adquisición de acciones nominativas aún cuando estén los derechos representados en un título. El mismo código civil reconoce que *mientras todas las cosas que están en el comercio son susceptibles de posesión, los bienes que no fueren cosas no pueden ser objeto de posesión (vid., art. 2400 C.c).* Esto nos indica que las acciones de sociedades (entendidas como fracción ideal del capital) no califican como cosa bajo nuestro régimen jurídico, aún cuando hablemos del título-acción.

e) *La posesión de buena fe de una cosa mueble, crea a favor del poseedor la presunción de tener la propiedad y el poder de repeler cualquier acción de reivindicación, si la cosa no hubiese sido robada o perdida.* El apotegma jurídico de que posesión de buena fe vale título, según la fórmula del artículo 2412 C.c, no es aplicable a las acciones nominativas fortaleciéndose de esta forma la tesis de que no estamos parados frente a una cosa mueble que podamos aprehender y dominar, sino frente a un fenómeno diferente o sea, un derecho asociativo de participación que cuenta con un régimen jurídico propio y específico de titularidad y circulación.

f) *Son vicios redhibitorios los defectos ocultos de la cosa, cuyo dominio, uso o goce se transmitió por título oneroso, existentes al tiempo de la adquisición, que la hagan impropia para su destino, si de tal modo disminuye el uso de ella que de haberlos conocido el adquirente, no la habría adquirido, o habría dado menos por ella.* Esto nos enseña el artículo 2164 del código de Vélez respecto de los vicios ocultos de una cosa. Ahora bien, la Corte Suprema de la Nación ha dicho en el caso *Inversiones y Servicios SA* que la acción *quantum minoris* no prospera en el ámbito de la compraventa de acciones cuando el precio se ve afectado por pasivos ocultos. Lo cierto es que, si bien el Máximo Tribunal no entró a analizar la naturaleza de la acción como cosa mueble, entendió que la reducción de precio por pasivos ocultos responde a incumplimientos contractuales y no a *vicios ocultos de la cosa* puesto que el menoscabo patrimonial sufrido por la sociedad emisora no reviste el carácter de *vicio oculto de las acciones* en tanto fracciones ideales del capital (*sic*).

Ha sido la Corte Suprema quien dijo en este expediente: *las especiales características que rodean a la compraventa de este tipo de títulos no puede ser asimilable a la mera entrega de una cosa.* Y remató: *lo que se transfiere en estos casos es la posición de socio.*

Siendo esto así y siendo que normalmente en el negocio de transferencia de paquetes accionarios

los vendedores ofrecen garantías de consistencia patrimonial respecto del patrimonio subyacente perteneciente a la sociedad emisora, la Corte Suprema entendió que las acciones no pueden tener vicios ocultos pues estos vicios tienen que ver con cosas, y no, con títulos representativos de derechos.

## X.

### Las acciones escriturales.

Centrada la atención en la *cosa* como materia podemos llegar al absurdo de que mientras las acciones representadas en títulos cartulares están alcanzadas por la prohibición del artículo 1380 del código civil, aquellas mismas acciones pero, acreditadas en cuentas escriturales eludirían la prohibición de retroventa por faltar, precisamente, el aspecto material: el título.

Esta conclusión no resiste el embate de la crítica puesto que de aceptarse esta postura estaríamos poniendo el carro delante de caballo exagerando el aspecto material por sobre el aspecto sustancial: el derecho.

## XI.

### Las cuotas de la SRL.

Respecto de las cuotas de una sociedad limitada llegamos a similar conclusión. Todos sabemos que aún cuando la cuota goza de la misma naturaleza jurídica que la acción de una anónima en cuanto derecho participativo y legitimante, aquellas fracciones de capital no nacen para circular ni para ser negociadas en el mercado. Tan ilíquida es esta participación que su transferencia lleva a la reforma del contrato social siendo aquella oponible una vez anotada en el Registro Público.

Observamos entonces que el aspecto material de las cuotas es sencillamente inexistente por innecesario. La falta de un mercado para la compra de estas participaciones y la naturaleza cuasi personal de este tipo societario torna innecesario incorporar estos derechos a un título circulatorio.

Siendo esto así llegamos al absurdo de que el cedente de una cuota puede lícitamente pactar el derecho de recompra o retroventa,

precisamente, por faltar un aspecto material: la cosa.

## XII.

### La acción como derecho.

Hasta aquí hemos intentado analizar el aspecto material de la acción como fracción ideal del capital y factor legitimante de la posición jurídica de socio. Desde esta perspectiva podemos concluir que la acción es un derecho participativo cuyo régimen de titularidad y circulación desplaza al aspecto cartular o material del derecho. Siendo el título-acción un documento causado, incompleto, no legitimante e innecesario parece equivocado considerar a la acción como cosa mueble, ignorando la verdadera naturaleza jurídica de este derecho, y su especial régimen de circulación.

El ejemplo de las acciones escriturales y el de las cuotas confirman la tesis de que la acción como fracción ideal del capital y como factor legitimante del *status socii* califica como *bien* quedando por lo tanto descartada la idea de que se pueda aplicar al contrato de compraventa de acciones la prohibición del pacto de retroventa.

## XIII.

### Licitud del pacto de retro en la compraventa de acciones.

Caída la premisa menor se torna falsa la premisa mayor.

Aceptado que el pacto de retroventa es válido en la venta de acciones, de nada ha servido todo este esfuerzo si aquel pacto tiene un plazo legal máximo de tres años. Sin duda este plazo resulta demasiado parco cuando hablamos de operaciones de venta de paquetes accionarios. Ahora bien, a pesar de aquella limitación temporal que tornaría por sí sólo inútil el pacto de retro sobre acciones, igual estamos conformes.

Recordemos que el propósito de estas reflexiones ha sido despejar las dudas e incertidumbres que pueda generar el riesgo de que una operación de *Swap* de opciones sobre acciones o una opción de compra atada a un contrato de venta pueda ser tachado de nulo bajo el falso argumento de que estos negocios cruzados intentan eludir un negocio prohibido: el pacto de retroventa sobre cosa mueble.

Esperamos que estas reflexiones sirvan como invitación a profundizar el debate sobre este problemático asunto donde los tribunales del foro han echado más sombras que luces, anclados en una norma civilista ajena a la dinámica mercantil.

Si hemos logrado este objetivo nos damos por satisfechos.