

## La ejecución de las obligaciones negociables anotadas en cuenta y el Decreto N° 677/01

Por Eduardo Patrón Costas

### **I. Capítulo Primero: Consideraciones Previas** [arriba]

#### **1.- Introducción**

A los fines de poder comprender el tema del presente trabajo, necesitamos en primer lugar abordar y desarrollar los cambios o bien la evolución que ha experimentado la noción clásica de los títulos valores a nivel mundial como consecuencia de las nuevas herramientas que fueron surgiendo en los mercados financieros para hacer frente a esas nuevas necesidades de los negocios.

Haremos hincapié en como las características esenciales de los títulos valores tales como la necesidad, literalidad y autonomía se han ido adecuando a esas nuevas prácticas. En particular nos referiremos al rol fundamental que han cumplido en esta evolución de la teoría clásica tanto los certificados globales y la inmovilización de los títulos valores como así también las anotaciones en cuenta y el fenómeno de la desmaterialización de los títulos valores.

Asimismo, será materia de análisis el concepto de “valor negociable” como un concepto más amplio y genérico que el de título valor o título de crédito, que da lugar a la posibilidad de incorporar nuevos valores que puedan surgir en el futuro como consecuencia de la autonomía de la voluntad.

Expondremos a su vez, las nociones básicas de las Obligaciones Negociables, destacando las características sobresalientes de las mismas, como así también las limitaciones que muchas veces las emisoras intentan hacer valer al derecho al cobro individual de los tenedores de los valores negociables remitiéndose a las cláusulas por ellas regladas en las condiciones generales de emisión.

Así, una vez desarrollados previamente todos estos aspectos, y teniendo en claro que es posible para un tenedor de una Obligación Negociable hacer valer sus derechos con una constancia de anotación en cuenta, estaremos entonces en condiciones de obviar toda posible discusión en torno a la necesidad o no de contar con el documento cartular, y referirnos especialmente al Decreto 677/01 y la solución brindada por su art. 4°. Ello por cuanto, hay un antes y un después en la postura adoptada por nuestros tribunales con anterioridad a la sanción del mencionado decreto y con posterioridad al mismo, en lo que respecta a la legitimación para reclamar la ejecución judicial en los términos del art. 29 de la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576 y sus reformas introducidas por la Ley N° 23.962 (LON).

Es realmente un gran paso el que se logró dar con la sanción del Decreto 677/01 en aras de la transparencia del mercado de capitales y la protección de los inversores en los mercados financieros. Podemos afirmar además que su sanción fue más que oportuna, pues al poco tiempo nuestro país entró en una profunda crisis. En efecto, dado que al poco tiempo de haberse sancionado el Decreto 677/01, muchas de las sociedades que habían emitido Obligaciones Negociables en nuestro país y en el exterior cayeron en “default” como consecuencia de las crisis desatada en la Argentina hacia fines del 2001 por la salida de la convertibilidad y la posterior devaluación, nuestros tribunales tuvieron una excelente oportunidad para poner en práctica el Decreto 677/01 y expedirse respecto a las cuestiones aquí tratadas.

Así, ante las defensas planteadas por las emisoras en los juicios ejecutivos que se les iniciaron como consecuencia del incumplimiento en el cual habían incurrido la mayoría de dichas sociedades emisoras tanto por la falta de pago del capital como así también de los intereses pactados en las condiciones de emisión, según fuera el caso, fueron surgiendo estos novedosos pronunciamientos jurisprudenciales que trataron muchos de los temas aquí mencionados. Y tal como se puede apreciar por la gran cantidad de jurisprudencia citada a lo largo del presente trabajo y de sus fundamentos, me permito decir que nuestros tribunales estuvieron realmente a la altura de las circunstancias logrando resguardar el derecho de los tenedores de la Obligaciones Negociables al cobro individual de sus acreencias. De esta forma se preservó la utilidad de estos valores, cuidando su credibilidad y así se mantuvo vigente un importantísimo instrumento para el crédito.

## **II. Capítulo Segundo: Los Títulos Valores [arriba]**

### **2. Principios Generales de los Títulos Valores. Falta de una Teoría General**

No hay una regulación específica de los aspectos comunes de todos los títulos valores en nuestro país volcada al derecho positivo con los alcances de una teoría general de estos títulos. En realidad los principios generales sobre los títulos valores son producto de la doctrina, la jurisprudencia y de la integración de regulaciones de normas sobre diversos títulos valores en particular.

Es precisamente esta falta de una teoría general de los títulos valores la que ha llevado a la necesidad de realizar estudios teóricos de los aspectos generales y comunes de todos los títulos valores, partiendo de la base de institutos clásicos como por ejemplo la letra de cambio, el pagaré o el cheque tratando así de armonizar los principios rectores de dichos títulos con los nuevos títulos que fueron surgiendo como una necesidad imperiosa de los negocios y de los mercados financieros como lo son por ejemplo las ONs aquí en estudio.

En efecto, el replanteo de la teoría general tradicional clásica de los títulos valores es una consecuencia mediata de la evolución experimentada por los mercados financieros del mundo, los avances técnicos y el surgimiento de procedimientos tales como las anotaciones en cuenta, los títulos globales y la desmaterialización que fueron dejando de lado el concepto del título valor identificado sobre la base del derecho incorporado al documento y dando lugar al fenómeno de la desmaterialización.

Al respecto, Carlos Gilberto Villegas, sostiene que: “La difusión de las “anotaciones en cuenta” como elemento supletorio de la representación de los derechos de contenido patrimonial (creditorios, de participación, sobre mercaderías, etc.) sustituyendo el uso del título-documento como soporte físico, por una anotación contable, en especial y de modo generalizado en el campo de los valores emitidos en serie, agudiza la necesidad del análisis de una teoría general de los títulos valores, que efectúe una revisión de la doctrina tradicional y replantee su formulación para establecer una conclusión en orden a su mantenimiento, adecuación o reformulación. El concepto mismo y los caracteres de esta categoría jurídica han sido establecidos sobre la base de la existencia de un “documento” (la carta o papel al que se incorporaba el derecho de crédito) que ahora, al menos para los valores emitidos en serie, no resulta necesario”[1] .

Cabe aclarar, que más allá de todas estas innovaciones, no debemos perder de vista que el interés tutelado por esta categoría jurídica de los títulos valores, es siempre la necesidad de asegurar la circulación del crédito.

A modo de ir adentrando en el tema que aquí nos ocupa, y la nueva realidad de los títulos valores, es sumamente interesante lo que sostiene Alegría al respecto cuando señala que: “El interrogante básico es si la teoría de los títulos-valores resiste a esta innovación y si, en consecuencia, es aplicable a las modalidades técnicas recibidas de la informática, en su campo. Si la respuesta fuere positiva, se deberá indicar cuáles de esos principios tradicionales persisten y cuáles han quedado en el camino”, y continúa “Como vimos, se produjo una secuencia de acontecimientos que fue llevando insensiblemente a una postura jurídica frente a la pregunta que conlleva el enunciado del capítulo. En efecto, se comenzó primero con una evolución, para pasar después a la revolución. Cada etapa evolutiva fue marcando mojones parciales en los cuales se iba prescindiendo del documento material para aspectos concretos de la vida del título. Así, parecía claro que la teoría general no iba a ser revisada por esos apartamientos o excepciones. Recuérdese que en todos los casos respetábamos la existencia original del título, por lo cual las prácticas que prescindían de él para alguna función, sin embargo, reposaban sobre que el documento realmente existía. En el fondo se apoyaban sobre la teoría de los “equivalentes”, reemplazando el traslado material del documento por modalidades que no negaban la existencia o necesidad de título, pero que por la seriedad de los actuantes o por el sistema elegido, se entendían como sustitutivos de su desplazamiento material. Si ninguno de estos hechos fue requiriendo adaptaciones de la teoría, parece casi natural la conclusión de que cuando se da un paso más que solamente cierra una secuencia lógica, cual es el de prescindir totalmente del documento, no se cuestione si la misma teoría sigue siendo aplicable”[2] .

No cabe duda que estamos desde ya hace un tiempo ante la presencia de nuevas necesidades que requieren a su vez de nuevas herramientas que sean lo suficientemente idóneas para satisfacer tales necesidades. Ahora bien, como todo cambio se requiere de cierto período de adaptación, y se oirán críticas y elogios al respecto, lo importante es seguir avanzando y no dar la espalda a la innovación.

Hechas estas breves consideraciones estamos en condiciones de hacer un repaso de la teoría clásica de los títulos valores y la definición de estos últimos desde la visión de la doctrina clásica.

### **3. Definición Clásica de los Títulos Valores**

No podemos referirnos a una definición clásica de los títulos valores sin hacer una especial mención al maestro italiano Cesar Vivante, quien si bien los denomina títulos de crédito (circunstancia esta sobre lo cual más adelante y con mayor detalle nos referiremos al desarrollar las distintas denominaciones utilizadas por la doctrina), lo cierto es que de todas maneras desarrolla una definición que es sumamente ejemplificadora.

Señalaba al respecto el gran maestro italiano que “título de crédito es el documento necesario para ejercer el derecho literal y autónomo que en él se menciona” (“Il titolo di credito é un documento necessario per esercitare il diritto letterale ed autonomo che vi é menzionato”). Y agregaba: “Se dice que el derecho mencionado en el título es literal, porque él existe según el tenor del documento. Se dice que el derecho es autónomo, porque el poseedor de buena fe ejercita un derecho propio, que no puede ser limitado o destruido por las relaciones existentes entre los precedentes poseedores y el deudor. Se dice que el título es el documento necesario para ejercitar el derecho, porque desde y cuando el título existe, el acreedor debe exhibirlo

para ejercitar todo derecho que él lleva consigo, sea principal o accesorio y no se puede hacer ningún cambio en el valor del título sin anotarlo sobre él..."[3].

Por su parte, la doctrina alemana en cabeza de Heirich Brunner definía al papel valor como el "documento que incorpora un derecho de carácter privado de tal forma que para el ejercicio del mismo es necesario la posesión del documento"[4] .

En nuestro país, algunos autores, han pretendido de una u otra manera aclarar la definición de Vivante, y en base a ello sostuvieron por ejemplo, en el caso de Yadarola que: "el título de crédito es el documento de un derecho literal y autónomo cuya posesión es necesaria para el ejercicio de ese derecho". Por su parte Gualtieri y Winizky, los definen como "títulos circulatorios" y expresan "En nuestra opinión, título circulatorio es el documento creado para circular, necesario para ejercer el derecho literal y autónomo expresado en el mismo"[5] .

Tenemos entonces hasta aquí, que para la doctrina clásica, existe una unidad entre el derecho de crédito y el documento que lo contiene, es decir entre la cosa corporal (título) y la cosa incorporal (derecho). En tal sentido, Villegas Carlos, citando a Garrigues, señalaba "que todas las definiciones del título-valor giraban alrededor del mismo concepto: la atribución del título a una persona como presupuesto del ejercicio del derecho mencionado en el documento. El derecho derivado del título (derecho de crédito, generalmente) sigue el derecho sobre el título (derecho real). Ello como consecuencia de que la razón biológica de los títulos valores, consistía en evitar los inconvenientes de la invisibilidad de los derechos subjetivos. Desde el momento en que el derecho quedaba fundido en el título, se hacía visible en la transmisión. A partir de ese momento, el derecho de crédito se "cosificaba" incorporándose al documento, al título. Incorporación que debe entenderse en su carácter metafórico, pero que de todas maneras trata de resaltar la identificación del derecho contenido con el documento continente"[6] .

Por consiguiente, para la doctrina clásica como los derechos representados en los documentos están incorporados al papel (carta) se los llama cartulares, pues los derechos están adheridos, identificados, compenetrados, o transfundidos en el documento, hasta formar con él un solo cuerpo. De ahí es que el titular del documento, el poseedor legitimado, es el titular del derecho incorporado y por eso para adquirir los derechos del crédito representados en el documento hay que adquirir este último, para transferir esos derechos hay que transferir el documento y para ejercer esos derechos contenidos en el documento hay que presentar el documento. De esta manera el derecho se identifica, confunde, transfunde en el documento, y por ello conforme fuera expuesto todos los actos referidos a la vida del título requieren del documento y la tenencia del mismo. Por eso, se decía que el título de crédito es un documento constitutivo, pues el derecho del crédito esta contenido en el título.

En consonancia, Villegas Carlos citando a Messineo señala que "el derecho es identificado o compenetrado (o transfundido) en el documento, hasta el punto de formar cuerpo con él (derecho llamado, por eso, cartular) con las consecuencias de que el derecho nacido del documento se adhiere mediante la adquisición del derecho sobre el documento, en cuanto cosa; con la transferencia del documento se transmite necesariamente el derecho cartular; sin la presentación del documento no se puede obtener el cumplimiento de la prestación; la destrucción del documento puede importar la pérdida del derecho cartular; y cualquier vínculo sobre el crédito incorporado, como la prenda, el secuestro o embargo, no tiene efecto, si no afecta también el título"[7] .

En conclusión, cabe destacar que las características esenciales de los títulos valores son aquellas que Vivante resumía en su definición como la necesidad, literalidad y autonomía de los títulos.

#### **4. El Concepto “Valores Negociables”**

El hecho de que los valores puedan ser representados a través de anotaciones en cuenta y de manera grupal nos obliga a la necesidad de referirnos a una categoría más general que la de títulos de crédito o títulos valores como lo es el concepto de “valores negociables”.

En efecto, en un primer momento la denominación “títulos de crédito” fue utilizada por la doctrina y legislación italiana y por el gran maestro Vivante, luego la doctrina alemana pretendió una denominación de contenido mayor que la de los títulos de crédito y las connotaciones que esta última expresión implicaba, llegando así a la de “título valor”. Esta última denominación fue rápidamente difundida en España de la mano de Garrigues.

Si bien existieron otras denominaciones en doctrina como ser por ejemplo la de “títulos circulatorios”, en lo que a nosotros nos interesa en este trabajo es sumamente relevante la expresión utilizada en la Ley N° 24/1988 del Mercado de Valores de España[8], y el Real Decreto 291/1992[9], y que finalmente nuestra legislación, a través del Decreto 677/01, adopta en el art. 2°, al referirse a las definiciones y hacer allí mención a los “valores negociables”.

En tal sentido, dice expresamente el art. 2 del Decreto 677/01: “... se entenderá por: Valores Negociables: A los “títulos valores” mencionados en el art. 17 de la Ley N° 17.811 y sus modificatorias, emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, a los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, a las acciones, a las cuotapartes de fondos comunes de inversión, a los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, a cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Son aplicables a los valores negociables todas las disposiciones de la Ley N° 17.811 y sus modificaciones relativas a los títulos valores”.

Como puede observarse la presente definición hace alusión a un concepto más amplio y genérico con la expresión “negociable” que incluye a valores agrupados en emisiones en serie, que ya no tienen necesariamente representación en un documento físico individual y particular, sino más bien en una anotación en una cuenta de registro grupal. Por ello, también se reemplaza la expresión “título” por la de “valor”.

Se pretendió mediante este concepto más amplio, proteger al inversor, debido a la gran cantidad de valores innominados o atípicos que han surgido en los últimos tiempos en los mercados financieros del mundo, como consecuencia de la autonomía de la voluntad, y en donde claramente el legislador buscó no limitar estos nuevos instrumentos que iban surgiendo en el mercado e inclusive poder incorporar todos aquellos que en el futuro pudieran seguir creándose. Creando así un concepto lo suficientemente amplio y abierto.

Tal es así que el art. 3ro. de nuestro Decreto 677/01 consagra expresamente el principio de libertad de creación de los valores negociables, sosteniendo al respecto lo siguiente: “Libertad de creación. Cualquier persona jurídica puede crear y emitir valores negociables emitidos o agrupados en serie para su negociación en mercados de valores de los tipos y en las condiciones que elija, incluyendo los derechos conferidos a sus titulares y demás condiciones que se establezcan en el acto de emisión, siempre que no exista confusión con el tipo, denominación y condiciones de los valores previstos especialmente en la legislación vigente. A los efectos de

determinar el alcance de los derechos emergentes del valor negociable así creado, debe estarse al instrumento de creación, acto de emisión e inscripciones registrables ante las autoridades de contralor competentes”.

En definitiva, y tal como fue expresado “ut supra”, lo importante es que tanto los valores representados cartularmente como los representados mediante anotaciones en cuenta, son derechos de contenido patrimonial incorporados a un documento o a un registro, con circulación y autonomía.

## **5. La Inmovilización de los Títulos Valores. Los Certificados Globales.**

Para referirnos a la inmovilización de los títulos valores, debemos en primer lugar hacer referencia a la creación de la Caja de Valores S.A. y decir que la misma tuvo lugar en un ambiente de títulos cartulares. En rigor la motivación inmediata para la creación de dicha entidad fue la introducción de la nominatividad obligatoria que imponía La Ley N° 20.643 en su art. 22, para implementar dicha nominatividad, la Caja de Valores y la inmovilización de los valores al portador existentes era un instrumento perfecto. Y si bien, este proceso, es decir el de la nominatividad obligatoria, luego abortó y tuvieron que pasar 21 años hasta llegar finalmente a la sanción el 21 de noviembre de 1995 de la Ley N° 24.587 y un intento previo del 31 de octubre de 1985 de la Ley N° 23.299 que duró 4 años hasta que fue dejada sin efecto por la Ley N° 23.697 del año 1989, sin embargo la institución (Caja de Valores) se preservó y fue de gran utilidad para otros temas y con otros motivos. Aún así, vale advertir que la inmovilización en Caja de Valores constituye en si misma una nominativización por el propio sistema operativo de la entidad.

De modo que aún cuando su obligatoriedad quedo por algunos años en suspenso, el efecto nominatividad se produjo de todas maneras.

Pero como decía hubo más, en lo que a este trabajo interesa, pues si bien el proceso de desmaterialización no había comenzado sin embargo si se logró con la Caja de Valores inmovilizar los valores cartulares y a partir de allí afectar su titularidad e implementar su circulación a través de anotaciones en cuenta.

Debe recordarse que en la época de creación de la Caja de Valores y durante los años que siguieron, la inflación, la alta inflación y a veces la hiperinflación constituyeron características permanentes de nuestra vida económica.

Por consiguiente, y a fin de paliar los efectos del fenómeno inflacionario sobre los estados contables de las empresas, de modo que los principios contables permitían reflejar mas certeramente el valor de los activos y pasivos de las empresas, se introdujo el revalúo contable de La Ley N° 19.742 según la evolución de los índices inflacionarios. Ello llevó a la necesidad de enormes emisiones de títulos cartulares generados por la capitalización de revalúo constante que afectaba los activos de las empresas.

En tal sentido, tenemos que por una parte la existencia de la Caja de Valores y la inmovilización de estas masas enormes de títulos cartulares, permitió sobrellevar eficientemente la circulación y el comercio de valores. Mientras que por otro lado el costo de estas emisiones dejó el escenario montado para una rápida desmaterialización (mucho más rápida que en muchos mercados centrales, como por ejemplo España) que se produjo a partir del año 1983 cuando la Ley N° 22.903 que reformó la Ley N° 19.550 introdujo el concepto de los títulos escriturales y de los certificados globales. Ahora bien, cuando esta innovación legal se introdujo ya existía en el

país un largo ejercicio del manejo de la circulación y la titularidad de los valores, mediante las anotaciones en cuenta, a través de la gestión de inmovilización llevada a cabo por la Caja de Valores.

### **5.1 Los Certificados Globales**

Si bien, conforme fuera expuesto precedentemente en nuestro país la inmovilización de los títulos valores se dio ya desde el año 1974 con la creación la Caja de Valores S.A., como una necesidad para paliar las circunstancias coyunturales de la época, lo cierto es que como bien ya dije nuestra legislación toma recién el concepto de certificados globales y escriturales en el art. 208 de la Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550 (LSC) con la reforma del año 1983, allí se estableció que las acciones podían ser representadas mediante “certificados globales” para su inscripción en el régimen de depósito colectivo, en el caso de sociedades autorizadas a la oferta pública.

Lo mismo hizo la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576 con la reforma de la Ley N° 23.962 (LON) al prever que las sociedades autorizadas a la oferta pública de sus valores pueden emitir certificados globales de sus ONs para su inscripción en regímenes de depósito colectivo.

Los certificados globales son títulos cartulares que representan la totalidad o partes sustanciales de una emisión, cuya atribución individual, se efectúa en definitiva a través de las anotaciones en cuenta, sobre la cual nos referiremos en el apartado siguiente, y en donde mediante un sistema integrado por el depositario de ese título global cartular que queda inmovilizado en ese depositario, y los sucesivos “mantos” de cuentas de custodios y subcustodios que se van abriendo se llega al real titular final del valor.

En efecto, de esta manera el certificado global queda anotado en una entidad de depósitos colectivos de títulos valores, como lo es en nuestro país la Caja de Valores S.A., y en donde esta última inscribe al certificado global y abre las cuentas y subcuentas que fueran necesarias para inscribir las adquisiciones y transferencias de los derechos contenidos en el global. A su vez, cada titular y/o cotitular que ha suscripto los títulos, debe contar con una cuenta comitente abierta a través de un depositante para poder inscribir y registrar las adquisiciones, transferencias, gravámenes o cualquier otra afectación de los derechos que realice.

Finalmente, estas entidades de depósito expiden certificados o comprobantes que acreditan la tenencia de los títulos valores, ya sea el “comprobante de la apertura de cuenta y de todo movimiento inscripto en ella al cual alude el inciso b) del Decreto 677/01” o bien el “comprobante del saldo de cuenta” a efectos de legitimar al titular a reclamar judicialmente, referido en el inciso e) del Decreto 677/01, que es objeto de estudio de este trabajo y sobre el cual nos referiremos con mayor detalle en los apartados siguientes.

En lo que aquí particularmente nos interesa, cabe destacar que el Decreto 677/01 en el inciso e) de su art. 4, es claro y contundente en cuanto a la expedición de comprobantes de valores representados en certificados globales, y conforme fuera expuesto precedentemente en nuestro país la Caja de Valores S.A. es una entidad administradora de dicho sistema de depósito colectivo como a la cual hace referencia el art. 4 inciso e), es más bien “LA ENTIDAD” pues es la única entidad al día de la fecha autorizada en nuestro país por la Ley N° 20.643 para cumplir dicha función, y que a su vez tiene también participación en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otras entidades.

En tal sentido, prevé expresamente el inciso e) del art. 4 del Decreto 677/01, en su parte pertinente, que: “Certificados globales. Se podrán expedir comprobantes de los valores representados en certificados globales a favor de las personas que tengan una participación en los mismos, a los efectos y con el alcance indicados en el inciso e). El bloqueo de la cuenta solo afectara a los valores a los que refiera el comprobante. Los comprobantes serán emitidos por la entidad del país o del exterior que administre el sistema de depósito colectivo en el cual se encuentren inscriptos los certificados globales. Cuando entidades administradoras de sistemas de depósito colectivo tengan participaciones en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otra entidad, los comprobantes podrán ser emitidos directamente por las primeras. En caso de certificados globales de deuda, el fiduciario, si lo hubiere, tendrá la legitimación del inciso e) con la mera acreditación de su designación”.

La participación de Caja de Valores S.A. en los depósitos colectivos extranjeros es de conocimiento público (en rigor Caja de Valores S.A. es el primer y hasta ahora único depósito latinoamericano con cuentas en Euroclear (1994), Clearstream (1993), DTCC (1995) e Iberclear (2001), el Comprobante de Saldo en cuenta que emite la Caja de Valores, indica precisamente esa participación, por ejemplo en el caso de “Euroclear”[10], se consigna en el texto del Comprobante la palabra EUR mientras que en el caso de “Depository Trust and Clearing Corporation”[11], se consigna DTC o bien en el caso de “Clearstream Banking” anteriormente denominada “Cedel Bank Societe Anonyme”[12], se consiga aún hoy CED.

De allí que cuando un depositante así lo solicita, la Caja de Valores, esta en condiciones de emitir el Comprobante de Saldo, al cual alude el Decreto 677/01, y ello implica una certificación de Caja de Valores de que ella a su vez es titular de una participación en el certificado global del valor negociable en cuestión, pues de no ser así no podría emitir dicho Comprobante de Saldo.

En cuanto, a la participación de Caja de Valores en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otras entidades, nuestra jurisprudencia a dicho al respecto que: “Contar con ese comprobante hace presumir la calidad de titular de ON. Súmase a ello la autenticidad del comprobante que da cuenta la contestación de oficio de fs. 659. El Decreto Ley N° 677/01 que rige la materia contempla en su art. 4, inc e) la posibilidad de expedir comprobantes de saldo de cuenta, ello a fin de legitimar al titular para hacer valer judicialmente sus derechos, incluso mediante acción ejecutiva resultando el comprobante expedido suficiente título sin necesidad de ninguna autenticación. Sabido es que la Caja de Valores tiene participación en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otra entidad, y en éste caso, de conformidad con lo dispuesto en el último párrafo del inc. e del art. 4 Decreto Ley N° 677/01 el certificado puede ser emitido directamente por ella”[13].

Asimismo, cabe resaltar que el Decreto no exige la complementación del Comprobante de Saldo que consagra como título para acreditar la titularidad y abrir la vía ejecutiva, con una certificación de la entidad en la que la Caja de Valores tuviera la participación en el certificado global.

En efecto, el inciso e) del mencionado art. 4 del Decreto, es claro y contundente cuando prevé: “...para lo que será suficiente título dicho comprobante sin necesidad de autenticación u otro requisito”. Por consiguiente, como el Decreto no lo exige, no hay necesidad de un requisito adicional de acreditación de la participación de la Caja de Valores en el certificado global, como muchas veces lo pretenden las emisoras cuando son ejecutadas por ONs impagas, tal como lo veremos con mayor detenimiento cuando tratemos específicamente las defensas planteadas generalmente por las emisoras de ONs.



En consecuencia, y si bien los certificados globales tienen un sustrato físico por lo que en tal sentido son cartulares, su régimen difiere en lo sustancial de los cartulares tradicionales y se identifica como lo veremos a continuación con el régimen de los valores desmaterializados en donde lo que importa son las anotaciones en cuenta.

## **6. Las Anotaciones en Cuenta. La Desmaterialización de los Títulos Valores.**

Fue también la LSC en su art. 208 la que autorizó que las acciones, a las que denominó escriturales, puedan ser representadas mediante inscripciones en anotaciones en cuenta y por su parte la LON quien incorporó las obligaciones escriturales.

Así, los registros de titularidad tanto de las acciones como de las ONs emitidas escrituralmente han sido generalmente confiados a la Caja de Valores.

A diferencia de la representación por medio de Certificados Globales que solo pueden utilizar aquellas sociedades que tienen autorización para hacer oferta pública de sus valores negociables, el sistema de representación por la anotación en cuenta o escritural puede ser utilizado por cualquier persona autorizada a emitir acciones u obligaciones, es decir la sociedad anónima cerrada puede utilizar este último mecanismo de representación.

Si bien, en el apartado precedente me referí a los “Certificados Globales”, lo cierto es que en realidad frente a esta problemática se han desarrollado dos líneas de soluciones, una sajona y otra europea, que terminan coincidiendo en el efecto primordial que hace que la constitución, transmisión, modificación y extinción de los derechos sobre los valores negociables, acontezca mediante el exclusivo arbitrio de anotaciones en cuenta.

La línea norteamericana, sajona, apuntó a la creación de los llamados certificados globales, como ya vimos son títulos cartulares que representan la totalidad o partes sustanciales de una emisión, cuya atribución individual, se efectúa en definitiva a través de las anotaciones en cuenta (“book entry” es la expresión sajona), que se realiza mediante un sistema integrado por el depositario de ese título global cartular que queda inmovilizado en ese depositario, y los sucesivos “mantos” de cuentas de custodia y subcustodios hasta llegar al real titular final del valor.

La línea europea apuntó a la desmaterialización total es decir recurriendo a las anotaciones en cuenta sin la existencia de ningún sustrato físico, como medio para la constitución, modificación, transmisión y extinción de derechos sobre los valores negociables. A este mecanismo se lo ha llamado desmaterialización.

Sin embargo, tanto la inmovilización como la desmaterialización, acaban en un mismo procedimiento para la creación, transmisión, modificación y extinción de derechos sobre los valores negociables, que son las anotaciones en cuenta ya referidas, con total prescindencia del título físico, aun en los casos en que existe como es en los supuestos de inmovilización. De ahí que pueda concluirse que si bien los certificados globales tienen un sustrato físico y en tal sentido son cartulares, su régimen difiere en lo sustancial de los cartulares tradicionales, se aparta de ellos y en cambio se identifica totalmente con el régimen de los valores desmaterializados, escriturales, ya que como en éstos, y a diferencia de aquellos, lo único relevante son las anotaciones en cuenta.

No obstante la representación diferenciada (cartular o registral), Villegas expresa: “Cualquiera sea el medio de representación que se utilice, sea el papel (acciones o valores de deuda cartulares) o sea una anotación registral (sistema de anotaciones en cuenta), ese derecho de crédito se “incorpora” jurídicamente a un soporte material o físico. Y decimos que se trata de una incorporación “jurídica” y no “material”, porque en el caso de los valores representados mediante anotaciones en cuenta esa “incorporación” no es perceptible físicamente, sino mediante un mecanismo de aprehensión “intelectual” cuya interpretación debe referirse necesariamente a un ordenamiento legal”[14].

Coincidentemente, Paolantonio manifiesta: “Casi sin excepciones, se coincide en que el fenómeno técnico de la desmaterialización no altera sustancialmente la definición de la categoría jurídica, no pudiendo elevarse la idea de incorporación del derecho al documento a un elemento esencial, sino puramente instrumental”[15].

Sentado lo expuesto, cabe destacar que en la emisión de un certificado global, como sucede en la gran mayoría de las emisiones de obligaciones negociables con colocación en los mercados de capitales internacionales, dicho principio de la relevancia excluyente de la anotación en cuenta, juega un rol preponderante en la instrumentación de dicha emisión de deuda. Así, el certificado global representa una pluralidad de títulos individuales.

Emitido el certificado global, cuyas cuestiones de forma y contenido están sujetas a las disposiciones del art. 7 de la LON conforme lo exige el art. 30 de la LON[16], éste debe incorporarse necesariamente, a algún sistema de depósito colectivo o custodia.

Ingresado el certificado global en un régimen de depósito colectivo dado, las transferencias futuras (así como toda otra alteración del valor) son asentadas mediante anotaciones en cuenta de los participantes, que en muchos de los casos no son los titulares finales de las obligaciones negociables sino bancos o intermediarios del mercado[17].

Esta solución es también la que consagra, como vimos, el art. 208 de la LSC, cuando refiriéndose a la posibilidad de emitir acciones mediante certificados globales, determina que las sociedades autorizadas a la oferta pública pueden hacerlo “...para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles (se refiere a los títulos globales)”. Y ¿por qué la necesidad de que cuando se emite un certificado global sea depositado en un régimen de depósito colectivo?. No es por un capricho burocrático, es porque toda la idea es que el valor físico, cartular, pierda relevancia a los fines de la creación, transmisión, alteración y extinción de derechos sobre el valor, y que lo único relevante a esos fines sean las anotaciones en cuenta del depositario y/o de quienes participen en él. De ahí el énfasis de la ley al determinar que para ello los títulos globales se considerarán, “definitivos, negociables y divisibles”. En fin, todo idéntico a los escriturales y sustancialmente diferente a los cartulares tradicionales.

Es decir que sobre la base de tal certificado global, que efectivamente, es de tipo cartular (y que sí debe reunir los recaudos del art. 7 de la LON) pero no en la forma tradicional sino con las características ya descriptas, se produce una desmembración escritural (propia del fenómeno de la desmaterialización) del mismo en función de la cantidad de sujetos que suscriben partes alícuotas representativas del cartular. Así, a los suscriptores, se les acredita en una cuenta o registro informático sus derechos de participación sobre el certificado global.

Consecuentemente no resulta aplicable, la previsión del art. 7 de la LON en cuanto establece los requisitos que debe contener el título, pues el único título emitido en forma cartular (nos

referimos al “certificado global”) que debe contener tales especificaciones, es dicho certificado global el que incorpora y representa las ONs por un valor determinado.

Si bien en el Capítulo Cuarto, me referiré específicamente a la ejecución judicial de la ONs, simplemente me limitaré aquí a decir que de lo expuesto en los párrafos anteriores, surge que no es necesario acompañar el cartular correspondiente a las ONs que se ejecutan, es más ello sería por una parte imposible pues representa no solo los derechos de una persona en particular, e impropio por ser esto impropio del régimen de los certificados globales como valores anotados en cuenta. Como adelantamos, y a los efectos de acreditar la participación en dicho certificado global, basta con la constancia expedida por la Caja de Valores S.A. en los términos del art. 4, inc. e) del Decreto. Dándose así por cumplida la exigencia de exhibición del título hábil conforme lo exige la disciplina cambiaria sin que sea exigible ningún otro requisito.

En suma queda claro entonces que a través de la inmovilización de un título global o de su desmaterialización, se procede a “desmaterializar” valga la redundancia, la creación, transmisión, alteración y extinción de derechos sobre los valores negociables, restringiéndola al ámbito de las anotaciones en cuenta del depositario del global y/o de los custodios que en él participan.

### **7. ¿Que Entendió la Doctrina Sobre el Denominado “Fenómeno” de la Desmaterialización de los Títulos Valores?**

Conforme fuera expuesto precedentemente, el concepto tradicional y la definición clásica de los títulos de crédito dada por Vivante y la doctrina alemana, sufrieron una profunda transformación con el fenómeno de la desmaterialización.

En tal sentido, y en estrecha relación con la materia objeto del presente trabajo, Villegas Carlos G., cita a los autores Hueck-Canaris, quienes refiriéndose a la representación de los valores de deuda alemanes mediante certificados globales, decían que “el fenómeno de la desmaterialización como de “desincorporación”, en el sentido que la representación mediante un documento colectivo o anotaciones contables implican un retroceso o debilitamiento de la incorporación o materialización, porque en lugar de un título concreto, a los titulares les corresponde una cuota ideal en una cosa común. Señalando que los títulos valores han perdido en amplia medida su función más importante, de la legitimación del titular frente al deudor, y el ejercicio del derecho ya no se realiza mediante la presentación del documento y su posesión es un requisito que tiene un sentido muy reducido. Y que el legislador ha legalizado la posibilidad de representación de muchos títulos individuales en un “documento colectivo”, por lo que si esa posibilidad se utiliza, la “desincorporación” alcanza su punto más elevado: el titular carece ya de la posibilidad de tener en sus manos “su” acción o “su” obligación y su derecho se limita a una cuota ideal en la propiedad común sobre un documento colectivo que jamás llega a ver”[18].

Rápidamente y de manera generaliza se aceptó que los títulos valores en serie reemplazaran el documento cartular por el sistema de anotaciones en cuentas inscriptas en un registro, así sucedió en Alemania, Francia, en la propia Italia, España y en la Argentina en el año 1983, desligando al título valor del documento y del papel escrito que contiene un derecho de crédito, llegando así a los títulos desmaterializados.

El motivo del reemplazo del régimen cartular por valores negociables no cartulares se debió a la necesidad de brindarle una mayor seguridad a los inversionistas, en todo lo relacionado a la titularidad, transmisión y velocidad en las transacciones que como consecuencia de los avances tecnológicos estaban en condiciones de reemplazar al papel.

Justamente el incremento de las operaciones en los mercados financieros del mundo y la celeridad que estos negocios demandaban hicieron que el papel y los documentos individuales no estuviesen ya a la altura de las circunstancias y se necesitaran de nuevas herramientas.

Al respecto, decía Garrigues citado por Villegas C., que: "La manipulación de tales documentos para su depósito, para su pignoración y para su transmisión provoca una serie de mutaciones en el espacio y una serie de anotaciones de números que dan lugar a múltiples errores, los cuales aumentan cada vez más cuanto más frecuente son las operaciones que a los títulos se refieren, con la consecuencia de inevitables dilaciones"[19].

Es sumamente interesante, lo que sostiene Alegría, cuando citando a autores extranjeros como Roblot y Salomón, dice: "En efecto, como dice Roblot, asistimos en cien años a la "grandeza y decadencia de la noción de título", pues "un siglo más tarde, este gran invento del capitalismo declina rápidamente ante el empleo de nuevas técnicas. La informática, que implica la desaparición del soporte papel, provoca una nueva revolución". Revolución, con todo lo que ello significa, que si bien fue precedida de cierta evolución, no por ello deja de tener el primer calificativo. Agréguese que la "desmaterialización" "constituye, en mi íntima convicción, una de las técnicas del futuro"[20].

Ahora bien, tal como lo veremos al desarrollar la característica esencial de la "necesidad" de los títulos valores conforme la definición de Vivante, el hecho de la representación de los derechos de crédito emitidos en serie o agrupados en emisiones mediante anotaciones en cuenta no implicaba necesariamente que estemos frente a una nueva categoría jurídica y que por consiguiente debamos regirnos por un régimen jurídico distinto al de los títulos valores. Ello por cuanto, en lo sustancial el régimen sigue siendo el mismo, a pesar de que reemplacemos o cambiemos el soporte de esos derechos, pasando de un soporte físico cartular a un sistema de registración y anotación contable.

En tal sentido, cabe recalcar lo que ha dicho al respecto el profesor español Luis de Angulo Rodríguez, quien señalando las opiniones de Bercovitz y Rojo Fernández del Río decía "para quienes el régimen de representación mediante anotaciones en cuenta implica únicamente la sustitución de un soporte cartáceo por otro soporte más moderno y ágil, donde la anotación en cuenta constituiría una clase de incorporación del derecho de crédito no documental legalmente establecido. Pudiendo, en tal sentido, seguir concibiéndose el derecho como incorporado a este nuevo soporte, con el régimen jurídico propio de los títulos valores aun cuando se aplique a valores sin título entendido como equivalente a documento de papel. Luego de analizar las normas jurídicas de la Ley de Mercado de Valores española, el profesor Angulo Rodríguez llega a la conclusión de que "el examen del régimen aplicable a la emisión, circulación y ejercicio de los derechos de créditos representados mediante anotaciones en cuenta, con carácter general en la LMVa, conduce más a una concepción de los valores anotados como valores sin título pero sometidos con las consiguientes variantes a la misma disciplina dogmáticamente construida para los títulos valores, como un estadio en su evolución y desarrollo, que a su concepción como aparición de una especie nueva, los derechos-valores, a la que haya de dotarse de una nueva y específica disciplina"[21].

Finalmente, el mencionado autor español concluye manifestando que entiende en coincidencia con Bercovitz, que la inclusión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta en la categoría de los títulos valores en sentido amplio, no conlleva en España dificultades terminológicas ni conceptuales de importancia. Por cuanto, la representación mediante título o documento de papel o mediante anotación en cuenta o documento contable en soporte informático, son dos formas de instrumentación o documentación que no afectan a la esencia de

esos valores, a las funciones que desarrollan, ni a las exigencias que implican en aras de la seguridad jurídica de su tráfico. Luego agrega, citando a Eizaguirre, que no debe perderse de vista el carácter de simple medio técnico asumido por el documento, lo que hará secundario que ese documento sea un título de papel o una anotación en un registro contable informatizado.

Por su parte, A. Rojo Fernández del Río, también citado por Villegas, sostiene al respecto que "...la incorporación documental no agota las posibilidades de incorporación. El crédito -el valor- no queda desincorporado, sino incorporado a una base física distinta del documento. Al lado de la incorporación documental -cuyo ámbito será mayor o menor según el concepto de documento que se tenga- existe una incorporación inmaterial. Si la incorporación documental es una incorporación material, la incorporación a una anotación en cuenta es una incorporación inmaterial"[22].

Al respecto, y en coincidencia con lo que sostiene al respecto Villegas Carlos G., considero que no es necesario recurrir a la expresión "incorporación inmaterial" tal como lo hace Fernández del Río, pues en el caso de anotación en cuenta sí existe un soporte físico, el registro respectivo, y ello va más allá de que sea manual o informático en tanto la incorporación sigue siendo material o documental.

En consecuencia, a pesar de que reemplacemos o cambiemos el soporte físico cartular por un sistema de registración y anotación contable, en lo sustancial el régimen sigue siendo el mismo, pues lo que ha sucedido no es más que una adaptación y modificación del concepto tradicional del título valor a las nuevas circunstancias que se han dado en la práctica de los negocios y de los mercados financieros mundiales. ¿Y porque decimos que en lo sustancial el régimen sigue siendo el mismo? Por la sencilla razón de que se mantiene el conjunto de derechos inherentes al propio valor como ser por ejemplo: (i) la inscripción contable de valores en favor de una determinada persona lo que denota la presunción de una propiedad legítima de ese título valor, (ii) la transferencia contable de valores aunque sea electrónica equivale a la transmisión del título con todos sus derechos como si se tratase de un endoso, (iii) la exhibición física o informática de los certificados o comprobantes emitidos por parte de las entidades que llevan el registro de los títulos valores permite el ejercicio de los derechos, pudiendo así disponer libremente de ellos, vendiéndolos, prendándolos, o bien legitimando como en el caso del "comprobante del saldo de cuenta" para accionar judicialmente.

Es interesante lo que sostiene Alegría al respecto, cuando señala: "El camino que nos queda por delante se bifurca. Debemos optar ante dos alternativas, que con rigor no son necesariamente contradictorias o excluyentes. En efecto, podemos elegir diseñar una teoría general de la cual desplazamos ciertos elementos que, considerados antes "esenciales", ahora pasan a ser anecdóticos o, en puridad, propios sólo de una especie de créditos circulantes. Es decir, para la hasta ahora llamada con acierto teoría general, reservamos los caracteres típicos comunes, haciendo de ella la continente del género. O bien, al contrario, elaboramos una teoría aplicable a los títulos "desmaterializados", en la cual tienen cabida los principios que se adecúan a la nueva realidad técnica, descartando los incompatibles. Es decir, elaboramos una teoría general de la especie de los títulos desmaterializados. Sin embargo, pronto caemos en la cuenta de que este último trabajo queda; en alguna medida, como incompleto. Ello es así porque habremos descubierto, con la nueva categorización de la especie, los elementos comunes con los títulos-valores materiales, pero dejado en la hasta ahora llamada teoría general de éstos, a esos mismos elementos comunes y a los particulares de la especie. La única conclusión es que los elementos comunes a ambas forman parte de la "redefinición de la categoría", es decir, de los esenciales al género que comprende ambas clases de derechos circulantes, mientras que cada categoría específica puede elaborar otros principios -contingentes al género- propios de cada sector"[23].

## **8. Características Esenciales de los Títulos Valores Según la Doctrina Clásica. Noción Actual de Dichas Características de Acuerdo a las Nuevas Prácticas de los Mercados Financieros.**

### **8.1. Necesidad:**

Sobre la necesidad de poseer el documento podemos decir que es la característica esencial a la cual hace referencia la doctrina clásica y tiene que ver con la necesidad, valga la redundancia, de la posesión del documento para adquirir la titularidad de los derechos creditorios que en él constan. Es decir, para poder ejercer tales derechos es necesario presentar el documento, mientras que para transmitir esos derechos se necesita entregar física y materialmente el documento al nuevo adquirente. Hay una conexión especial entre los títulos valores en sí mismos y el derecho que de él surge.

Al respecto, decía Garrigues “que en esta materia el nacimiento del derecho puede o no ir ligado a la creación del título, pero el ejercicio del derecho va indisolublemente unido a la posesión del título y ello es consecuencia de que en los títulos valores el derecho y el título están ligados en una conexión especial, distinta de la propia de los demás documentos”[24] .

Ahora bien, tal como lo venimos mencionando en el presente trabajo, debemos advertir que esta característica de la posesión del título, como la entiende la doctrina clásica, y que alude al documento como elemento físico imprescindible para ejercer el derecho, se encuentra ya desde hace tiempo en crisis, y de cierta manera ha sido remplazado con el surgimiento de títulos valores representados colectivamente en un certificado grupal y con el sistema de anotaciones en cuenta inscriptas en un registro, producto tanto del fenómeno de la inmovilización como de la desmaterialización sobre los cuales nos hemos referido precedentemente en los apartados anteriores.

En efecto, con el auge de la aceptación y difusión del régimen de los depósitos colectivos de los valores en el mundo y en especial con el sistema de representación mediante las anotaciones en cuenta, la posesión del documento y su presentación, fue sustituida por un comprobante que acredita la inscripción del derecho en el registro respectivo. Por consiguiente, esta característica de la necesidad de poseer el título fue reemplazada en el caso de los valores anotados en cuenta por la registración, y la inscripción en ella de cualquier transferencia y/o gravamen.

De esta manera la inscripción suple la posesión del valor cartular y le basta al titular inscripto en el registro acreditar su derecho a través del certificado de titularidad, o bien de los comprobantes de apertura de cuenta y de movimientos allí inscriptos entregados por las entidades encargadas de llevar dichos registros, como por ejemplo en nuestro país la Caja de Valores S.A., o en su caso mediante la expedición, del comprobante de saldo en cuenta, en los términos ya sea del inciso b) o e) del Decreto 677/01, respectivamente.

Como ya hemos mencionado anteriormente, el hecho de la representación de los derechos de crédito emitidos en serie o agrupados en emisiones mediante anotaciones en cuenta, no implica necesariamente que estemos frente a una nueva categoría jurídica y que por consiguiente debemos regirnos por un régimen jurídico distinto al de los títulos valores. Pues, en lo sustancial el régimen sigue siendo el mismo, mas allá del hecho de que estemos reemplazando o cambiando el soporte de los derechos incorporados pasando de un papel cartular a un sistema de registración y anotación contable.

En tal sentido, viene al caso señalar lo sostenido por Alegría, cuando dice que: “Basada la teoría Jurídica del “título-valor” en la existencia de título, como documento, lo primero que asalta a la investigación jurídica es averiguar si la técnica informática permite descubrir la existencia de un “documento informático”(…) Es cierto que ese “documento informático” tiene caracteres distintivos del que tradicionalmente conocíamos, pero es claro que la identidad no se puede exigir de un fenómeno técnicamente revolucionario. Hacerlo sería dar espaldas a la realidad, ignorarla. Será difícil establecer su “materialidad”, así como las nociones de posesión, tradición, autenticidad material, etc. Nacerán otras realidades, como la autoría, la pertenencia, etc. Sin embargo, hay un dato del cual podemos partir con bastante seguridad. Así como en los “títulos-valores” tradicionales se parte de un documento, ocurrida su “desmaterialización” por no existir esa clase de documento, aprehendemos otra noción de “documento” (el documento informático) que sirve de sustento a la nueva construcción”[25] .

## **8.2. Literalidad:**

Respecto a esta otra característica distintiva de la definición del maestro italiano Vivante, cabe destacar que el derecho que lleva consigo el título en esa integración e identidad con el documento, es literal, en cuanto aporta certeza acerca de la naturaleza, contenido y modalidades de la prestación prometida. Siendo a su vez el límite de la oposición de excepciones al tenedor legitimado ya que no se le pueden oponer otras excepciones que las que surgen del propio título.

En tal sentido, el maestro italiano decía que: “El crédito existe en la medida determinada en el título; ninguna excepción, ninguna limitación puede restringir su texto contradiciendo sus palabras, que fundó la legítima expectativa de su poseedor: cada acto jurídico enderezado a, restringir el texto del título, como el pago parcial del crédito, debe resultar del propio título. Todo acto dirigido a detener la circulación, como el secuestro o la prenda, debe constar en el título; mientras tanto circula, lleva consigo el derecho que está mencionado en su integridad literal”[26].

Es decir, el derecho que lleva consigo el título, es literal, pues su medida y alcance está dada por el tenor o los términos que el título contiene o enuncia, fijando así con claridad y precisión el límite de los derechos del acreedor y de las obligaciones del deudor. De modo tal que ni el acreedor puede pretender más derechos de los que menciona el título ni el deudor puede pretender una prestación menor a la expresamente indicada en el documento o con distintas modalidades.

Al respecto, Paolantonio sostiene que: “La literalidad del derecho significa que el tenor de las declaraciones incluidas en el documento señalan el contenido, y al mismo tiempo los límites, de la pretensión del portador”[27].

Por su parte, Muñoz[28] señalaba sobre el particular que la literalidad significa que únicamente lo que aparezca en el título puede influir sobre el derecho incorporado; por consiguiente la literalidad delimita ese derecho conforme con el tenor del documento, y salvo en el caso de la exceptio doli, no pueden oponerse, en principio, excepciones derivadas de negocios que no consten en el documento. En consecuencia, la literalidad, circunscribe el derecho incorporado, lo hace cierto, y los negocios extracontractuales quedan netamente diferenciados. Por ello, no es posible oponer a los terceros las excepciones derivadas de aquéllos, y los terceros tampoco pueden invocar derechos que se basen en ellos.

La literalidad está íntimamente ligada a la formalidad de los títulos, ello por cuanto los títulos valores son formales y como tales están sometidos a ciertas reglas en cuanto a su contenido extrínseco que hacen a su existencia. A su vez, esta formalidad les da a los títulos seguridad y certeza, fijando así el límite exacto de los derechos y obligaciones que de él derivan, características estas de la literalidad.

Ahora bien, tal como lo enunciamos anteriormente al referirnos a la característica (i) Necesidad, el surgimiento de las anotaciones en cuenta, viene de cierta manera también a revolucionar el concepto de literalidad de la doctrina clásica. En este sentido, Villegas Carlos G. se pregunta “¿En qué consiste la "literalidad" de los derechos valores representados por anotaciones en cuenta? De acuerdo con el régimen legal establecido por el Decreto 677/2001 (art. 4), la titularidad, contenido y alcance de los derechos del titular del valor debe surgir del registro respectivo. Eso surge sin dudas del texto del primer párrafo del art. 4° y su inciso a: "...a los valores anotados en cuenta se les aplicará el siguiente régimen legal: a) La creación; emisión; transmisión o constitución de derechos reales, los gravámenes, medidas precautorias y cualquier otra afectación de los derechos conferidos por el valor negociable se llevará a cabo mediante asientos en registros especiales que debe llevar el emisor o, en nombre de éste una caja de valores autorizada, o bancos comerciales o bancos de inversión, o agentes de registro designados, y producen efectos legales desde la fecha de tal inscripción”[29].

En consonancia, sostiene Alegría que: “La noción de literalidad se redefine (o bien toma otra dimensión). No se trata de lo escrito ni de aquello a lo cual reenvía un documento escrito. Se tratará simplemente de las pautas objetivas de referencia del derecho concedido al portador legitimado, que surjan de alguna manera conocible por éste y obligatorias para los deudores. La legitimación, concepto tan claro al punto que sobre él construyen algunos la base del título desmaterializado, pierde su apoyatura clásica. En efecto, hasta hoy cualquiera fuere la forma de circulación de los títulos, todas ellas parten de la base de la existencia de un elemento real; la tradición del documento. Ella será suficiente en los títulos al portador, requerirá además una investidura formal en el título en los documentos a la orden o necesitará de esa investidura por medio del "transfert" en los nominativos. En los títulos o derechos desmaterializados, precisamente el elemento real desaparece como tal y son las investiduras técnicas (¿podremos llamarles informáticas?) las que proveerán el concepto de legitimación y consecuentemente, según los casos, el de titularidad”[30].

Por su parte, al referirnos a la literalidad de los títulos valores debemos hacer también una breve mención a la clasificación de los títulos valores en abstractos y causales. Para ello considero que es sumamente ejemplificadora la posición de Vivante al respecto al señalar que “La índole abstracta del crédito no es por lo tanto esencial ni connatural al título de crédito; quien lo diga confunde la naturaleza literal, que no falta jamás, con la naturaleza abstracta, que no se verifica sino por disposición excepcional de la ley”[31].

Conforme lo expuesto precedentemente, debemos partir de la base que aún en los títulos abstractos, existe una causa, pues nadie se obliga sin razón, la diferencia entre los títulos abstractos y los causales, pasa por la mayor o menor conexión que el texto del título valor exhiba respecto de esa causa, es decir de la relación subyacente, en tanto esta causa o relación subyacente quede o no fuera del título o bien circule o no con ella. Así, si el título valor exhibe una estrecha conexión con el negocio subyacente, estamos ante un valor causal como por ejemplo sucede con las Obligaciones Negociables dado los términos en que las mismas suelen ser emitidas y la redacción de las condiciones de emisión, pues por ejemplo en el caso de los “promissory notes” del derecho sajón los mismos son mucho más completos y de cierta manera independientes del negocio jurídico subyacente, mientras que si el valor no exhibe conexión alguna estamos ante un valor abstracto como es el caso de la letra de cambio, pagaré y el cheque.



### **8.3. Autonomía:**

Finalmente, la autonomía es la otra de las características enunciadas por Vivante en su clásica definición sobre los títulos de crédito. Decimos al respecto que el derecho que se encuentra incorporado al título es un derecho autónomo, es decir se trata de un derecho nuevo, originario, no derivado, independiente del derecho de su antecesor y que el tenedor del título no puede ser molestado con defensas vinculadas al anterior propietario del título.

Es decir, al último adquirente no se le pueden oponer defensas fundadas en las relaciones personales del deudor con el anterior propietario del título o con el primer beneficiario.

Por su parte, cabe aclarar que si el tenedor del título valor lo adquirió de mala fe, este principio de la autonomía desaparece y en consecuencia las excepciones personales, la “exceptio doli” podrían ser planteadas. De hecho el propio art. 4 del Decreto 677/01 prevé al respecto en el segundo párrafo del inciso e) que: “El tercero que adquiera a título oneroso valores negociables anotados en cuenta o escriturales de una persona que, según los asientos del registro correspondiente, aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con dolo”.

Nuestra doctrina, en este caso Muñoz, ha dicho sobre el particular que: “Por autonomía se entiende que el tercer adquirente del título adquiere el derecho incorporado libre de posibles excepciones personales que puedan existir contra los portadores anteriores del título”, luego este mismo autor citando a Legón, continúa diciendo que: “el concepto de autonomía no puede significar otra cosa que la condición de independencia de que goza el derecho incorporado al documento”[32].

Por consiguiente, esta característica de la autonomía de los títulos valores es realmente muy importante y distintiva, pues a quien de buena fe le es transferido un título valor adquiere un derecho nuevo, original y distinto, que es totalmente independiente del derecho de su antecesor e implica que al tenedor del título no le pueden oponer defensas fundadas en las relaciones del anterior tenedor.

Ahora bien, y como para culminar de desarrollar esta característica de los títulos valores, cabe citar a Alegría, quien sostiene al respecto lo siguiente: “...sugerimos que el carácter que surge como verdaderamente sustantivo, es el de autonomía. Con o sin documento en sentido clásico, queremos rescatar que cada nuevo titular del derecho sea inmune a la posición (y eventuales defensas) de los anteriores”[33].

## **III. Capítulo Tercero: Nociones Básicas de las Obligaciones Negociables [arriba]**

### **9. Concepto y Naturaleza Jurídica de las Obligaciones Negociables.**

La emisión de ONs es un medio de financiación mediante el cual se decide recurrir al ahorro privado o público para financiar las actividades e inversiones que puede llegar a tener el sujeto emisor. Se trata de una forma de financiamiento externa, donde se procura obtener recursos de terceras personas, es decir ajenos al emisor, ya sea a corto, mediano o largo plazo, ampliando así la base de financiamiento de la empresa.

Las ONs son entonces una forma de contraer deuda instrumentada mediante la emisión de títulos en masa, seriados, emitidos por determinados sujetos expresamente autorizados por la LON en su art. 1º y que otorgan al tenedor de dicho título el derecho al reembolso del capital suscripto e intereses conforme los plazos y condiciones pactados en las condiciones de emisión de las ONs.

Así, en el caso de que la emisora sea una sociedad anónima que decida hacer una emisión con oferta pública, pues puede también hacer una emisión de manera privada o fondearse en el sistema financiero, obtendrá financiamiento a través del mercado de capitales, y el tenedor de la ONs se convertirá en acreedor de la sociedad emisora.

En cuanto, al marco normativo de las ONs en nuestro país contamos con una normativa propia como lo es la Ley N° 23.576 modificada por la Ley N° 23.962 (LON), aunque existen otras normas que son de aplicación como lo es el Decreto Reglamentario de la LON, que en realidad luego de la sanción de la Ley N° 23.952 quedó prácticamente sin vigencia, la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales (LSC), las Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV) para aquellas ONs con oferta pública y el Decreto 677/01.

La LON no da una definición de las ONs, se limita a normar la figura, por consiguiente fue nuestra doctrina quien se ha encargado de ello.

En tal sentido, se ha las ha definido a las ONs como: “título valores, instrumentados en forma cartular o en constancias de registraciones escriturales, representativas de un empréstito generalmente a mediano o largo plazo, emitidos en masa por determinadas personas jurídicas autorizadas a ello por la L.O.N., y que otorgan a su titular el derecho al reembolso del monto suscripto e intereses en el o los plazos establecidos en las condiciones de emisión”[34].

Por su parte, Kenny[35] ha dicho al respecto que: “la obligación negociable es un valor mobiliario emitido en masa por una persona jurídica, representativo de un empréstito, generalmente a mediano y largo plazo” mientras que Yomha las ha calificado como “un título en serie, reglamentado legalmente, que incorpora un derecho de crédito que posee su titular respecto de la emisora”[36].

También se ha definido a las ONs sostenido que es un: “título valor causal, representativo de deuda, emitido en serie por un sujeto autorizado conforme al artículo 1º de la L.O.N., y dotado de fuerza ejecutiva para su cobro”[37].

Esta definición de Paolantonio, refiere en su parte final el objeto central del presente trabajo, la fuerza ejecutiva de la cual está dotada la ONs para su cobro. Dicha definición, en realidad resalta lo normado por el propio art. 29 de la LON en su primer párrafo “Los títulos representativos de las obligaciones otorgan acción ejecutiva a sus tenedores para reclamar el capital, actualizaciones e intereses y para ejecutar las garantías otorgadas”.

En efecto, la LON en el art. 29 protege el derecho al cobro individual del tenedor de la ONs, demostrando así un interés del legislador en resguardar al acreedor del valor negociable e incentivando con dicho resguardo el uso de este tipo de herramientas de financiamiento por parte de inversores individuales en el mercado de capitales. En el apartado nro. 11 nos referiremos particularmente sobre este art. 29 de la LON y su importancia.

Por último, y como para ir culminando el tema en lo que hace a las definiciones de las ONs, considero interesante citar a Villegas Carlos G., quien sostiene al respecto que “las obligaciones son derechos patrimoniales circulatorios y autónomos, emitidos en serie como valores negociables, que confieren a su titular derecho a una prestación dineraria a cargo de la emisora

y otros derechos que derivan de su calidad de obligacionista o participe de un contrato de inversión financiera celebrado con la emisora”[38].

Surge de esta última definición el concepto de valor negociable, sobre el cual ya nos hemos referido en el presente trabajo en el Capítulo Segundo, estamos adoptando la definición dada por el art. 2º del Decreto 677/01, y me limitaré aquí simplemente a decir que al hacerse alusión a dicha denominación se resalta que este tipo de valores tratan sobre derechos patrimoniales con una gran circulación y que es justamente esta última la característica necesaria para que estos créditos colectivos puedan cumplir con las necesidades actuales de los mercados financieros mundiales, dando facilidad, seguridad, certeza y liquidez a las transacciones individuales que van surgiendo en cabeza de cada uno de los tenedores de dichas ONs.

Por su parte, estos derechos patrimoniales gozan también de autonomía, por cuanto el tenedor se halla vinculado solo con el emisor de los valores a través de las condiciones de emisión, cada derecho es independiente de los otros que integran la emisión, no hay copropiedad, y no existe responsabilidad de regreso entre los sucesivos titulares. Por consiguiente, el tenedor de buena fe que transmite o adquiere las ONs, esta totalmente desvinculado respecto de las vicisitudes personales originadas en el negocio de suscripción subyacente o en el negocio de transferencia posterior de los valores.

En efecto, y tal como fuera expresado oportunamente en el presente trabajo, el Decreto 677/01 en su art. 4 inciso e) segundo párrafo prevé que si el tenedor del valor lo adquirió de mala fe, este principio de la autonomía desaparece y las excepciones personales podrán ser planteadas.

## **10. Características Sobresalientes de las Obligaciones Negociables.**

Dentro de las características sobresalientes de las ONs podemos señalar las siguientes:

(i) Como ya lo manifestamos al comienzo del presente capítulo las ONs son títulos típicos, pues conforme se mencionó cuentan con una normativa específica como la LON además de las Normas de la CNV en el caso de las que tienen oferta pública y de lo previsto en el Decreto 677/01.

(ii) Son títulos causales, por cuanto las condiciones de emisión que regulan ese negocio jurídico subyacente determinan el alcance del derecho del tenedor del título. Pues, conforme fuera expuesto cuando nos referimos a la literalidad en el capítulo referido a los títulos valores, y vale la pena aquí resaltarlo nuevamente, dependerá de la relación subyacente, en tanto esta causa o relación subyacente quede o no fuera del título o bien circule o no con ella. Pues, si el título valor exhibe una estrecha conexión con el negocio subyacente, estamos ante un valor causal como es el caso de las ONs emitidas en nuestro país mientras que si el valor no exhibe conexión alguna estamos ante un valor abstracto como es el caso de la letra de cambio, pagaré y el cheque..

(iii) Son títulos seriados, ello en tanto son emitidos en serie o en masa, su propia naturaleza hace que sean emitidos en cantidades y que pueden dividirse en clases y a su vez cada clase en series. Resaltando la homogeneidad y debiendo siempre respetar el principio rector de la igualdad previsto en el art. 2º de la LON, pues si bien como dijimos pueden existir diferentes clases de ONs lo cual supone diferentes derechos correspondiente a cada clase pero siempre dentro de cada una de esas clases debe primar la igualdad y los mismos derechos para cada uno de los tenedores que integran la clase.

(iv) Son títulos que dan derecho a una “renta fija”[39] a su tenedor, distinguiéndose así de otros valores como las acciones donde por ejemplo la renta, o más bien el derecho al dividendo, es “variable” dependiendo de que haya o no utilidades para distribuir. En efecto, a diferencia de lo que ocurre con un accionista quien viene a ser un socio de la sociedad que emitió la acciones y que por consiguiente puede a través de las asambleas velar por el interés social participando en la vida de la sociedad de manera mucho más activa que un tenedor de ONs. Ello, independientemente de que el art. 14 de la LON prevea la asamblea de obligacionistas para los tenedores de ONs, pues ella en realidad no es un órgano permanente y continuo, que de hecho puede llegar a no reunirse nunca, ya que salvo lo acontecido con respecto al “default” en los últimos años no eran muy común dichas reuniones asamblearias y que por su parte la LON exige tan solo para supuestos muy específicos como ser los fijados en los arts. 15, 24, 26 y 27 de la LON. Por consiguiente, el accionista como tal tiene derecho a participar de las ganancias de la sociedad, a través del cobro de dividendos mientras que el tenedor de la ONs tiene el derecho limitado a recuperar lo invertido en concepto de capital más la renta pactada, más allá de los derechos que contractualmente se hubiesen acordado en las condiciones de emisión pero siempre de manera independiente de la suerte de la marcha de la sociedad emisora y si esta última tuvo o no utilidades. Obviamente, si hay utilidades habrá mayores recursos para asumir las deudas de la sociedad, como ser el pago de las ONs, pero conceptualmente para el tenedor de la ONs debería ser indistinto si la sociedad emisora tuvo o no utilidades pues frente a él la sociedad tiene una deuda que cancelar.

(v) Son títulos de legitimación nominal, ello por cuanto las ONs sólo pueden emitirse de modo escritural o a través de títulos nominativos no endosables. Si bien, el art. 8° de la LON establece que las ONs podrán ser representadas en títulos al portador o nominativos, endosables o no, lo cierto es que la Ley N° 24.587 de “Nominatividad de los Títulos Valores Privados” en su art. 1° prevé la obligación de los títulos valores privados de sujetarse al régimen de nominatividad sin endoso o escrituralidad.

Dicho art. 8° se complementa con el art. 30° y siguientes de la LON que permiten los certificados globales, sobre los cuales ya nos hemos referido en el Capítulo Segundo “Los Títulos Valores”, para las sociedades autorizadas a la oferta pública.

Por su parte, el art. 31° de la LON autoriza la emisión de ONs en forma escritural, las cuales deben inscribirse en cuentas llevadas a nombre de sus titulares en un registro llevado por la emisora, bancos de inversión o, el más utilizado, por la Caja de Valores S.A..

(vi) Las condiciones de emisión de las ONs pueden prever que las mismas sean convertidas en acciones, es decir en lugar de ser simples o no convertibles pueden ser emitidas como ONs convertibles. También pueden llevar garantías adicionales como hipotecas sobre bienes de la propia emisora o de terceros, son instrumentos sumamente flexibles. No olvidemos que tal como lo prevé el art. 3° del Decreto 677/01 existe la libertad de creación y por ende pueden crearse y emitirse valores negociables en las condiciones que elija el emisor y que se plasmen en el instrumento de creación, es decir en el programa global que establezca las condiciones de emisión. Obviamente siempre que no exista confusión con el tipo y denominación del valor conforme la normativa vigente.

(vii) Las ONs pueden ser emitidas a la par, debajo de la par o sobre la par, es decir al valor nominal del título, por debajo del valor nominal o bien por encima del valor nominal del mismo.

## **11. El art. 29 de la LON y los Límites que en Ocasiones las Emisoras Pretenden Interponer al Derecho al Cobro Individual.**

Conforme se expuso precedentemente, fue más que acertado el resguardo del derecho al cobro individual previsto en el art. 29 de la LON, pues este artículo fue redactado aún mucho tiempo antes de que hubiera un uso generalizado de este tipo de valores negociables y particularmente antes de que algunas emisoras de ONs intentaran limitar estos derechos de cobro individual al momento de redactarse las condiciones generales de emisión en el prospecto o programa respectivo.

En efecto, ello es así por cuanto en ciertas oportunidades a través por ejemplo de la delegación de ciertos derechos y obligaciones en la figura de un fiduciario o bien previendo complejos procedimientos para obtener el denominado “Título Definitivo Individual” por parte del tenedor que quisiese accionar judicialmente algunas emisoras pretendieron limitar los derechos al cobro individual del tenedor.

Al respecto, es elocuente por ejemplo el Contrato de Fideicomiso de fecha 8/09/99 celebrado entre Metrogas S.A. y Citibank N.A. en su carácter de Fiduciario en el marco del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables a Corto y Mediano Plazo, de fecha 1/03/01, por U\$S 600.000.000 emitido por Metrogas S.A, él cual en la página 83 del mismo, el art. 4.7 establecía: “Limites a los juicios por parte de los Obligacionistas: Salvo lo dispuesto en el art. 4.2 y otras exigencias de la TIA, ningún Tenedor de Obligaciones Negociables tendrá derecho alguno en virtud de alguna disposición de este Contrato de Fideicomiso o de las Obligaciones Negociables ni podrá valerse de las mismas para iniciar algún acción o procedimiento conforme al sistema del common law o al sistema de equity, en materia de quiebras o de otro modo, sobre o en virtud o con respecto a este Contrato de Fideicomiso, o para la designación de un síndico liquidador de la quiebra, síndico, liquidador, administrador judicial u otro funcionario similar, o para cualquier otro recurso en virtud del presente o de las Obligaciones Negociables, a menos que dicho Tenedor haya dado previamente al Fiduciario notificación escrita de incumplimiento y de la subsistencia del mismo, según lo dispuesto precedentemente, y a menos que los Tenedores de no menos del 25% del monto total de capital de las Obligaciones Negociables de la misma Serie que aquella de la Obligación Negociable en Circulación en ese momento hayan prestado una solicitud escrita al Fiduciario para que inicie dicha acción o procedimiento...”[40].

Pues, si bien dicho artículo hace mención al sistema del “common law” o al sistema de “equity”, que no sería aplicable en nuestro país, lo cierto es que aún así en la práctica y tal vez haciendo uso del título del mismo “Limites a los juicios por parte de los Obligacionistas”, por lo menos en el caso concreto de la emisora aquí mencionada al plantear sus defensas en los juicios ejecutivos citados en el presente trabajo, ha intentado haciendo uso de este tipo de cláusulas poco claras inhibir a los obligacionistas de toda facultad para accionar contra el emisor en ejercicio de algún derecho emanado de la emisión y argumentando en base a ello una falta de legitimación para accionar judicialmente.

Sin embargo, nuestra jurisprudencia ha rechazado este tipo de limitaciones, que si bien desarrollaremos con mayor detalle en el Capítulo Quinto, vale la pena aquí simplemente señalar lo resuelto en tal sentido por la Sala C de la Cámara Nacional Comercial de Apelaciones con fecha 3/08/04 en los autos: “Brodsky María c/Metrogas SA s/Ejecutivo”：“La delegación de derechos y facultades que realizaron los tenedores de obligaciones negociables en el fiduciario, no impide promover juicio ejecutivo porque siempre quedan a salvo los derechos de cada tenedor, en tanto esta interpretación concuerda con el art. 63 de las Normas de la Comisión Nacional de Valores en cuanto establece que los valores negociables deberán otorgar a sus tenedores la posibilidad de recurrir, en caso de incumplimiento, a la vía ejecutiva de acuerdo a lo dispuesto en las leyes y regulaciones aplicables. El carácter unitario de la operación financiera de emisión de obligaciones negociables globales, que deriva en ciertos casos en la existencia de

un fideicomiso, no importa necesariamente que el orden jurídico incorpore limitaciones al accionar individual de los acreedores”.

Por su parte, en cuanto a los complejos procedimientos para obtener el denominado “Título Definitivo Individual” al cual estaba sometido el tenedor que quisiese accionar judicialmente, dicho Contrato de Fideicomiso en el punto 2.10.b prevé ciertas obligaciones o gestiones previas a cargo del inversor para que este último pueda obtener su “Título Definitivo Individual” y recién entonces pudiese supuestamente demandar el pago del crédito incumplido.

Dice el aludido punto 2.10.b del Contrato de Fideicomiso, en sus páginas 54 y 55 lo siguiente: "... (b) Obligaciones Negociables Globales Nominativas, (i) Salvo otra disposición del art. 2.3, no se canjearán total ni parcialmente ninguna Obligación Negociable Global Nominativa por una Obligación Negociable registrada a nombre de cualquier persona que no sea DTC o uno o más nominatarios del mismo; no obstante podrá canjearse una Obligación Negociable Global Nominativa por Obligaciones Negociables de la misma Serie registradas a nombre de cualquier persona que DTC designe para esa Obligación Negociable en caso de que (x) el Depositario notifique al Emisor o al Fiduciario que no desea o no puede continuar actuando en calidad de Depositario para esa Obligación Negociable Global Nominativa o haya dejado de actuar como una "agencia de clearing" inscrita conforme a la Exchange Act en el momento en que debía serlo, y el Emisor no designe un depositario sucesor dentro de los 90 días de recibir esa notificación o de tomar conocimiento de que el Depositario ya no está inscripto como "agencia de clearing", o (y) el Emisor, a su opción, elija dejar de lado el sistema de anotación en libros a través del Depositario respecto de las Obligaciones Negociables globales Nominativas, o (z) tenga lugar un Supuesto de Incumplimiento (conforme se lo define en esa Obligación Negociable) que subsista respecto de la misma y los Agentes Miembro que posean más del 25% del capital total de las Obligaciones Negociables representadas por la Obligación Negociable Global Nominativa hayan notificado por escrito al Fiduciario, a través del Depositario, que ya no es necesario continuar con el sistema de anotación en libros a través del Depositario (o un sucesor del mismo) con respecto a esa Obligación Negociable Global Nominativa, y el Fiduciario deberá notificarlo inmediatamente al Emisor. A menos que esté registrada a nombre de una Persona distinta del Depositario aplicable o a su nominatario, toda Obligación Negociable emitida en canje por una Obligación Negociable Global Nominativa será una Obligación Negociable Global Nominativa; (ii) Dentro de los 150 días del acaecimiento del hecho, descrito en el punto (x) precedente, dentro de los 60 días del acaecimiento del hecho descrito en el punto (y) precedente, y dentro de los 60 días de que el Fiduciario notifique el supuesto descrito en el punto (z) precedente, el Emisor emitirá las Obligaciones Negociables (que se emitan) en canje por una Obligación Negociable Global Nominativa como obligaciones negociables certificadas y nominativas, sin cupones para el pago de intereses, por un capital total igual al capital de la Obligación Negociable Global Nominativa que se canjea, registradas a nombre de las personas y en las denominaciones autorizadas que el Depositario designe, y llevarán la Leyenda de la Securities Act dispuesta en el presente a menos que la misma haya sido suprimida de conformidad con lo dispuesto en el art. 2.09 (d). El Depositario de toda Obligación Negociable Global Nominativa que se canjee deberá entregarla al Agente de Transferencia ubicado en el Distrito de Manhattan, ciudad de Nueva York, para su canje. Contra entrega de la misma, el Fiduciario autenticará y entregará las Obligaciones Negociables que se emitan en canje al Depositario de las mismas o a su orden, o bien a un representante autorizado del mismo..."

Conforme lo expuesto precedentemente, queda más que claro que para un simple tenedor individual de una inversión en términos relativos pequeña es casi imposible seguir el procedimiento aquí citado para obtener su certificado individual. Seguramente para un inversor individual la relación costo/beneficio de seguir dicho procedimiento es totalmente negativa. Nótese que este hipotético inversor individual, inclusive podría llegar a la necesidad de tener que viajar a Nueva York para tener una mayor posibilidad de éxito en su gestión, y aún en el

caso que lo haga, no hay certeza que obtenga dicho certificado y menos aún de que le paguen, pues seguramente terminará teniendo que iniciar un juicio ejecutivo de todos modos y no habrá hecho más que malgastar su dinero y tiempo en ello. Tiempo, con el cual muchas veces no se cuenta, o más bien juega a favor de las emisoras, cuando estas últimas pretenden, tal como se ha dado en la práctica en nuestro país, la homologación en sede judicial de sus Acuerdos Preventivos Extrajudiciales (como por ejemplo entre otras tantas emisoras: Cablevisión S.A., Telecom Argentina Stet France Telecom S.A., Autopistas del Sol S.A. y otras que lo han intentado y no han tenido éxito en sede judicial como el Banco Hipotecario S.A.).

En efecto, no olvidemos el contexto particular que se dio en la Argentina con respecto a la reestructuración de deuda privada. Sobre el particular, y vinculado a la legitimación del tenedor de ONs se ha sostenido que: “En el lapso que media entre el año 2002 y el presente, se ha asistido a la reestructuración de un monto de deuda privada que asciende a más de 9300 millones de dólares, suma que en una gran parte está representada en Obligaciones Negociables. Este proceso ha puesto a prueba una serie de institutos jurídicos, alguno de ellos concebido sin imaginar la dimensión de los problemas a que iba a ser sometido. El comprensible optimismo de las emisoras por la concreción de tan importantes acuerdos no debiera distraer al intérprete de diversas situaciones que dificultan al tenedor el ejercicio de sus derechos y que, de no superarse continuarán integrando la abultada nómina de reparos que enfrenta la decisión de inversión en la República Argentina. La protección del inversor es un capítulo del vapuleado estatuto del crédito, tan desatendido por el legislador, por los jueces y hasta por los ciudadanos. En gran medida, la superación de la pertinaz recurrencia en crisis que caracteriza a nuestra Nación pasa por recomponer ese estatuto. En ese orden, es conveniente reparar en algunos aspectos particulares que han afrontado los obligacionistas, cuando las emisoras en quienes confiaron enfrentaron una crisis patrimonial de dimensión tal que habilitó el recurso a remedios concursales. Ciertamente que esta situación no es propia de nuestro país, ya que el riesgo concursal es objeto de atención por los inversores, pues es un acontecimiento posible en cualquier escenario. Sin duda es una singularidad la cantidad de situaciones que los acontecimientos de 2001-2002 suscitaron, y se acercan a ese calificativo algunos aspectos de la regulación vigente. Algunos de estos atañen nada menos que a la legitimación del bonista...”[41] .

Por consiguiente, entiendo que la Comisión Nacional de Valores debe tener especial cuidado a la hora de autorizar en las condiciones de emisión de los valores negociables cláusulas como las aquí enumeradas anteriormente, y más aún cuando como en el caso de la emisión aquí mencionada no estaba dirigida exclusivamente a “inversores institucionales o calificados” sino también a simples inversores locales que pueden tener tenencias en el orden de los 10.000 o 20.000 U\$S. Pues, son estos últimos a quienes precisamente se debe proteger de este tipo de cláusulas dado que al momento de querer hacer valer sus derechos se van a encontrar con complicaciones como las aquí mencionadas y que dada su condición de pequeños inversores particulares seguramente no pudieron apreciar a la hora de adquirir las ONs o bien porque aún teniendo acceso a las condiciones de emisión no estaban en condiciones de poder comprender sus verdaderos alcances o dado el monto de sus tenencias la ecuación económica no cerraba para asesorarse técnicamente al respecto.

En tal sentido, López Mazzeo señala que: “La vinculación entre los inversores en valores negociables emitidos en masa y el emisor -o deudor- merece una consideración -cuando no una calificación- adicional a la mera relación entre mutuante y mutuario. Es importante recordar que, en el ámbito del mercado público de ahorro, el rol del inversor frente al emisor es eminentemente pasivo. Los mecanismos de protección al inversor previstos en la normativa aplicable y en los documentos de la emisión (transparencia en la información, certidumbre en la circulación, etc.) apuntan siempre a protegerlo ante la imposibilidad de ejercer un control efectivo y permanente de las condiciones pactadas en los valores adquiridos”[42] .

La Comisión Nacional de Valores, cuenta entre sus Normas en el Capítulo VI.13.2. referido a las “Características de los Valores Negociables” punto 2 “Ejecución” con el actual art. 69 antes 63, que al respecto prevé lo siguiente: “Los valores negociables deberán otorgar a sus tenedores la posibilidad de recurrir -en caso de incumplimiento de la emisora- a la vía ejecutiva de acuerdo con lo dispuesto al respecto por las leyes y regulaciones aplicables”.

A mayor abundamiento, cabe destacar que nuestros jueces conforme veremos en la jurisprudencia citada a lo largo del presente trabajo han aplicado dicho art. 69 del Capítulo VI.13.2. de las Normas de la CNV al fallar en numerosos juicios ejecutivos iniciados contra muchas emisoras que al verse demandadas intentaban hacer valer limitaciones al cobro individual como las que hemos enunciado anteriormente.

En consecuencia, como se dijo al comenzar el presente apartado, fue un gran acierto por parte de los Sres. Legisladores la redacción del art. 29 de la LON, más allá de que en la práctica pareciera que no alcanzó solamente con el mismo, dadas las conductas que asumieron muchas sociedades emisoras de ONs y que ya hemos enunciado aquí. Pues, fue necesaria la sanción del Decreto 677/01 y en especial el art. 4º del mismo para que verdaderamente se pudiera proteger la acción ejecutiva del tenedor individual, especialmente en lo que hace a la legitimación de dicho tenedor al dotarlo de un título ejecutivo autosuficiente y hábil para iniciar un juicio ejecutivo.

Todo ello será materia de análisis al desarrollar más adelante y con mayor detenimiento los capítulos referidos tanto a la sanción del Decreto 677/01 como a las defensas planteadas generalmente por las emisoras de ONs en los juicios ejecutivos que se les inician.

## **12. El Rol del Fiduciario en la LON.**

El art. 13 de la LON prevé en su primer párrafo que el emisor tiene la facultad de celebrar con una institución financiera o firma intermediaria en la oferta pública de valores mobiliarios un convenio para que alguna de estas últimas se haga cargo de la defensa de los derechos e intereses que colectivamente le corresponden a los obligacionistas. Lo primero que debemos resaltar sobre el particular, es que la LON le da la opción a la emisora para que esta celebre o no dicho convenio o el denominado “indenture o trust agreement” con la emisora. Y digo ello, porque en otros países tales como España o en Brasil se le exige obligatoriamente a la emisora que elija un fiduciario para representar los intereses de los obligacionistas. Sin embargo, debemos aclarar que en nuestro país la Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550 (LSC) establece que es obligatoria tal designación para el caso de los debentures, pues así lo prevé el art. 338 de la misma. De todas maneras cabe señalar, que sea o no obligación en algunas legislaciones la designación de un fiduciario o “trustee”, lo cierto es que en el mercado internacional es una práctica más que usual en la emisión de ONs.

Así, a través del convenio, al cual alude el art. 13 de la LON, celebrado entre el emisor y la entidad fiduciaria, esta última asume la representación de los derechos de los tenedores de los valores emitidos por dicho emisor. Siendo entonces su principal función la de ejercer la representación y defensa de los derechos de estos tenedores.

Existe una doble relación, pues por un lado tenemos el vínculo existente entre el emisor y el tenedor del valor negociable, propia de cualquier instrumento de deuda, es decir propia de la relación deudor-acreedor, mientras que por el otro lado nos encontramos con que las garantías contractuales pactadas en beneficio de todos los tenedores han sido delegadas al fiduciario para



que este las ejerza en beneficio de aquellos, siendo ello consecuencia de una relación existente entre el emisor, el organizador de la emisión y el propio fiduciario. Es decir, los tenedores no han designado al fiduciario pero sin embargo este último ha sido designado para actuar en beneficio de ellos, no a nivel individual de cada uno de ellos sino en interés colectivo de éstos.

En efecto, sin haber participado los tenedores de las ONs en la designación de dicho fiduciario, este último va a ser su representante legal, y están obligados a aceptar ello pues así ha sido acordado en el convenio, y así va a surgir tanto del Programa Global de emisión de las ONs como del Suplemento de Emisión al cual han adherido.

A diferencia del Fideicomiso propiamente dicho en los términos de la Ley N° 24.441 y del rol que allí cumple el fiduciario, en el “indenture” o “trust agreement” en lugar de transferirse en propiedad fiduciaria bienes al fideicomiso para que sean administrados por el fiduciario, quien ejerce la propiedad fiduciaria en beneficio de quien se designe en el contrato como beneficiario, lo que existe en lugar de dicha transferencia de bienes es la constitución a favor del fiduciario de una serie de derechos para que este actúe en representación de los tenedores de los valores negociables, sin necesidad de transferencia de propiedad alguna. Por consiguiente, esta falta de transferencia de la propiedad fiduciaria de los bienes por parte del fiduciante al fideicomiso, específicamente al fiduciario para su administración, es lo que distingue fundamentalmente al “indenture” o “trust agreement” del instituto del Fideicomiso en sí mismo.

En consecuencia, en el caso que aquí nos ocupa el fiduciario no estará más que ejerciendo una serie de derechos que el convenio particularmente le otorga a su favor en su carácter de representante de los tenedores, tales como (i) el rescate anticipado de los valores negociables ante un incumplimiento por parte del emisor, (ii) la facultad de demandar judicialmente al emisor en caso de incumplimiento, (iii) solicitar información al emisor relacionada con su situación financiera o cualquier circunstancia que pueda hacer variar la misma, como así también información de tipo administrativa y operativa, (iv) intervenir en el proceso de liquidación del emisor, en su caso, entre tantas otras funciones que pueden ser conferidas en el convenio respectivo.

Por su parte, al fiduciario básicamente se le exigirá como obligación que actúe con la debida diligencia y prudencia de un buen hombre de negocios, y como razonablemente debería esperarse de él en sus propios asuntos, sin olvidar el nivel de especialización y profesionalización con los que cuenta en la materia.

No quiero culminar de desarrollar el presente apartado sin hacer referencia a lo señalado por Dres. Villegas, Carlos Alberto, y Villegas, Carlos Gilberto, en su obra, “Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas”, quienes indican textualmente refiriéndose al contrato de fideicomiso y a los tenedores menores, lo siguiente: “Protección contra el “tenedor desequilibrado”. Como expresara Herbert “una emisión de bonos al portador sin un agente fiduciario constituye un simple contrato entre el emisor y el tenedor. En caso de producirse un incumplimiento, o aun cuando se perciba que pudiera ocurrir, cualquier tenedor puede iniciar acciones por su cuenta cuando le plazca”. Las acciones iniciadas por tenedores individuales contra el emisor solicitando el rescate anticipado de sus bonos pueden producir un efecto dominó de consecuencias desastrosas para la situación financiera del emisor, por cuanto muy probablemente provoquen la aplicación de la cláusula gatillo del “cross-default”, normalmente incluida en otras operaciones comerciales como los préstamos sindicados que el emisor hubiera obtenido de otras instituciones financieras y en general afectará la relación del emisor con todos su acreedores. *En tal sentido, este contrato es un seguro contra la práctica no poco común de acreedores menores que ante situaciones de problemas financieros por parte del emisor suelen presionar a éste con la amenaza de acciones legales, pedidos de quiebra y otras acciones extremas a fin de obtener una*

*ventaja particular respecto de los demás acreedores. En efecto, los acreedores institucionales que cuentan con inversiones significativas en títulos corporativos saben desde el inicio que lo peor que les puede ocurrir es que el emisor caiga en situación de insolvencia y que terminen cobrando en un proceso de liquidación o quiebra; mientras que los tenedores individuales usan dicha situación para presionar y obtener "ventajas" respecto de los demás. Dado que por definición, existe una obligación legal del emisor de tratar en igualdad de condiciones a todos los tenedores, la idea de que sea el fiduciario el representante "colectivo" de los bonistas, viene a reforzar esta obligación legal del emisor, en beneficio de los inversores institucionales. En consecuencia, en un trust deed los tenedores de títulos están impedidos de actuar en forma individual contra el emisor en razón de la inclusión de una cláusula de inacción que limita a los tenedores individuales - "no action clause", siendo el trustee quien decide si el hecho producido constituye un evento de incumplimiento. Obviamente, que dicha cláusula está sujeta a que no ocurra inacción injustificada por parte del fiduciario, luego de transcurrido un plazo razonable para tomar medidas. Por lo general y antes de iniciar cualquier medida, el fiduciario solicitará a los tenedores que requieran el inicio de medidas ejecutivas ciertas indemnidades y garantías de que va a ser protegido de las consecuencias y gastos que le pudieran resultar como consecuencia del inicio de las acciones"[43] (el destacado en letra cursiva me pertenece).*

Si bien a lo largo del presente trabajo, he citado en numerosas oportunidades a los Dres. Villegas, tanto a Carlos Alberto como a Carlos Gilberto, quienes son verdaderos especialistas en la materia y en lo que a valores negociables se refiere, en el caso particular de la cita que he mencionado en el párrafo anterior debo decir que no comparto lo allí sostenido por dichos autores.

Considero, que en todo caso no hay que protegerse contra el "tenedor desequilibrado" sino que justamente por el contrario debemos proteger a estos tenedores si por los mismos, entendemos, tal como surge claramente de la cita, que nos estamos refiriendo a los tenedores pequeños. Tampoco estoy de acuerdo con que un "trust deed" venga a ser una especie de impedimento para el legítimo derecho de las acciones ejecutivas por parte de los pequeños tenedores individuales de ONs. El hecho de que el pequeño tenedor coexista en una emisión con inversores institucionales o calificados, no debe conducir a que el intento de resguardo de los derechos de estos últimos sea en desmedro de los legítimos derechos de los pequeños tenedores.

Pues, justamente es por los tenedores más débiles por quien debe velar el Fiduciario, y más aún cuando el emisor tiene la obligación de tratar en igualdad de condiciones a todos los tenedores. En todo caso, si los tenedores institucionales quieren un trato diferencial, lo que deben hacer es intervenir en emisiones que estén solamente destinadas a ellos y no también a pequeños inversores. De lo contrario, están obligados a recibir un trato exactamente igual al que recibe cualquier otro inversor de esa misma clase por más pequeño que sea.

Por último siempre quedan al emisor los remedios previstos en la legislación para los casos de cesación de pagos, si ese fuera el caso. Pero entre tanto no se ve cual es la razón de restringir los derechos de quienes han prestado para cobrar su crédito.

Asimismo, debo decir que los mismos autores citados precedentemente, cuando se refieren a la cláusula de limitación procesal a través de la cual se transfieren al fiduciario las facultades de demandar al emisor en caso de incumplimiento y señalan "Como se mencionara recientemente, esta cláusula tiene por objeto otorgar seguridad y estabilidad al emisor y a los tenedores" y luego vuelven a citar a Herbert y al "tenedor desequilibrado" sobre el cual ya nos referimos anteriormente, reconocen que en algunos países hay cierto resguardo con respecto a aceptar este tipo de limitaciones a los derechos de los tenedores. En efecto, sostienen sobre el particular lo siguiente: "Empero, los tribunales de algunos países, tales como Canadá y Francia,

han mostrado ciertas reticencias en aceptar limitaciones en los derechos de los tenedores de títulos de recuperar su propiedad. Una corte canadiense ha manifestado que "Todos aquellos que tengan algún interés (en los bonos) están habilitados a iniciar una acción colectiva para que se ejecuten las provisiones incluidas en un acuerdo de administración fiduciaria". En igual sentido, se ha expresado que: "El derecho de iniciar procesos no depende de ninguna manera de la denegación del agente de administración fiduciaria. El beneficiario tiene un derecho inalienable a los efectos de ejecutar sus propios derechos y recuperar su crédito"[44].

En consecuencia, conforme fuera expuesto en el apartado anterior, la Comisión Nacional de Valores debe poner especial énfasis en este tipo de situaciones y resguardar la igualdad de trato entre todos los inversores, velando por transparencia del mercado de capitales en los términos del Decreto 677/01 y por los derechos de los consumidores financieros conforme el art. 42 de la Constitución Nacional. Como se dijo el art. 69 del Capítulo VI.13.2. de las Normas de la CNV es un adecuado señalamiento en ese sentido.

#### **IV. Capítulo Cuarto: La Ejecución Judicial de las Obligaciones Negociables** [arriba]

##### **13. Con Anterioridad al Decreto 677/01.**

La situación existente con anterioridad a la entrada en vigor del Decreto 677/01 en materia de ejecución de ONs era más que compleja. Ello por cuanto, con anterioridad a dicho decreto no se encontraba expresamente regulado cómo acreditar la legitimación en el caso de valores anotados en cuenta o escriturales. Por consiguiente, la situación generada en torno a la acreditación de la legitimación activa de los obligacionistas, sea para petitionar la quiebra de la emisora o para iniciar contra esta un proceso ejecutivo, era incierta, existía una laguna legal, frente a la cuál no había una posición unívoca en la jurisprudencia y la doctrina.

En tal sentido, se destacaba que "Mientras que en algunas ocasiones los jueces de primera instancia desconocían la legitimación activa de un obligacionista para solicitar la quiebra del emisor en razón de carecer del título cartular individual, en segunda instancia este pronunciamiento era revocado y se realizaba una apreciación más amplia de la prueba de convicción que aportaba el peticionante de la quiebra a los fines de acreditar su calidad de acreedor y la consecuente cesación de pagos del demandado"[45].

Las discrepancias sobre la materia señaladas entre los Juzgados de Primera Instancia en lo Comercial y la Cámara del Fuero, quedaron finalmente zanjadas en lo que respecta a los pedidos de quiebra por parte de titulares de ONs. Así, en autos "Alpargatas SA s/Pedido de quiebra por Negri, Herminio", la Sala E de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial resolvió que para proveer a un pedido de quiebra "no es menester contar con título ejecutivo o sentencia a favor, siempre que se satisfaga la exigencia prevista por el art. 83, que se circunscribe a la demostración sumaria del crédito", y que "en el sub examine, el estado de cesación de pagos se funda en la alegada insatisfacción de obligaciones negociables, adjuntándose certificado expedido por la Caja de Valores"[46].

Sin embargo, en lo referido a las ONs y a su persecución de cobro por la vía ejecutiva, el panorama distaba de ser concluyente; ya que si bien, por un lado, el art. 29 de la LON preveía, como lo hace actualmente, la posibilidad de perseguir el cobro de las ONs mediante un proceso ejecutivo al tiempo que se autorizaba la emisión de ONs por vía de valores anotados en cuenta o escriturales, por el otro no existía ninguna disposición normativa en relación a la ausencia de los

títulos cartulares y a la sustitución de los mismos a fin del inicio de la acción ejecutiva[47], lo cual traía aparejado, como se dijo, dificultades e incertidumbres .

Ello así, el perjudicado era por un lado el inversor expuesto a lo incierto y por otro las empresas que veían encarecido el crédito por el riesgo de la incertidumbre. Tal es así que la Comisión Nacional de Valores, con un criterio confirmado luego por la Cámara Comercial, consideró antijurídico al comportamiento de la emisora tendiente a entorpecer el ejercicio individual de los derechos del titular de ONs. En tal sentido, en las actuaciones “Comisión Nacional de Valores c/Sociedad Comercial del Plata S.A.”, de la Sala B, de la Cámara Comercial, de fecha 08-11-2002[48], resolvió que: a)- es procedente la multa impuesta por la CNV a una sociedad emisora de obligaciones negociables por falta de pago de los intereses a un tenedor y la negativa a extenderle un certificado individual para poder ejercitar sus derechos mediante una acción judicial, pues tal conducta es contraria al deber de la buena fe y a las normas que regulan la actividad, las cuales permiten la expedición de comprobantes de los valores representativos en certificados globales a los efectos de legitimar a su titular para reclamar judicialmente; b)- resulta necesario asegurar plena vigencia de los derechos consagrados en el art. 42 de la Constitución Nacional y los derechos del consumidor financiero en el ámbito de la oferta pública, a fin de evitar la inseguridad jurídica a través de sistemas deficientes o que ocasionan distorsión en la decisiones de ahorro o inversión de los agentes económicos.

Paolantonio, comentando el fallo señalado precedentemente, expresa “el fallo, una clara demostración de la interpretación jurisprudencial generalizada acerca del derecho individual al cobro del obligacionista, se dictó antes de la entrada en vigencia del Decreto 677/2001, cuando se discutía la existencia de un mecanismo de legitimación idóneo para el ejercicio del derecho previsto por el art. 29 de la LON en los casos de emisiones representadas por certificados globales”[49].

Finalmente, los inconvenientes e incertidumbres generados por la ausencia de un instrumento que permita al titular de las ONs acreditar su legitimación activa, como adelantamos, fueron superados por el art. 4 del Decreto 677/01.

#### **14. Sanción del Decreto 677/01.**

##### **14.1. El art. 4 del Decreto 677/2001. Doctrina sobre el Particular.**

El 22 de mayo del 2001 el Poder Ejecutivo Nacional dicta el Decreto 677/2001 “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública” (el Decreto). El art. 4, inciso e), del Decreto es la norma sobre la cual reposa la obtención del título ejecutivo hábil para iniciar la ejecución judicial individual de la obligación negociable (conforme al art. 29 de la LON).

Recordemos, que el art. 29 párrafo 1ro. de la LON, que otorga acción ejecutiva, prevé expresamente que: “Los títulos representativos de las obligaciones otorgan acción ejecutiva a sus tenedores para reclamar el capital, actualizaciones e intereses y para ejecutar las garantías otorgadas” .

Por su parte, el inciso e) del art. 4 del Decreto, concretamente, establece que:

“...e- Se podrán expedir comprobantes del saldo de cuenta a efectos de legitimar al titular para reclamar judicialmente, o ante jurisdicción arbitral en su caso, incluso mediante acción ejecutiva si correspondiere, presentar solicitudes de verificación de crédito o participar en procesos universales para lo que será suficiente título (ficho comprobante, sin necesidad de

autenticación a otro requisito. Su expedición importará el bloqueo de la cuenta respectiva, solo para inscribir actos de disposición por su titular, por un plazo de treinta (30) días, salvo que el titular devuelva el comprobante o dentro de dicho plazo se reciba una orden de prórroga del bloqueo del juez o Tribunal Arbitral ante el cual el comprobante se hubiera hecho valer. Los comprobantes deberán mencionar estas circunstancias. El tercero que adquiera a título oneroso valores negociables anotados en cuenta o escriturales de una persona que, según los asientos del registro correspondiente, aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con dolo. Certificados globales. Se podrán expedir comprobantes de los valores representados en certificados globales a favor de las personas que tengan una participación en los mismos, a los efectos y con el alcance indicados en el inciso e). El bloqueo de la cuenta solo afectará a los valores a los que refiera el comprobante. Los comprobantes serán emitidos por la entidad del país o del exterior que administre el sistema de depósito colectivo en el cual se encuentren inscriptos los certificados globales. Cuando entidades administradoras de sistemas de depósito colectivo tengan participaciones en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otra entidad, los comprobantes podrán ser emitidos directamente por las primeras. En caso de certificados globales de deuda, el fiduciario, si lo hubiere, tendrá la legitimación del inciso e) con la mera acreditación de su designación”.

Tal como lo señala la doctrina, la sanción en el 2001 del Decreto 677 es la solución normativa a la identificación del titular del derecho de crédito que representan las obligaciones negociables emitidas en los mercados locales e internacionales[50].

En términos similares, Carlos Villegas, en un importante aporte doctrinario, y luego de reseñar el origen y evolución del fenómeno de la desmaterialización, señala la importancia del medio de legitimación creado por el Decreto 677/2001, afirmando que “Esta regla del Decreto 677/2001 es de la mayor importancia, porque hasta su sanción nos encontrábamos ante la dificultad de los titulares de acciones u obligaciones escriturales para accionar judicialmente [...] El Decreto 677/2001 ha dado un paso formidable en la actualización de nuestra legislación y ha acentuado a través de estas normas y otras de gran trascendencia, la protección de los inversionistas en los mercados financieros” [51].

Sobre la cuestión, y de manera contundente Paolantonio también expresaba que: “La solución a la cuestión vendría de la mano de una norma general para el mercado de capitales: el Decreto 677/2001”[52].

La norma citada busca eliminar todo posible cuestionamiento sobre la viabilidad de hacer valer los derechos como tenedores de valores negociables con la sola constancia de la anotación en cuenta, obviando la discusión sobre la necesidad o no de contar con el documento cartular, tanto respecto de la formulación de un pedido de quiebra como respecto de la promoción de una demanda ejecutiva. Adicionalmente, se completa la doctrina del caso Alpargatas por cuanto la norma citada comprende —al contrario de lo que sucedió con el precedente jurisprudencial— tanto el pedido de quiebra como la verificación de créditos y la vía ejecutiva (art. 29, Ley de Obligaciones Negociables)[53].

#### **14.2. Interpretación Jurisprudencial del art. 4 del Decreto 677/2001.**

Si bien la jurisprudencia posterior al Decreto en cuestión, terminó admitiendo y reconociendo la operatividad y finalidad del art. 4 del mismo y, en consecuencia, reconociendo el carácter de título ejecutivo al Comprobante de Saldo expedido por la Caja de Valores S.A., en un primer momento nuestros tribunales realizaron una aplicación particular y discutible de la norma.

En efecto, cabe señalar que en el caso "Financiera Ludicor SA c/Compañía de Transporte de Energía Eléctrica de Alta Tensión SA s/Ejecutivo" la Sala A de la Cámara Nacional Comercial con fecha 26/5/2003, revocó la sentencia de primera instancia que había hecho lugar a una ejecución promovida por un tenedor respecto de una ONs impaga representada en un certificado global, argumentando que la constancia de saldo de cuenta de valores emitida por la Caja de Valores SA era "...insuficiente para legitimarla activamente e inhábil para proceder ejecutivamente en orden a las exigencias establecidas en el art. 4°, dec.-Ley N° 677/2001". Más aún, la Excma. Cámara sostuvo también que el art. 4° del Decreto 677/2001 "para el caso de obligaciones negociables instrumentadas en certificados globales establece que la entidad autorizada que lleve el registro de los valores negociables deberá otorgar al titular comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que inscriban en ella"[54] por lo que no bastaba con el comprobante de saldo en cuenta.

Por su parte, la Sala B de dicha Cámara en alusión al art. 4 del Decreto 677/01 entendió en un pedido de quiebra que "las soluciones al problema planteado y el mecanismo de protección al inversor no deberían resultar en menoscabo del instituto cambiario ya sea otorgándole a la documentación bancaria o de corredores de bolsa virtualidades que la ley ha reservado expresamente al mecanismo específico..."[55].

Comentando los fallos citados precedentemente, Malumián y Barredo[56], sostienen al respecto que "Estos pronunciamientos interpretan el dec. 677/2001 entendiendo que lo establecido en el inc. b), en lo atinente a la obligación de expedición a favor del titular de la cuenta de certificado de la apertura de ésta y de todo movimiento que en la misma se inscriba, es aplicable respecto del inc. e) en cuanto establece que "...se podrán expedir comprobantes de saldos de cuenta a efectos de legitimar al titular para reclamar judicialmente... incluso mediante acción ejecutiva si correspondiere..."; es decir, lo que se está afirmando es que para reclamar judicialmente debe cumplirse con la exhibición documental del saldo de cuenta (conforme inc. e) del art. 4°, dec. 677/2001) así como con la exhibición de la documentación relacionada en los incs. b) y c)".

En consonancia, López Mazzeo[57], sostiene que las decisiones judiciales surgidas a partir de la entrada en vigencia del Decreto 677/01, así como las opiniones de importantes estudiosos de estas cuestiones, revelan que a pesar de la claridad del texto del decreto existen aspectos referidos a la circulación y ejecución de los valores negociables representados conforme lo previsto en el art. 4 del mencionado decreto que son aún motivo de controversia. Ello por cuanto, en varias oportunidades han surgido problemas por la acreditación de la legitimación activa de quienes revisten la calidad de beneficiarios en certificados globales representativos de obligaciones negociables en procesos ejecutivos y concursales y la necesidad de armonizar la interpretación de los institutos cambiarios y falenciales clásicos con el fenómeno de la desmaterialización del título valor, y de su representación mediante certificados globales y de la circulación en los mercados de capitales internacionales.

Asimismo el citado autor, concluye señalando que los fallos aportados por la jurisprudencia llaman la atención tanto por las distintas apreciaciones que hacen respecto de los recaudos documentales que deben verificarse para acreditar la existencia de los citados certificados globales a la luz de los preceptos legales locales, como así también por la labor desarrollada por los Jueces en tal sentido, aún cuando nos encontramos frente a procesos de conocimiento restringido.

Finalmente, luego de los pronunciamientos referidos la jurisprudencia hizo, a mi entender, una correcta interpretación del Decreto 677/01, fundada específicamente en el inciso e) del art. 4

en cuestión, dejando de lado la interpretación extensiva e integradora de este último inciso con los incisos b) y c), buscando así darle una mayor transparencia y agilidad al inversor financiero a la hora de tener que acceder a la justicia para proteger sus derechos.

En tal sentido, es dable mencionar lo resuelto por la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala D, de fecha 10/06/04, en autos “Siso Andrés c/Telecom Argentina Stet-France Telecom. S.A”. Allí se dispuso que “De la interpretación armónica de los arts. 2 y 4, inc. e), del Decreto 677/01, y del art. 29 de la Ley N° 23.576, deriva la aptitud ejecutiva del certificado emitido por la Caja de Valores S.A. a título de comprobante del saldo de cuenta de obligaciones negociables”.

Asimismo, se dejó sentado en ese mismo fallo que “El certificado emitido por la Caja de Valores S.A. a título de comprobante del saldo de cuenta de obligaciones negociables satisface los recaudos formales para perseguir el cobro ejecutivo de los mismos, al mencionar una obligación líquida cuya exigibilidad deriva de la fecha en que se registraron las obligaciones en él descriptas y del “prospecto””.

En otro pronunciamiento, la Sala C del mismo Tribunal, en los ya citados autos: “Brodsky María c/Metrogas SA s/Ejecutivo”, dispuso el desistimiento de las excepciones que ésta última interpuso, sosteniendo al respecto que “Corresponde reconocer legitimación a los ejecutantes para promover juicio ejecutivo en virtud de los certificados que dan cuenta de la titularidad de las obligaciones negociables emitidas por la sociedad accionada, ya que tratándose de participaciones en certificados globales, la Caja de Valores constituye el organismo autorizado para emitir esa constancia”.

Con la misma línea argumental la Sala A de la Cámara Comercial confirmó la orden de llevar a cabo la ejecución de las obligaciones negociables emitidas por la deudora en autos “Giovachini Juan O. c/Cablevisión SA s/Ejecutivo”[58], es de destacar que la propia Sala A cambia el criterio por ella sostenido anteriormente en los ya citados autos “Financiera Ludicor SA c/Compañía de Transporte de Energía Eléctrica de Alta Tensión s/Ejecutivo” de fecha 26-05-2003.

En consecuencia, como ya señalamos no sólo la doctrina recibió con beneplácito el texto del art. 4 de Decreto 677/01 en tanto la jurisprudencia, por su parte, y de modo contundente, también le reconoció plena e inmediata operatividad al mismo[59].

## **15. La Naturaleza Imperativa del Decreto 677/01**

La norma referida, es de naturaleza imperativa y de aplicación inexorable, y si bien tal como lo desarrollaremos con mayor detalle en el Capítulo Quinto, generalmente las emisoras de las ONs al verse demandadas en los juicios ejecutivos que se les inician por ONs impagas plantean que el Decreto 677/01 es inconstitucional, por cuanto el Poder Ejecutivo Nacional se habría excedido en las facultades que le fueron delegadas por el Poder Legislativo mediante la Ley N° 25.414, simplemente me limitaré aquí a decir que sin perjuicio de la opinión que se pueda sostener sobre algunos artículos del citado Decreto, en lo que aquí nos concierne, es decir la ejecución de las obligaciones negociables y la legitimación del titular para reclamar judicialmente su cobro, los cuestionamientos al Decreto 677/01 han sido rechazados casi me atrevería a decir uniformemente por la jurisprudencia, tal como veremos en el capítulo mencionado precedentemente.

Respecto de la imperatividad del Decreto 677/01, expresa acertadamente Paolantonio “Una lectura apresurada podría hacer pensar que se trata de normas de carácter dispositivo,

complementarias de las legales generales y de las condiciones de emisión del título valor de que se trate. Lo segundo es correcto, lo primero no. Esto es, la norma no agrega derechos o mecanismos de legitimación que fueran contradictorios con la ley que regula al título valor de que se trate”; para rematar enfáticamente “...sus disposiciones no pueden ser dejadas de lado por las condiciones de emisión. Esta última conclusión se apoya en dos argumentos diferentes. El primero, de carácter general, es que la imperatividad es la regla para las normas que integran el marco jurídico del mercado de capitales (así, Bercovitz, El derecho... cit.). El segundo, que las normas para la legitimación de los titulares de valores negociables ...son un complemento lógico de las disposiciones sustanciales que aseguran al acreedor un determinado derecho, como es el caso del art. 29 de la L.O.N.”[60].

De la lectura del art. 4 del Decreto 677/01 surge con meridiana claridad que el titular de derechos patrimoniales creditorios incorporados en valores anotados en cuentas registrales (propio del fenómeno de la desmaterialización de los títulos de crédito), debe solicitar a la entidad depositaria - a cuyo cargo está el registro de esos valores negociables- una constancia del saldo que arroja su cuenta.

Ello así pues, dicho comprobante o constancia, es el título ejecutivo o documento que acredita su derecho crediticio, inmediatamente exigible contra el emisor de los títulos.

Lo propio ocurre ante la existencia de los denominados certificados globales. En efecto, el Decreto regula en el último párrafo del art. 4, los valores representados mediante certificados globales. En tal caso el titular de un derecho de participación en tales certificados globales podrá también solicitar a la entidad de registro que le expida un comprobante de participación con los mismos efectos legales que las constancias aludidas en el inciso e) del mismo artículo.

Con los alcances expuestos, y en lo que a las ONs respecta, autorizada doctrina ha dicho “... en el caso de las Obligaciones Negociables no cartulares, el comprobante referido sería el título ejecutivo que debería presentar el inversor para perseguir su cobro en caso necesario, porque el art. 29 de la Ley N° 23.576, con las reformas de la Ley N° 23.962, le confieren tal carácter al título ejecutivo representativo que expida el emisor. En este caso la entidad de registro actúa por el emisor, de modo que reemplaza a este en la obligación”[61].

Cabe señalar que en los casos testigos mencionados, se analizó y resolvió, a raíz de sendas excepciones planteadas por las emisoras ejecutadas, que los comprobantes de saldo de cuenta emitidos en los términos del art. 4° del Decreto, constituyen títulos hábiles para perseguir el cobro de lo adeudado por la vía ejecutiva (conf. art. 29 LON). En el Capítulo Quinto titulado “Defensas planteadas por las emisoras en los juicios ejecutivos que se les inician” enunciaremos y analizaremos en detalle cada una de dichas excepciones y citaremos los fallos con los fundamentos por los cuales cada una de dichas excepciones fueron mayoritariamente rechazadas por nuestros tribunales.

El Decreto pone a disposición de los titulares de ONs escriturales o de valores anotados en cuenta (que es el caso de los certificados globales) un mecanismo tendiente a facilitar y acreditar su legitimación activa, en aquellos supuestos -entre otros casos- de inicio de acciones judiciales fundadas en dichos valores negociables contra las emisoras.

Conforme fuera expuesto precedentemente, considero que la naturaleza del art. 4 del Decreto 677/01 es procesal, y aún cuando alguien pudiera llegar a sostener la inaplicabilidad del Decreto en cuestión por ser posterior a alguna condición de emisión de las ONs que se pretende ejecutar, se torna indiscutidamente aplicable el mecanismo de legitimación introducido por el art. 4 del Decreto.



En tal sentido, Palacio, refiriéndose a la eficacia temporal de las normas procesales, manifiesta concretamente: “2- Por el contrario, la nueva ley debe aplicarse a los procesos que se inicien con posterioridad a su entrada en vigencia, prescindiendo del tiempo en que se constituyeron las relaciones jurídicas sobre las que ellos versen”[62].

En fin, debe tenerse presente que la norma del Decreto 677/01, es una norma de acreditación procesal que aplica desde su entrada en vigencia, más aún cuando no existía una norma que se opusiera a la acreditación del título ejecutivo en la forma realizada, si no en todo caso una laguna legal, que el citado Decreto vino a reglamentar y subsanar.

A lo expuesto, es dable agregar que el art. 4 del Decreto vino de modo inequívoco a reglamentar el art. 29 de la LON. De tal modo, y si bien, en principio, el dictado del Decreto lo fue en virtud del marco de la Delegación Legislativa conforme lo autoriza el art. 76 de la Constitución Nacional, no menos cierto es que resulta más apropiado sostener que el art. 4 del Decreto, por dicho carácter meramente reglamentario, fue concebido en función de las facultades reglamentarias que nuestra Constitución Nacional le reconoce al Poder Ejecutivo Nacional en su art. 99, inc. 2.

Es por ello, que destacamos la naturaleza imperativa del Decreto en cuestión, a pesar de lo que las partes, o más bien deberíamos decir el emisor, haya previsto en las condiciones de emisión de los títulos, no existiendo duda de su operatividad legal en todas aquellas actuaciones en las cuales se pretende la ejecución de ONs, pues la finalidad del dictado del Decreto fue justamente darle transparencia al mercado de capitales, protegiendo así al consumidor financiero.

Asimismo, cabe aclarar que si bien la expresión de la norma dice “..., incluso mediante acción ejecutiva si correspondiere,...” art. 4, inc. e), primer párrafo, del Decreto, la norma se refiere inequívocamente a aquellos valores negociables, como las ONs que, en tanto títulos representativos de deuda, están dotados por disposición legal expresa de fuerza ejecutiva y lejos esta de vincularse dicha expresión con las disposiciones contenidas en las condiciones de emisión. Pues de así hacerlo le estaríamos confiriendo al Decreto un simple, efecto dispositivo, susceptible de ser desplazado por las condiciones de emisión.

Sobre la cuestión, autorizada doctrina en la materia como lo es el Dr. Paolantonio ha dicho al respecto que: “El “si correspondiere” incluido en la norma, respecto de la vía ejecutiva, tiene un sentido muy claro: no todos los títulos valores o valores negociables tienen fuerza ejecutiva, y el mecanismo de legitimación del Decreto 677/20001 se aplica sin distinciones (por ej. Respecto de acciones de una sociedad anónima)”[63].

## **16. El Denominado “Título Definitivo Individual”.**

El proceso de obtención del denominado “Título Definitivo Individual” merece un tratamiento particular en el presente trabajo, pues no puede ser considerado como único idóneo. Ello no es correcto pues éste es simplemente un mecanismo convencional que resulta existente como alternativo al que reconoce la ley, y de ninguna manera aquél puede desvirtuar el ejercitado en virtud del art. 4º inc. e) del Decreto 677/01. Cuando se le requiere a Caja de Valores S.A. un “comprobante de saldo de cuenta”, en función de su calidad de administradora de depósitos colectivos en el país conforme Ley N° 20.643 (artículo 4º inc. e) del decreto citado), quien figura en dicho comprobante como tenedor de la ONs se legitimó para ejercer la acción ejecutiva y percibir mediante ella su acreencia.

Cabe aclarar aquí que la percepción de lo adeudado es viable y sin riesgo para el pagador o terceros porque el sistema prevé que Caja de Valores S.A. bloquee el crédito en cuenta de su participación en el título sea este último Título Global o escritural, según fuera el caso, con la emisión de la constancia. Así, la disposición en el título por el importe de ONs involucrado en el “comprobante de saldo de cuenta”, impide el ejercicio del camino alternativo de obtención del denominado “Título Definitivo Individual” o la enajenación a un tercero de la tenencia.

Por su parte, nuestros tribunales han sostenido respecto a la obtención del Título Definitivo Individual que: “... es del caso destacar que conforme surge del Decreto 677/01 no se advierte valedero aquel argumento que sostiene el apelante en punto a que el titular de obligaciones negociables tiene que recurrir al canje de su participación por un título individual. Lejos de ello dicho decreto subsume dentro de la calificación de “obligaciones negociables” a (...) los títulos valores (...) emitidos (...) en forma cartular (...) incorporados a un registro de anotaciones en cuenta (...) incluyendo (...) valores de crédito o representativos de derechos creditorios (...) a los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva que aparezcan emitidos por la entidad autorizada que lleve el registro de las obligaciones negociables (art. 2, parte 1 y art. 4, parte 1). Luego de la interpretación de tales disposiciones en consonancia con lo preceptuado por el art. 29 de la Ley Nº 23.576 deriva la aptitud ejecutiva de los títulos en cuestión (conf. este Tribunal, Sala D, 11-03-2004: “Financiera Ludicor SA c/Telecom Stet France Telecom. SA; idem: “Schargorodsky Carlos c/Banco de Galicia y Buenos Aires SA s/Ejecutivo”, entre otros). Por ello, la calificación del título ejecutado resulta subsumible en el género de obligaciones negociables resultando improcedente la defensa opuesta, en tanto no se advierte que sea menester recurrir al antes aludido canje para viabilizar lo pretendido en estos autos ”[64].

Ahora bien, no obstante el irrestricto derecho que le asiste a los tenedores de ONs impagas para interponer acciones ejecutivas individuales, no podemos perder de vista lo que implicaría para un tenedor individual seguir el procedimiento pretendido y señalado generalmente por las emisoras accionadas; procedimiento sobre el cual desde ya cabe aclarar que como ya se ha señalado antes de tan engorroso que suele resultar, se torna prácticamente imposible de implementar.

En efecto, ya en el Capítulo Tercero hicimos referencia al complejo procedimiento al cual estaría sometido un simple y pequeño tenedor individual de ONs cuya tenencia sea por ejemplo de una valor nominal de 10.000 o 20.000 U\$S en el caso de una emisión de ONs que no estaba dirigida exclusivamente a “inversores calificados o institucionales” como lo fue el Programa de Emisión de Obligaciones Negociables a Corto y Mediano Plazo por U\$S 600.000.000 emitido por Metrogas S.A.[65], y que fuera autorizado por la Comisión Nacional de Valores mediante Resolución Nº 12.923 de fecha 19 de agosto de 1999.

Reiteramos, y sin perjuicio que más adelante me referiré sobre las principales defensas que generalmente son opuestas por las emisoras de las ONs en los juicios ejecutivos iniciados en su contra, ningún espacio queda en la lectura del Decreto 677/01 para suponer que el titular de las ONs tiene que recurrir al canje de su participación por un título individual.

Lo expuesto implicaría, no obstante desconocer la operatividad indiscutible del art. 4 del Decreto que viene a poner fin a pretensiones distorsivas como la realizadas generalmente por las ejecutadas, dificultar el derecho de acceso a la justicia consagrado y garantido por nuestra Constitución Nacional y Tratados Internacionales ratificados por la República Argentina que gozan de jerarquía suprallegal (arts. 14, 18, 75, inc. 22, y ccs. de la Constitución Nacional y art. 8 y ccs. del Pacto de San José de Costa Rica, entre otros). Garantía de acceso a la justicia de

indubitable orden público y cuya operatividad no puede ser soslayada por la autonomía de la voluntad, conforme lo dispone el art. 21 del Cód. Civ.. Huelga señalar que la justificación última del art. 4 del Decreto, reside en la tutela denominado “consumidor financiero” que se encuentra reconocido en las disposiciones del art. 42 de la Constitución Nacional.

En este orden de ideas, tampoco debe ignorarse la engañosa interpretación que también suelen realizar las ejecutadas respecto del art. 4 del Decreto, en cuanto asienta la misma sobre la primera frase de dicho artículo, el cual cabe recordar que establece: “Sin perjuicio de las disposiciones especiales aplicables a cada valor negociable, o previstas en las condiciones de emisión, a los valores anotados en cuenta o escriturales, se les aplicará el siguiente régimen legal”.

El “Sin perjuicio...”denota la aplicación inexorable e imperativa de dicho art. 4, sin importar las disposiciones en contrario que puedan haberse estipulado, unilateralmente, por parte de las emisoras en las condiciones de emisión de los títulos negociables en cuestión. Imperatividad, sobre la cual, tanto la doctrina especializada como la jurisprudencia citada a lo largo del presente trabajo coinciden en afirmar y reconocer.

Sin embargo, cabe reconocer que hay parte de la doctrina, López Mazzeo, que entiende sobre el particular por ejemplo que: “Si de las condiciones de emisión o del propio contrato de fideicomiso surgieran obligaciones o gestiones previas a cargo del inversor para demandar el pago y cancelación del título -p.ej. constancias del fiduciario, etc.- deberán darse cumplimiento a éstas, previo al inicio o interposición de cualquier reclamo. De la misma forma, si de los documentos de la emisión surgieran los remedios disponibles para que el inversor reclame la satisfacción del crédito incumplido -como la emisión de los certificados individuales o títulos definitivos a nombre del inversor, representativos de sus participaciones en el certificado global-, a ellos deberá estarse a efectos de interponer el reclamo en cuestión” y continúa “Si de dichas indagaciones surgiera la existencia de mecanismos contractuales específicos que los inversores (beneficiarios/participantes) deben cumplir para constituir en mora al emisor y poder accionar judicialmente, pues a estos mecanismos debería estarse”.

Aunque, también cabe destacar que al final el autor en cuestión culmina señalando que “Ello mientras dichos mecanismos no fueran contrarios al orden público argentino y no conculcaran el equilibrio económico de las prestaciones debidas entre emisor e inversor como lo establece el art. 954 del Cód. Civil; en este último aspecto nos referimos a la existencia de cláusulas o previsiones contractuales que impusieran exageradas cargas al inversor individual para el ejercicio de sus derechos, a realizarse -eventualmente- en el exterior y por ante la entidad que ejerciera las funciones de fiduciario de la emisión, cuyo cumplimiento terminaría siendo impracticable o imposible”[66].

En consecuencia, y tal como lo hemos manifestado oportunamente en el apartado 11 del presente trabajo cuando nos referimos a los límites que en ciertas o más bien “numerosas” ocasiones las emisoras, fundados en las condiciones de emisión de las ONs, han pretendido interponer al derecho al cobro individual de los tenedores, como así también en el apartado 12 al desarrollar específicamente el rol del fiduciario cuando se lo pretende entender como una protección contra el “tenedor desequilibrado”, pues justamente dichos mecanismos por los motivos aquí y allí expuestos son contrarios al orden público argentino e imponen como ya lo vimos exageradas cargas al tenedor individual que lo tornan de cumplimiento imposible.

## **17. Comprobante de Saldo en Cuenta Expedido a Efectos de Legitimar al Titular para Reclamar Judicialmente.**

El Decreto 677/01 en el inciso e) de su art. 4, es claro y contundente en cuanto a la expedición de comprobantes de valores representados en certificados globales y sobre quienes pueden expedirlos.

En tal sentido, y si bien ya lo hemos señalado en el presente trabajo, cabe resaltar nuevamente que en nuestro país la Caja de Valores S.A. es una entidad administradora del sistema de depósito colectivo como a la cual hace referencia el art. 4 inciso e), es en rigor la única entidad al día de la fecha autorizada en nuestro país por la Ley N° 20.643 para cumplir dicha función, que tiene participación en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otra entidad, en cuyo caso los comprobantes podrán ser emitidos directamente por Caja de Valores.

En efecto así lo prevé expresamente el inciso e) del art. 4 del Decreto 677/01, en su parte pertinente al sostener: “Certificados globales. Se podrán expedir comprobantes de los valores representados en certificados globales a favor de las personas que tengan una participación en los mismos, a los efectos y con el alcance indicados en el inciso e). El bloqueo de la cuenta solo afectara a los valores a los que refiera el comprobante. Los comprobantes serán emitidos por la entidad del país o del exterior que administre el sistema de depósito colectivo en el cual se encuentren inscriptos los certificados globales. Cuando entidades administradoras de sistemas de depósito colectivo tengan participaciones en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otra entidad, los comprobantes podrán ser emitidos directamente por las primeras. En caso de certificados globales de deuda, el fiduciario, si lo hubiere, tendrá la legitimación del inciso e) con la mera acreditación de su designación”.

En tal sentido, nuestros tribunales han dicho al respecto que: “Sobre este aspecto, tengo por cierto que a los fines previsto por el art. 29 de la L.O.N. (n° 23.576 y sus modificaciones ulteriores) resultan suficientes para legitimar al accionante los certificados obrantes en autos emitido por la Caja de Valores S.A., donde claramente surge que “Euroclear Bank S.A. /N.V”, sindicada con la sigla “EUR”, tiene registradas y depositadas en dicha entidad, bajo la custodia del fiduciario, obligaciones negociables de Metrogas ...”, [67] .

Es por ello que el Comprobante de Saldo de Caja de Valores, que esta última puede emitir cuando le sea así solicitado por un depositante, importa una certificación de Caja de Valores de que ella a su vez es titular de una participación en el certificado global de las ONs en cuestión, pues de no ser así no podría jamás emitir dicho Comprobante de Saldo.

En cuanto, al comprobante de Saldo expedido por la Caja de Valores y la participación de esta última en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otras entidades, nuestra jurisprudencia a dicho al respecto que: “Contar con ese comprobante hace presumir la calidad de titular de ON. Súmase a ello la autenticidad del comprobante que da cuenta la contestación de oficio de fs. 659. El Decreto Ley N° 677/01 que rige la materia contempla en su art. 4, inc e) la posibilidad de expedir comprobantes de saldo de cuenta, ello a fin de legitimar al titular para hacer valer judicialmente sus derechos, incluso mediante acción ejecutiva resultando el comprobante expedido suficiente título sin necesidad de ninguna autenticación. Sabido es que la Caja de Valores tiene participación en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otra entidad, y en éste caso, de conformidad con lo dispuesto en el último párrafo del inc. e del art. 4 Decreto Ley N° 677/01 el certificado puede ser emitido directamente por ella” [68].

El Decreto no exige la complementación del Comprobante de Saldo que consagra como título para acreditar la titularidad y abrir la vía ejecutiva, con una certificación de la entidad en la que la Caja de Valores tuviera la participación en el certificado global: "...para lo que será suficiente título dicho comprobante sin necesidad de autenticación u otro requisito", reza enfáticamente el inciso e) del mentado art. 4 del Decreto. No exigiéndolo el Decreto, mal puede plantearse la necesidad de un requisito adicional de acreditación de la participación de la Caja de Valores en el certificado global, como muchas veces lo pretenden las emisoras cuando son ejecutadas por ONs impagas.

Por su parte, recordemos también que el actual art. 69 (antes 63) de las Normas de la Comisión Nacional de Valores prevé dentro de las características de los valores negociables la de contar con la vía ejecutiva para el cobro, disponiendo que: "Los valores negociables deberán otorgar a sus tenedores la posibilidad de recurrir -en caso de incumplimiento de la emisora- a la vía ejecutiva de acuerdo con lo dispuesto al respecto por las leyes y regulaciones aplicables".

Nuestros Tribunales han dicho respecto a lo normado por el antes art. 63 y hoy 69 de las Normas de la CNV que: "No obsta al criterio expuesto la delegación de derechos y facultades que realizaron los tenedores de esas obligaciones de Metrogas en el fiduciario, pues siempre quedan a salvo los derechos de cada tenedor (...) Por otro lado, esta interpretación concuerda con lo establecido por el art. 63 de las normas de la CNV en cuanto establece que "...los valores negociables deberán otorgar a sus tenedores la posibilidad de recurrir - en caso de incumplimiento de la emisora- a la vía ejecutiva de acuerdo con lo dispuesto al respecto por las leyes y regulaciones aplicables...". Ello es así toda vez que el carácter unitario de la operación financiera de emisión de Obligaciones globales, que deriva en ciertos casos de la existencia de un "fideicomiso", no importa necesariamente que el orden jurídico incorpore limitaciones al accionar individual de los acreedores (conf. Paolantonio, ob. cit p 94). Lo expuesto resulta suficiente para reconocer legitimación a los actores para accionar por esta vía..."[69] .

## **V. Capítulo Quinto: Defensas Planteadas Generalmente por las Emisoras de Obligaciones Negociables en los Juicios Ejecutivos que se les Inician [arriba]**

### **18. La Excepción de Inhabilidad de Título.**

Esta excepción, es una defensa planteada por todas las sociedades emisoras de ONs a la hora de verse demandadas en un proceso ejecutivo y al tener que presentarse y oponer excepciones.

Básicamente, las emisoras plantean que el comprobante de saldo en cuenta expedido por la Caja de Valores S.A. en los términos del art. 4 inciso e) del Decreto 677/01 no constituye título ejecutivo que en los términos de los arts. 520 y 523 del C.P.C.C.N. traiga aparejada ejecución tanto en el caso de que las ONs sean cartulares como escriturales, y que por el principio de la necesidad de los títulos valores debe acompañarse obligatoria e imprescindiblemente el cuerpo físico y material del "documento", presentarlo y exhibirlo para reclamar su cobro judicial.

En tal sentido, resulta imperioso referirnos en cuanto a la no necesidad de contar, a los efectos de la vía ejecutiva promovida, con el documento cartular (el título), imprescindible -a tal fin- para la consecución de todo proceso ejecutivo.

Para poder sostener lo expuesto precedentemente, debemos hacer nuevamente mención al fenómeno de la inmovilización y desmaterialización de los títulos valores que se ha impuesto, ya

desde hace varios años atrás, en la emisión de valores negociables (sean representativos de deuda o de participación) en los mercados de capitales.

Ello, en cuanto la emisión de títulos en masa y en serie, como asimismo tanto la inmovilización como la desmaterialización referidas confieren a los instrumentos de deuda así emitidos ciertos rasgos particulares, que los distingue de los papeles de comercio cartulares tradicionales (no inmovilizados ni desmaterializados) como la letra de cambio y el pagaré.

Es válido que la existencia del valor mobiliario -como título valor- se caracteriza por la concurrencia de los principios de literalidad, autonomía y necesidad, conforme acontece con los títulos denominados "ejecutivos": (a) Literalidad, pues los derechos y obligaciones del titular del valor existen en la medida en que el documento los describe directamente, o remitiéndose al acto que sirve de causa a la emisión; (b) Autonomía, toda vez que el emisor no puede oponer al actual obligacionista las consecuencias de relaciones jurídicas habidas con anteriores titulares de la obligación negociable, que sean extrañas a las constancias literales del título; y (c) Necesidad, en tanto el ejercicio de tales derechos requiere necesariamente la exhibición del título, o certificación de la posesión[70].

De ese modo, a los efectos del recaudo (cuestionado generalmente por las emisoras ejecutadas) de la "necesidad", debe señalarse, sin hesitación alguna, que el título ejecutivo es la propia ONs -en cuanto valor mobiliario- sin perjuicio de ser necesario acreditar su existencia y titularidad mediante su exhibición.

Ahora bien, en los supuestos en los cuales esta involucrado un certificado global cartular, la verificación del requisito de la "necesidad de exhibición del título que se ejecuta" se lleva a cabo con la presentación del Comprobante o Certificado de Saldo emitido por ejemplo por la Caja de Valores S.A., siendo este comprobante título ejecutivo, hábil y autosuficiente. La exhibición y presentación de dicha constancia ha sido reputada como suficiente a los efectos de la procedencia de la vía ejecutiva; y sin que ello menoscabe el principio de la necesidad de contar con el título.

En ese orden de ideas, y sin perjuicio de lo resuelto en tal sentido en los fallos citados en los capítulos anteriores "Siso Andrés c/Telecom Argentina Stet-France Telecom. S.A", "Brodsky María c/Metrogas SA s/Ejecutivo" y "Giovachini Juan O. c/Cablevision SA s/Ejecutivo" -entre otros tantos pronunciamientos-, se ha dicho expresamente: "Al habilitar a la Caja de Valores a expedir certificados de tenencia de obligaciones negociables representadas en títulos globales, el Decreto 677/2001 (Adla, LXI-C, 2718) no se apartó del régimen aplicable a dichas obligaciones representadas en forma cartular, pues el llamado principio de necesidad que gobierna la materia debe ser conciliado con la imposibilidad de transmitir al unísono esa única lámina a una multiplicidad de inversionistas que no son copropietarios entre sí, sino titulares autónomos de las participaciones"[71] .

Ello así pues el fenómeno de la inmovilización y de la desmaterialización, tal como lo hemos expuesto al desarrollar el Capítulo Segundo, pero que bien vale la pena resaltar nuevamente, supone el reemplazo del soporte papel, parcialmente o totalmente según se trate de títulos cartulares inmovilizados (certificados globales) o de títulos desmaterializados (escriturales), sustituidos, en ambos casos, por anotaciones en cuentas registrables. Ello, se explica entre otras cosas, porque "la utilización de elementos materiales (cartulares) para acreditar la titularidad de activos financieros (primariamente, acciones y títulos de deuda) resulta un sistema ineficiente, inseguro desde una perspectiva jurídica y costoso en términos económicos, atento a la utilización innecesaria de recursos humanos y materiales"[72].

En tal sentido, se ha dicho al respecto que “es el elemento material, corpóreo, tangible y visible de los títulos valores, el que así como determinó su éxito ha venido a provocar su crisis. Los títulos valores ahogan materialmente, físicamente, las operaciones del mercado de valores. Ante esta situación, las legislaciones adoptan dos tipos de soluciones: a) existe el título valor, pero su transmisión se realiza sin necesidad de entregarlo, bastando con el depósito de él en determinadas condiciones, y b) suprime el título valor y se sustituye por las anotaciones en cuenta”, para finalizar “cuando el papel surge con vocación de depósito y no de circulación, de estabilidad y no de movimiento, lógico es reducir su volumen y adecuarlo a los solos fines de permanecer en las cajas de las entidades depositarias”[73].

Por consiguiente, y sin perjuicio de que las ejecutadas sostienen la necesidad de que además de la legitimación en la acreditación del derecho debe existir algo más para permitir la acción ejecutiva, algo más y evidentemente corpóreo, el “título valor”, cuya ausencia proclaman, no podemos ignorar que tratándose de títulos escriturales (desmaterializados) ese cuerpo físico, el “título valor” que añoran las emisoras de las ONs ejecutadas, simplemente no existe, ni está previsto que exista. No es solamente que el Decreto 677/01, enfáticamente diga que sólo se requiere el certificado del inciso “e” de su art. 4, si no que además la propia esencia del sistema de desmaterialización, excluye la existencia de un cuerpo físico distinto que constituya el título valor propiamente dicho. Los valores anotados en cuenta y evidenciados en un certificado global físico, participan de los mismos efectos que los valores propiamente escriturales. Ese cuerpo físico, el global, en modo alguno constituye un título que deba ser presentado para plantear la ejecución. Sería imposible además por que representa no sólo el derecho del tenedor ejecutante si no el de todos los otros tenedores, por las partes de cada uno. Es la anotación en cuenta lo que habilita y legitima a ese tenedor ejecutante y que queda evidenciada con el certificado que expide la Caja de Valores S.A. que es título ejecutivo, hábil y autosuficiente a los efectos de habilitar el proceso ejecutivo.

### **19. La Excepción de Falta de Legitimación Activa.**

Las ejecutadas suelen alegar también una supuesta falta de legitimación activa cuando son ejecutadas en el marco de un juicio ejecutivo por los tenedores de ONs, quienes acompañan como título ejecutivo legitimante los Comprobantes de Saldo en Cuenta expedidos en los términos del art. 4 inc. e) del Decreto 677/01.

Para valerse de ello, tal como ya lo hemos señalado en los apartados 11 y 12 del Capítulo Tercero, las emisoras usualmente hacen referencia a Convenios de Fideicomisos suscriptos por los tenedores al momento de la emisión de las ONs en los cuales los beneficiarios/obligacionistas han delegado en el fiduciario ciertas facultades. Siendo generalmente, según dichos Convenios, el fiduciario el único con facultades para ejercer acciones judiciales fundadas en los derechos causados por las ONs, llegando incluso en algunos casos a inhibir expresamente a los tenedores de impulsar acciones, vulnerando así el derecho incondicional al ejercicio de la acción individual contra el emisor en los términos del art. 29 de la LON.

Tal es así, que por ejemplo la Sala C de la Cámara Nacional Comercial de Apelaciones, en los ya citados autos: “Brodsky María c/Metrogas SA s/Ejecutivo” dispuso, desestimando las excepciones que ésta interpuso, que: “La delegación de derechos y facultades que realizaron los tenedores de obligaciones negociables en el fiduciario, no impide promover juicio ejecutivo porque siempre quedan a salvo los derechos de cada tenedor, en tanto esta interpretación concuerda con el art. 63 de las Normas de la Comisión Nacional de Valores en cuanto establece que los valores negociables deberán otorgar a sus tenedores la posibilidad de recurrir, en caso de

incumplimiento, a la vía ejecutiva de acuerdo a lo dispuesto en las leyes y regulaciones aplicables. El carácter unitario de la operación financiera de emisión de obligaciones negociables globales, que deriva en ciertos casos en la existencia de un fideicomiso, no importa necesariamente que el orden jurídico incorpore limitaciones al accionar individual de los acreedores”.

En consonancia, se sostuvo al respecto en otro juicio ejecutivo, “Méndez Carlos Angel c/Metrogas SA s/Ejecutivo” que: “De la interpretación de esas cláusulas contractuales cabe concluir que, si bien el fiduciario ostenta la representación de los obligacionistas y debe actuar cuando los tenedores del 25% se lo soliciten, ello no impide que los tenedores ejerzan por si mismos las acciones judiciales que competen a los títulos que les pertenecen. Véase que el art. 4.2 no exige que, previamente, el obligacionista obtenga el título individual definitivo como ha pretendido aquí Metrogas S.A.. De todos modos, interpretar como pretende la ejecutada importaría desconocer derechos de raigambre constitucional de los obligacionistas (CN 17 y 18). Pues, según en el esquema descrito en la presentación de la demandada, la posibilidad de los obligacionistas de reclamar el cumplimiento de las obligaciones del emisor dependería exclusivamente de la voluntad del fiduciario, ya sea para la entrega del título definitivo o para la promoción de las acciones judiciales pertinentes. Pero, paradójicamente, el fiduciario es una entidad bancaria designada y remunerada por el emisor para administrar la cartera de las ONs que ha emitido. Así, ante una eventual connivencia entre emisor y fiduciario, el obligacionista carecería de vía alguna para reclamar ante las autoridades. Podría argumentarse que el tenedor debe accionar, entonces, primero para que se le expida el título definitivo y luego, recién obtenido el mismo, podría iniciar el juicio ejecutivo. No obstante, ese tipo de defensas dilatorias no puede ser opuesta en este tipo de procesos en los que, si existe deuda, aun cuando se estimara que el título es inhábil (que ya he dicho que no es el caso), corresponde admitir la ejecución”[74] .

En fin, y más allá del tenor y literalidad de las disposiciones contractuales que pudieran existir entre las partes (me refiero al Contrato de Fideicomiso), también debe prevalecer y, por tanto, reconocerse legitimación activa a los actores de los juicios ejecutivos iniciados contra las emisoras por ONs impagas, pues ello condice con el texto y espíritu de sendas disposiciones normativas aplicables como ser el art. 29 de la LON, art. 4 del Decreto 677/01 y el art. 69 de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV) antes art. 63 del texto ordenado.

Efectivamente, la norma fundamental de tutela del derecho al cobro individual por parte del titular de obligaciones negociables es el art. 29 de la LON sobre el cual ya nos hemos referido.

Sobre la cuestión, se dijo que “lo que la ley (en referencia a la LON) no previó es el documento que confiere acción ejecutiva en el caso de que las obligaciones se hubieran representado mediante anotaciones en cuenta (escriturales). Nada se dice sobre el tema. El problema ha sido resuelto dentro del nuevo régimen de Transparencia de la oferta pública ... que contiene el Decreto 677/2001 ... en su art. 4 un régimen de los valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta. El inc. e) dispone que se podrán expedir comprobantes de saldo de cuentas a efectos de legitimar al titular para reclamar judicialmente...”[75].

En ese orden de ideas, el art. 69 de las Normas de la CNV, refiriéndose a las características de los valores negociables exige la incorporación a los prospectos de las referencias sobre la existencia y disponibilidad de la vía ejecutiva para el cobro, disponiendo al respecto que:”Los valores negociables deberán otorgar a sus tenedores la posibilidad de recurrir -en caso de incumplimiento de la emisora- a la vía ejecutiva de acuerdo con lo dispuesto al respecto por las leyes y regulaciones aplicables”.



A dichas disposiciones, corresponde agregar el mecanismo de legitimación reglamentado e incorporado en el Decreto 677/01 en su art. 4, que le permite al tenedor de obligaciones negociables registrales obtener el Comprobante de Saldo emitido por la Caja de Valores.

En tal sentido, ha dicho al respecto la Sala C de nuestra Excma. Cámara Comercial en el ya citado caso “Brotsky” que: “Corresponde reconocer legitimación a los ejecutantes para promover juicio ejecutivo en virtud de los certificados que dan cuenta de la titularidad de las obligaciones negociables emitidas por la sociedad accionada, ya que tratándose de participaciones en certificados globales, la Caja de Valores constituye el organismo autorizado para emitir esa constancia”.

También se ha sostenido al respecto en los autos “Arieu Roberto Eugenio c/Metrogas SA s/Ejecutivo”(Expte. N° 51.056/05), que: “Ahora bien, según lo previsto en el decreto citado, los certificados emitidos a título de comprobante legitiman al titular para reclamar judicialmente mediante acción ejecutiva por lo que con la mencionada constancia aparece suficientemente acreditada la habilidad de la documentación otorgada por la Caja de Valores. Ello, porque si bien el decr. 677/01 establece que sea la entidad autorizada quien lleve registro del los valores negociables y deba expedir el comprobante de la apertura de su cuenta, también menciona que el mismo emitido por una caja de valores autorizada (art. 4, inc. 1 decr. 677/01) será suficiente título para reclamar judicialmente, máxime cuando -como en la especie- la Caja de Valores S.A. es la administradora del sistema de depósito colectivo y organismo hábil para emitir dicha constancia. En consecuencia, no asiste razón al demandado respecto a la ausencia de capacidad sustancial del ejecutante, por lo que deviene inaudible la falta de legitimación activa invocada”[76]

En tal sentido en el caso de los certificados globales, los comprobantes de saldo prueban la existencia de las Obligaciones Negociables -más específicamente, de una participación en el Título Global- depositadas en algún sistema de clearing colectivo y legitiman a los inversores a interponer las acciones judiciales.

En efecto, el Decreto 677/01 art. 4 inc. e) establece un procedimiento de legitimación que es aplicable sin perjuicio de las “disposiciones especiales aplicadas a cada valor negociable, o previstas en los documentos de emisión”. Por consiguiente, no corresponde darle mayor validez a los documentos de emisión, pues el procedimiento de legitimación del decreto, prima y es siempre aplicable más allá de lo que las partes pudieran haber previsto en los documentos de emisión, pues así lo prevé el propio Decreto.

Asimismo, muchas veces las emisoras de ONs al verse demandadas pretenden ignorar la evolución que ha seguido el derecho en el ámbito del mercado de capitales con relación a los valores negociables y que la expresión título valor en el ámbito de la desmaterialización que predomina en los mercados hoy en día, no tiene la literalidad que tenía años atrás. El comprobante de Caja de Valores es un título de legitimación, no existiendo en el mundo de lo desmaterializado de los valores anotados en cuenta y evidenciados en un título global, un “título valor” distinto del certificado de legitimación.

Al respecto, nuestra doctrina ha dicho que: “Este bloqueo o inmovilización se logra mediante los medios mecánicos y/o electrónicos del que dispone la entidad custodia de los valores. Entonces, si desde el punto de vista técnico -y conforme con las prácticas que rigen la materia- pudiera confirmarse que el registro electrónico que individualiza una participación o beneficio en el título global en cuestión resiste las alteraciones causadas por transferencias, gravámenes, etc. durante todo el tiempo que demanda la instancia judicial, se lograría el mentado bloqueo y, consecuentemente, se acreditaría la legitimación de quien o quienes figuran como titulares de

los registros, comprobantes, etc. Es en ese contexto "técnico" cobran virtualidad las disposiciones del dec. 677/2001 que reconocen a los comprobantes de saldo de cuenta como documentos que legitiman a los titulares allí indicados para reclamar el cumplimiento de las condiciones establecidas en el valor base. En otras palabras, los comprobantes de saldo emitidos en las condiciones establecidas por dicha norma dan fe de la existencia de los certificados globales en una cuenta custodia de valores, en el país o en el extranjero, pero no los reemplazan ni los suplantán"[77].

En suma, es numerosa nuestra jurisprudencia que se ha referido sobre la incuestionable legitimación activa de los tenedores de ONs que ejecutan a las emisoras con el comprobante de saldo en cuenta expedido en los términos del art. 4 inc. e) del Decreto 677/01, sosteniendo al respecto que: "Así, pues existe prueba fehaciente en autos de la titularidad de las ONs a favor del actor, así como que el mismo no podrá transferir su dominio hasta tanto se decida judicialmente dejar sin efecto el bloqueo. El planteo de que el registro de los tenedores-beneficiarios sólo sería llevado por el fiduciario y que, por tanto, la Caja de Valores S.A. no podía certificar titularidad, no se compadece con la realidad. Sea que los operados del sistema "Euroclear" o "Clearstream" hayan contratado con la Caja de Valores S.A. la custodia del registro de obligacionistas o que el fiduciario (hoy Banco de Valores) informe periódicamente las tenencias, lo cierto es que la entidad certificante ha expresado que efectivamente tiene bajo su custodia el registro de las ONs en cabeza del actor y que puede tomar nota del bloqueo. Agrégase que Metrogas S.A. manifestó que el registro es confidencial y que desconoce la identidad de los tenedores. Ello denota que, contra certificación de una autoridad del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, la manifestación de la emisora, carente de concreción y expreso desconocimiento, no puede ser admitida"[78] .

## **20. La Inconstitucionalidad del Decreto 677/2001.**

Es habitual que las emisoras de ONs ejecutadas al oponer excepciones cuestionen la constitucionalidad del Decreto 677/2001, ello aún cuando el proceso ejecutivo no es el marco procesal adecuado e idóneo para un planteo de inconstitucionalidad, nuestra jurisprudencia y doctrina son más que pacíficas en cuanto a que el Decreto 677/01 es constitucional.

Por su parte, Lino E. Palacio expresa que: "a- Ninguno de los códigos procesales vigentes en la República contempla a la de inconstitucionalidad como excepción oponible en el juicio ejecutivo. En virtud de esa circunstancia, sumada a la de que el debate de la cuestión constitucional importa poner en tela de juicio la legitimidad de la obligación, los precedentes judiciales, en su mayoría, se han pronunciado en sentido desfavorable a la procedencia de la mencionada excepción"[79].

Ahora bien, hecha dicha aclaración, cabe destacar que la constitucionalidad del Decreto 677/01 ha sido avalada por la Cámara Comercial, entre otros, en los ya mencionados casos "Siso Andrés c/Telecom Argentina Stet-France Telecom. S.A", "Brodsky María c/Metrogas SA s/Ejecutivo", "Arieu Roberto Eugenio c/Metrogas SA s/Ejecutivo", "Garcia Labougle Miguel c/Metrogas SA s/Ejecutivo", "Giovachini Juan O. c/Cablevision SA s/Ejecutivo", "De Oyarbide José Luis c/Metrogas SA s/Ejecutivo" y "Méndez Carlos Ángel c/Metrogas SA s/Ejecutivo".

Sobre el particular, en los autos "Brodsky" se dijo: "La circunstancia de que el Decreto 677/01 del Poder Ejecutivo Nacional haya otorgado al titular de valores en cuenta o escriturales la posibilidad de iniciar acción ejecutiva no configura un exceso en el ejercicio de las atribuciones que le han sido conferidas, considerando que el art. 29 de la Ley N° 23.576 ya preveía que los

títulos representativos de las obligaciones negociables otorgan tal acción a sus tenedores (Del dictamen de la Fiscal General Subrogante que la Cámara hace suyo)”.

En dicha oportunidad, también se dijo “Cabe rechazar el planteo de inconstitucionalidad del Decreto 677/01, pues no se advierte que se configure un exceso o desajuste en la norma delegada respecto de la materia delimitada en el art. 1º, apartado I, inc. d), de la Ley Nº 25.414, ya que allí se estableció que se facultaba al Poder Ejecutivo Nacional a ejercer atribuciones en materia determinadas de su ámbito de administración, tales como desregular el funcionamiento y la transparencia del mercado de capitales y de seguros, garantizando el debido control del sector (Del dictamen de la Fiscal General Subrogante que la cámara hace suyo)”.

Cabe asimismo mencionar lo dispuesto por el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial Nº 23, en los ya citados autos “Sonzinni Graciela s/Pedido de quiebra de Transener SA”, donde se dijo: “Es constitucional el Decreto 677/2001 del Poder Ejecutivo Nacional (Adla, LXI-C, 2718), ya que si bien se introdujo en una materia que no fue prevista por el legislador cuyas facultades delegadas invocó ni exhibe urgencia alguna que legitime la actuación del poder administrador de acuerdo al art. 99, inc. 3º, de la Constitución Nacional, pudo ser dictado con sustento en el art. 99, inc. 2º de ésta, porque constituye una adecuada reglamentación de la Ley Nº 23.576 (Adla, XLVIII-C, 2785) sobre obligaciones negociables y no altera su espíritu al instrumentar un mecanismo destinado a evitar que se frustren los derechos de los beneficiarios de obligaciones representadas en títulos globales, que la ley ha procurado preservar....” .

Por su parte, en el ya citado caso “López Vilaclara Sebastián y otro c/Metrogas S.A. (Expte. 48.169/05)” se sostuvo: “En este punto, he de adentrarme en el análisis del planteo de inconstitucionalidad opuesto por la demandada, con relación al Dec. 677/01, en tanto ha sido oído el Sr. Agente Fiscal ...Al efecto, de ponderar que el decreto cuestionado emanado del Poder Ejecutivo Nacional (ADLA LXI-C, 2718) es constitucional porque asegura el derecho a la jurisdicción al importar una razonable reglamentación del presupuesto a reunir para iniciar la acción que el art. 29 de la Ley Nº 23.576 concede a los beneficiarios de obligaciones negociables, haciendo cesar la situación de indefensión en la que se hubieren encontrado cuando se trata - como en el caso - de obligaciones representadas en títulos globales, pues en dicho supuesto aquellos se verían privados de la documentación necesaria para acreditar la legitimación” [80].

En consecuencia, cabe destacar en torno a la constitucionalidad del Decreto 677/01, que más allá de lo que algún sector de la doctrina pueda considerar sobre algunos artículos en particular de dicho decreto, lo cierto es que en lo que es materia del presente trabajo, el mismo no hace más que asegurar el derecho a la jurisdicción, reglamentando de manera razonable los presupuestos que se deben reunir para iniciar la acción que el art. 29 de la LON concede a los beneficiarios de ONs revirtiendo así el estado de indefensión al cual se hallaban sometidos los tenedores de dichos valores negociables cuando se trataba de ONs representadas en títulos globales, a los efectos de poder acreditar su legitimación.

## **VI. Capítulo Sexto: Conclusión** [arriba]

A lo largo del presente trabajo hemos desarrollado la evolución experimentada por los títulos valores desde su noción según la teoría clásica hasta nuestros días pasando por la inmovilización de los títulos valores, los certificados globales, las anotaciones en cuenta y la desmaterialización.

En tal sentido, dijimos que tanto la inmovilización como la desmaterialización, acaban en un mismo procedimiento para la creación, transmisión, modificación y extinción de derechos sobre los valores negociables, que son precisamente las anotaciones en cuenta, con total prescindencia del título físico, aun en los casos en que existe como es en los supuestos de inmovilización. De ahí que pueda concluirse que si bien los certificados globales tienen un sustrato físico y en tal sentido son cartulares, su régimen difiere en lo sustancial de los cartulares tradicionales, se aparta de ellos y en cambio se identifica totalmente con el régimen de los valores desmaterializados, escriturales, ya que como en éstos, y a diferencia de aquellos, lo único relevante son las anotaciones en cuenta.

También hicimos alusión al concepto actual de “valor negociable” y sostuvimos al respecto que dada su definición abierta y genérica en el art. 2 del Decreto 677/01 el mismo es lo suficientemente amplio para incorporar aquellos nuevos valores que vayan surgiendo, como consecuencia de la autonomía de la voluntad, para hacer frente a las nuevas necesidades de los mercados financieros.

Asimismo, y luego de haber desarrollado los aspectos mencionados precedentemente como así también a las nociones básicas de las ONs estamos en condiciones de afirmar que un tenedor de ONs está legitimado para reclamar el cobro individual de su tenencia en los términos del art. 29 de la LON con el comprobante de saldo en cuenta expedido por una caja de valores, o depósito equivalente conforme el art. 4 inciso e) del Decreto 677/01. Sin necesidad, de contar con un documento cartular pues dicho comprobante de saldo en cuenta es título ejecutivo hábil y autosuficiente a efectos de habilitar el proceso ejecutivo.

En efecto, tal como lo señala la doctrina citada en el presente trabajo, la sanción en el 2001 del Decreto 677 es la solución normativa a la identificación del titular del derecho de crédito que representan las obligaciones negociables emitidas en los mercados locales e internacionales, que se encuentren inmovilizadas o sean desmaterializadas y por tanto su titularidad y circulación sea llevada mediante anotaciones en cuenta. Ello, en cuanto la norma citada busca eliminar todo posible cuestionamiento, sobre la viabilidad de hacer valer los derechos como tenedores de valores negociables, con la sola constancia de la anotación en cuenta, superando así la discusión sobre la necesidad o no, de contar con el documento cartular para la promoción de una demanda ejecutiva.

En consecuencia, como ya señalamos no sólo la doctrina recibió con beneplácito el texto del art. 4 de Decreto 677/01, en tanto la numerosa y novedosa jurisprudencia citada en la presente tesina, por su parte, y de modo contundente, también le reconoció plena e inmediata operatividad al mismo, en el marco de los procesos ejecutivos iniciados como consecuencia de la crisis de los años 2001 y 2002, y que tenían por objeto valores de los indicados.

Hemos, también, repasado las principales defensas planteadas por las emisoras de estas ONs, al verse demandadas en los juicios que se les inician.

Tal como lo dijimos en la introducción del presente trabajo, pero que bien vale la pena resaltar nuevamente, nuestros tribunales con la citada jurisprudencia lograron resguardar el derecho de los tenedores de las ONs al cobro de sus acreencias y el prestigio de un instrumento de suma importancia para el crédito. En este sentido, creo surge claramente de este trabajo que de prosperar las interpretaciones restrictivas en cuanto al ejercicio de los derechos de cobro compulsivo por parte de los obligacionistas, que inspiran las defensas interpuestas por las emisoras en los juicios ejecutivos reseñados, como así también, las que inspiran los términos de algunos contratos de fideicomiso en el marco de los programas de emisión de estos valores o al menos la interpretación pretendida de los mismos por las emisoras, hubieran resultado en un

duro golpe al crédito, a la confianza pública y al derecho de pequeños ahorristas que confiadamente entregaron sus dineros para el desenvolvimiento de estas empresas.

En relación con lo mencionado en el párrafo anterior pusimos también de manifiesto que para un simple tenedor de una inversión en términos relativos pequeña es casi imposible seguir el procedimiento pretendido por las emisoras, pues para este tipo de inversores la relación costo/beneficio de actuar conforme lo pretendido por las emisoras, es totalmente negativa.

Sostenemos que el Estado no debe tutelar a los grandes deudores contra “tenedores desequilibrados”. Tampoco debe protegerse a los grandes inversores de esa peculiar categoría. Los grandes deudores y los grandes inversores se bastan a sí mismos y en todo caso ahí están las normas concursales si de cesación de pagos se trata. Por el contrario son los que preferimos llamar pequeños ahorristas, quienes merecen y necesitan la protección de la ley para sus derechos legítimos. Son éstos que han sido invitados públicamente a prestar y que no tienen recursos para mantener equipos de analistas para decidir sus inversiones, quienes necesitan que, a través de la acción de los Entes Reguladores y de la Justicia, se impida que, vía el diseño de tortuosos procedimientos o el desconocimiento de normas expresas o de pretender que un “trust deed” y su fiduciario, sean un impedimento para el legítimo ejercicio de las acciones ejecutivas que otorgan los títulos por consagración legal, se termine por burlar la confianza del público inversor y desprestigiar con ello el Mercado de Capitales como un eficiente y seguro canalizador del ahorro público y vehículo para el financiamiento de las empresas.

### **Bibliografía Citada**

- Escuti (h) Ignacio A. “Títulos de crédito”, Letra de cambio, pagaré y cheque, 4º Edición Actualizada y ampliada, editorial Astrea, Buenos Aires 1995.
- Kenny Mario O. “Obligaciones Negociables”, 2da. Edición, Abeledo -Perrot, Buenos Aires 1996.
- Muñoz Luis “Títulos - Valores Crediticios”, Letra de cambio, pagaré y cheque, 2da. Edición, Tipografica Editora Argentina, Buenos Aires 1973.
- Palacio Lino E. “Derecho Procesal Civil”, Tº VII, Abeledo-Perrot, Buenos Aires 1994.
- Palacio Lino E. “Manual de Derecho Procesal Civil”, 11º Edición Actualizada, Abeledo-Perrot, Buenos Aires 1997.
- Paolantonio Martin E, “Obligaciones Negociables”, Ed. Rubinzal - Culzoni., 1ra. Edición, Santa Fe 2004.
- Villegas Carlos Gilberto “Títulos Valores y Valores Negociables” Letra de Cambio-Pagarés-Cheques-Facturas de Crédito-Letras Hipotecarias-Acciones-Obligaciones-Valores Fiduciarios-Valores Públicos-Contratos de Inversión, La Ley, 1ra. Edición, Buenos Aires 2004.
- Villegas, Carlos Alberto y Villegas, Carlos Gilberto, “Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas, Ed. Dykinson, Madrid 2001.
- Williams Jorge N. “Títulos de Crédito”, 2da. Edición revisada y actualizada, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires 1981.

- Yomha Carlos “Tratado de las Obligaciones Negociables”, Depalma, Buenos Aires, 1994.

### Doctrina

- Alegría Héctor “La Desmaterialización de los Títulos Valores”, Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, Año 21-1988, pág. 893.

- Blaquier Rodolfo “El régimen jurídico de las obligaciones negociables (Leyes N° 23.576 y 23.962) (I Parte)” E. D. 149-905.

- Calandra Federico “Obligaciones Negociables. Condiciones de emisión vs. regulaciones normativas”, LL- 2000- D-1094.

- Jiménez Herrera, Federico - Iglesias José, “La protección del inversor en obligaciones negociables y la crisis de las emisoras. La asamblea de obligacionistas y la voluntad de los tenedores”, publicado en la La Ley, 31/03/05.

- López Mazzeo, Hernán, “Acreditación de los derechos económicos contenidos en valores negociables representados como certificados globales”, La Ley N° 14/12/2004.

- López Mazzeo, H. y Ferrari Carlos M. “Obligaciones negociables, pedidos de quiebra y cuestiones de legitimación activa”, ED-190-pág. 696.

- Malumian Nicolas y Barredo Federico “Valores negociables desmaterializados: Vía ejecutiva y declaración de quiebra del emisor”, Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, Año 211, Marzo/Abril 2005, pág. 309, Editorial LexisNexis, 2005.

- Villegas Carlos G, “Los valores no cartulares y su ejecución. Títulos escriturales o representados mediante anotaciones en cuenta o certificados globales”, publicado La Ley N° 2004-A, 905.

- Villegas, Marcelo y Kenny, Mario, “El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejoras prácticas en el gobierno corporativo”, en Doctrina Societaria y Concursal, Nro. XIII, septiembre de 2001, pág. 281.

### Jurisprudencia

- CNCom, Sala C, 3/08/04, en autos: “Brodsky María c/Metrogas SA s/Ejecutivo”.

- CNCom, Sala C, 28/12/05, en autos: “Arieu Roberto Eugenio c/Metrogas SA s/Ejecutivo”.

- CNCom, Sala C, 28/12/05, en autos: “Garcia Labougle Miguel c/Metrogas SA s/Ejecutivo”.

- Cám. Nac. Com., Sala C, 19/10/04, en autos: “Etcheto, Alejandro A. c/. Banco Hipotecario SA s/Ejecutivo”.

- Cám. Nac. Com., Sala B, 27/3/2003, en autos: “Katz, Alberto s/pedido de quiebra a Imagen Satelital SA”, LexisNexis Online. doc. 30012048.
- Cám. Nac. Com., Sala B, 23/04/2004, en autos: “Barsky & Adams SA c/Telecom Stet France Telecom SA s/Ejecutivo”.
- Cám. Nac. Com., Sala B, 8/11/02, en autos: “Comisión Nacional de Valores c/Sociedad Comercial del Plata S.A.”, LL- T 2003-D- pág. 53.
- Cám. Nac. Com., Sala B, 14/03/06, en autos: “De Oyarbide José Luis c/Metrogas s/Ejecutivo”.
- Cám. Nac. Com., Sala A, 21/05/2004, en autos: “Schargorodsky, Carlos c/Banco Galicia SA s/Ejecutivo”.
- CNCom, Sala A, 8/07/04 “Giovachini Juan O. c/Cablevisión SA s/Ejecutivo”.
- Cám. Nac. Com., Sala A, 26/05/03, en autos: “Financiera Ludicor SA c/Compañía de Transportes de Energía Eléctrica de Alta Tensión SA s/Ejecutivo”, LL 2003-E-846.
- Cám. Nac. Com., Sala E, 16/05/00, en autos: “Alpargatas SA s/Pedido de quiebra por Negri, Herminio”, JA 2001-III-148.
- Cám. Nac. Com., Sala E, 29/05/03, en autos: “Arcuri Lidia y Otros c/Banco Hipotecario SA s/Ejecutivo”;
- Cám. Nac. Com., Sala E, 16/03/06, en autos: “Méndez Carlos Ángel c/Metrogas SA s/Ejecutivo”.
- Cám. Nac. Com., Sala D, de fecha 10/06/04, en autos “Siso Andrés c/Telecom Argentina Stet-France Telecom. S.A s/Ejecutivo”.
- CNCom, Sala D, 22/10/03, “Emerging Markets Fixed Income Ltd. y otro c/Telecom Argentina Stet France Telecom SA”.
- Re Imperial Steel Corporation Ltd. (1925) 28 O.W.N. 242 (Ont. App. Div).
- Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 2, Secretaria N° 3, en autos “Méndez Carlos Angel c/Metrogas S,A, s/Ejecutivo (Expte 90.670/05)” sentencia dictada el 30/09/05.
- Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 24, Sec. 47, en autos, “Arieu Roberto Eugenio c/Metrogas SA s/Ejecutivo” (Expte. N° 51.056/05) sentencia dictada el 20/09/05.
- Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 19, Sec. 37, en autos, “García Labougle Miguel c/Metrogas SA s/Ejecutivo” (Expte. N° 49.170/05) sentencia dictada el 9/09/05.
- Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 23, Sec. 45, en autos “Sonzinni Graciela y otro c/Transener SA s/Ejecutivo” (Expte. N° 87.941/04).
- Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 17, Sec. 33, en autos, “García Labougle Miguel c/Metrogas SA s/Ejecutivo” (Expte. N° 48.157/05) sentencia dictada el 31/08/05.

- Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 6, Sec. N° 11, en autos. “Brodsky María y otro c/Metrogas S.A. s/Ejecutivo” (Expte. N° 52.191/03) sentencia dictada el 1/03/04.
- Juzgado Nacional de primera Instancia en lo Comercial N° 21, Sec. 42, en autos, “De Oyarbide José Luis c/Metrogas s/Ejecutivo (Expte. 46.448/05)” sentencia dictada el 31/08/05.
- Juzgado Nacional de primera Instancia en lo Comercial N° 18, Sec. 36, en autos, “López Vilaclara Sebastián y otro c/Metrogas s/Ejecutivo (Expte. 48.169/05)” sentencia dictada el 7/09/05.
- Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 10, Sec. N° 100, en autos, “Giovachini Juan O. c/Cablevisión SA s/Ejecutivo” sentencia dictada el 20/02/04.
- Juzgado Nacional de primera Instancia en lo Comercial N° 5, Sec. 9, en autos “Méndez Carlos Ángel c/Metrogas SA s/Ejecutivo (Expte. N° 58.749/05)” sentencia dictada el 19/09/05.

- 
- [1] Carlos Gilberto Villegas, “Títulos Valores y Valores Negociables” Letra de Cambio-Pagarés-Cheques-Facturas de Crédito-Letras Hipotecarias-Acciones-Obligaciones-Valores Fiduciarios-Valores Públicos-Contratos de Inversión, La Ley, 1ra. Edición, Buenos Aires, 2004, pág. 19.
- [2] Alegría, Héctor “La Desmaterialización de los Títulos Valores”, R.D.C.O., Año 21-1988, pág. 902 y 903.
- [3] Vivante Cesare, Trattato di Diritto Commerciale, volume III, Le Cose, quinta edizione riveduta e ampliata, Milano, 1924, n° 953, pág. 123, citado por Villegas Carlos G, ob. cit. pág. 21.
- [4] citado por Hueck, Alfred y Wilhelm Canaris, Claus, Derecho de los Títulos Valor, Editorial Ariel, Barcelona, 1988, pág. 1, en Villegas Carlos G, ob. cit. pág. 22.
- [5] Williams, Jorge N., “Títulos de Crédito, 2da. Edición revisada y actualizada”, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires 1981, pág. 17, y Gualtieri - Winizky “Títulos Circulatorios, 6ª. Ed. Reestructurada y puesta al día con la colaboración de las doctoras Berenstein, Teresa y Uzal, Maria Elsa, Ed. Abeledo-Perrot, Buenos Aires 1984, pág. 24, respectivamente, ambos citados por Villegas Carlos G., ob. cit. pág. 23.
- [6] Garrigues, Joaquín “Curso de Derecho Mercantil”, 7ma. Edición, Temis, Clombia, 1987, Tomo III, pág. 87 citado por Villegas Carlos G, ob. cit. pág. 26.
- [7] Manual de Derecho Civil y Comercial, Ejea, Buenos Aires, 1971, T V, 164 bis, 12, pág. 232, citado por Villegas Carlos G, ob. cit. pág. 27.
- [8] El Título 1, Capítulo 1, de dicha Ley 24/1988 dice en su artículo 2 que: “Quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones. Reglamentariamente se establecerán los criterios de homogeneidad en virtud de los cuales un conjunto de valores negociables se entenderá integrado en una emisión...”.
- [9] “Valores negociables. 1. A los efectos del presente Real Decreto, tendrán la consideración de valores negociables:
- a. Las acciones de Sociedades anónimas y las cuotas participativas de Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, *warrants* u otros análogos, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.
  - b. Las obligaciones y valores análogos representativos de partes de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o implícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquéllos.
  - c. Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.
  - d. Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
  - e. Las participaciones en Fondos de Inversión de cualquier naturaleza.



f. Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.

2. No se considerarán valores negociables:

a. Las participaciones en Sociedades de responsabilidad limitada.

b. Las cuotas de los socios de Sociedades colectivas y comanditarias simples.

c. Las aportaciones al capital de las Sociedades cooperativas de cualquier clase.

d. Las cuotas que integran el capital de las Sociedades de Garantía Recíproca.

e. Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros”.

[10] Carlos Gilberto Villegas y Carlos Marcelo Villegas, en “Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas”, pág. 27, señalan sobre Euroclear, lo siguiente: “El sistema de Euroclear fue creado en 1968 para custodiar los títulos valores de los participantes en el sistema de Euroclear y para efectuar transacciones entre los participantes en Euroclear a través de asientos registrales electrónicos, realizados simultáneamente contra el pago correspondiente eliminando de esa manera los movimientos físicos de los títulos valores y de efectivo. Actualmente, las transacciones pueden liquidarse en varias monedas inclusive en dólares. El sistema de Euroclear incluye varios otros servicios, entre los que se encuentran transacciones con títulos valores y se superpone con mercados locales en diversos países generalmente similares a los acuerdos de transferencias cruzadas con DTC. El operador del sistema de Euroclear es la sucursal belga de una entidad bancaria de Nueva York Morgan Guaranty Trust Company of New York, Bruselas, sucursal Bélgica que es un miembro del Sistema de Reserva Federal. Todas las operaciones son efectuadas por el operador del sistema de Euroclear y todas las cuentas compensadoras de títulos valores y cuentas en efectivo de Euroclear son cuentas con el operador de Euroclear. Los participantes incluyen bancos, agentes bursátiles y extrabursátiles y otros intermediarios financieros profesionales y podrán incluir cualquier colocador de cualquier serie de títulos. El acceso indirecto al sistema de Euroclear también está disponible para ciertas entidades que realizan operaciones de compensación o mantiene una relación de custodia con un participante en Euroclear ya en forma directa o indirecta. Las cuentas compensadoras y las cuentas en efectivo con el operador del sistema de Euroclear se rigen por los términos y condiciones para el uso de Euroclear, los procedimientos Operativos del Sistema y la legislación Belga aplicable. Los términos y condiciones regulan las transferencias de los títulos valores del sistema de Euroclear. Euroclear opera sobre la base de la fungibilidad, sin atribuir títulos específicos a cuentas específicas. El operador de sistema de Euroclear actúa en virtud de los términos y condiciones sólo en representación de los participantes en Euroclear y no tiene ningún registro ni relación con las personas que detentan participaciones a través de los participantes de Euroclear” (Carlos Gilberto Villegas y Carlos Marcelo Villegas, en “Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas”, Editorial Dykinson, Madrid 2001, pág. 27).

[11] Asimismo, los autores citados anteriormente, sostienen sobre DTCC, lo siguiente: “Depository Trust Company (DTC): Es una entidad de clearing americana constituida con objeto, limitado de acuerdo con las leyes del estado de Nueva York. Es una entidad miembro del sistema de “Reserva de Federal y una compañía de compensación, de acuerdo con la definición del Código de Comercio Uniforme de Nueva York, registrada de acuerdo con lo previsto en la ley de Mercados de Valores de Estados Unidos. DTC ha sido creada para poseer títulos valores a nombre de sus participantes a través de transferencias electrónicas en sus cuentas, eliminando así la necesidad de movimientos físicos de títulos. Entre los participantes se incluyen agentes bursátiles y extrabursátiles y entidades fiduciarias y agencias de compensación al igual que otras organizaciones. Este acceso indirecto al sistema de DTC también está disponible para otras entidades tales como bancos, agentes bursátiles y extra bursátiles y entidades fiduciarias que realizan operaciones de compensación o que mantienen una relación de custodia con un participante, ya sea directa o indirectamente (los participantes indirectos)”.

[12] Sobre Cedelbank señalan los Dres. Villegas que: “Cedelbank es un depositario profesional, de acuerdo con las leyes de Luxemburgo y se ha convertido en uno de los principales sistemas de clearing del “euromercado”, conjuntamente con Euroclear. Cedelbank posee los títulos valores de las organizaciones participantes y facilita la compensación y registro de los cambios que se producen en las cuentas de los participantes en Cedelbank, eliminando los movimientos físicos de los títulos. Las transacciones en Cedelbank pueden liquidarse en varias monedas, inclusive en dólares. Uno de los servicios que presta a los participantes es la custodia de los títulos, también la administración, la compensación y la liquidación de títulos valores que se negocian internacionalmente- Cedelbank se superpone con los mercados locales de varios países. Como depositario profesional, Cedelbank se encuentra sujeto a las regulaciones de Instituto Monetario de Luxemburgo. Los participantes en Cedelbank son instituciones financieras prestigiosas en todo

el mundo, entre ellas los suscriptores, agentes bursátiles y extrabursátiles, bancos, entidades fiduciarias y entidades de compensación y otras organizaciones determinadas y podrán incluir a los colocadores de cualquier serie de títulos. El acceso indirecto a Cedelbank también está disponible para otras personas tales como los bancos, agentes bursátiles y extrabursátiles y entidades fiduciarias que realizan operaciones o mantienen una relación de custodia con un participante de Cedelbank, directa o indirectamente”.

[13] Sentencia dictada el 30/09/05 por el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 2, Secretaría N° 3, en autos “Méndez Carlos Angel c/ Metrogas S,A, s/ Ejecutivo (Expte 90.670/05)”.

[14] Villegas C.G.: ob. cit., pág. 925.

[15] Paolantonio Martin E, “Obligaciones Negociables”, Ed. Rubinzal - Culzoni., 1ra. Edición, Santa Fe, 2004 pág. 29.

[16] El artículo 30 de la LON dispone: “Las sociedades autorizadas a hacer oferta pública de valores mobiliarios pueden emitir certificados globales de sus obligaciones negociables, con los requisitos del art. 7, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin, se considerarán definitivos, negociables y divisibles”.

[17] Conf. Paolantonio M.:ob. cit, pág. 126.

[18] Villegas Carlos G, ob. cit. pág. 29.

[19] Villegas Carlos G, “Los valores no cartulares y su ejecución. Títulos escriturales o representados mediante anotaciones en cuenta o certificados globales”, publicado en La ley Online, pág. 6 (La Ley 2004-A, 905).

[20] Alegría Héctor, ob. cit., pág. 894, citando a René Roblot, La dématérialisation des valeurs mobilières, editado por la ANSA (Association Nationale des Sociétés par Actions), París, 1984, p. 9. Yves Guyon, en Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières, en “Revue des Sociétés”, jul.-set. 1984, dice que “la era de los documentos escritos o impresos esta a punto de terminar” (p. 452) y a Alain Salomon, Le régime de l’inscription en compte des valeurs mobilières francaises. “Dématérialisation”, en Tercer Encuentro Internacional de Derecho Bursátil, de la Academia Mexicana de Derecho Bursátil, México, 1984, ps 32/3.

Los trabajos sobre desmaterialización (o sobre sus aspectos prácticos) son nutridos en Francia, a partir de la ley de 1981. Ver los mencionados en Dalloz, Encyclopédie, Droit Commercial, IV, “Mise à jour 1987”, voz “Valeurs mobilières”.

[21] Angulo Rodríguez Luis, “Derechos de créditos representados mediante anotaciones en cuenta y negocios jurídicos sobre los mismos, en la obra de varios autores “Negocios sobre derechos no incorporados a títulos- valores y sobre relaciones jurídicas especiales”, Civitas, Madrid, 1992, pág. 268 y 269, citado por Villegas Carlos G., ob. cit. pág. 34.

[22] Villegas Carlos G, ob. cit. pág. 35.

[23] Alegría Héctor, ob. cit., pág. 905.

[24] Garrigues, Joaquin “Curso de Derecho Mercantil”, 7ma. Edición, Temis, Clombia, 1987, Tomo III, pág. 86 citado por Villegas Carlos G, ob. cit. pág. 48.

[25] Alegría, Héctor , ob. cit., pág. 901.

[26] Vivante Cesare, Trattato di Diritto Commerciale, volume III, Le Cose, quinta edizione riveduta e ampliata, Milano, 1924, n° 959, págs. 129 y 130, citado por Villegas Carlos G., ob. cit., pág. 51.

[27] Paolantonio Martin E., ob. cit., pág. 26.

[28] Conf. Muñoz, Luis “Títulos - Valores Crediticios”, Letra de cambio, pagaré y cheque, 2da. Edición, Tipográfica Editora Argentina, 1973, pág. 101.

[29] Villegas Carlos G, ob. cit. pág. 53.

[30] Alegría, Héctor , ob. cit., pág. 908.

[31] Vivante, Cesare “Trattato di Diritto Commerciale”, Volume III, n° 955, Milano 1924, pág. 125 y 126, citado por Villegas Carlos G en ob. cit. pág. 62.

[32] Muñoz, Luis, ob. cit., pág. 105.

[33] Alegría, Héctor, ob. cit., pág. 907.

[34] Blaquier, Rodolfo, “El régimen jurídico de las obligaciones negociables (Leyes 23.576 y 23.962) (I Parte)” E. D. 149-905, pág. 909.

[35] Kenny Mario, Obligaciones Negociables, 2da. Edición, Abeledo -Perrot, Buenos Aires, 1996, pág. 9.

[36] Yomha, Carlos “Tratado de las obligaciones negociables, Depalma, Buenos Aires, 1994, pág. 12.

[37] Paolantonio, Martin Esteban, ob. cit., pág. 48.

[38] Villegas Carlos G., ob. cit., pág. 1052.

[39] Fija en el sentido que es una deuda del emisor y no una participación aleatoria en el resultado. En este sentido una ON cuya tasa es por ejemplo LIBOR + 2 o PRIME + 2, es variable en función de la variación de la tasa LIBOR o PRIME pero cae dentro del concepto de “renta fija” amplio.

[40] publicado en la pág. web de la CNV, [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).

[41] Jiménez Herrera, Federico - Iglesias José, "La protección del inversor en obligaciones negociables y la crisis de las emisoras. La asamblea de obligacionistas y la voluntad de los tenedores", publicado en La Ley, 31/03/05.

[42] López Mazzeo, Hernán, "Acreditación de los derechos económicos contenidos en valores negociables representados como certificados globales", La Ley 14/12/2004, pág. 5.

[43] Villegas Carlos Alberto y Villegas Carlos Gilberto, "Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas", Ed. Dykinson, pág. 1022 y 1023.

[44] Ver Re Imperial Steel Corporation Ltd. (1925) 28 O.W.N. 242 (Ont. App. Div) citado por Villegas Carlos Alberto y Villegas Carlos Gilberto, ob. cit. pág. 1027.

[45] Malumian N. y Barredo F.: Valores negociables desmaterializados: Vía ejecutiva y declaración de quiebra del emisor, pág. 311/312, RDCO, Marzo/Abril 2005, n° 211, Editorial LexisNexis, 2005.

[46] CNCom., Sala E, 16-05-2000, JA- 2001- T III- pág. 148.

[47] En honor a la brevedad, nos remitimos a la doctrina anterior al Decreto 677. Ver, al respecto: López Mazzeo, H. y Ferrari Carlos. "Obligaciones negociables, pedidos de quiebra y cuestiones de legitimación activa", ED-190-pág. 696; y Calandra Federico "Obligaciones Negociables. Condiciones de emisión vs. regulaciones normativas", en LL- 2000- D-1094.

[48] Publicado en LL- T 2003-D- pág. 53.

[49] Paolantonio Martín E., ob. cit., pág. 153/154.

[50] Villegas, Marcelo y Kenny, Mario, "El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejoras prácticas en el gobierno corporativo", en Doctrina Societaria y Concursal, Nro. XIII, septiembre de 2001, p. 281.

[51] Villegas, Carlos G., "Los valores no cartulares y su ejecución. Títulos escriturales o representados mediante anotaciones en cuenta o certificados globales", publicado en La ley Online, pág. 11 y 17 (La Ley 2004-A, 905).

[52] Paolantonio M.: ob. cit, pág.155.

[53] Malumian N. y Barredo F, ob. cit. , pág. 314.

[54] "Financiera Ludicor SA v. Compañía de Transporte de Energía Eléctrica de Alta Tensión SA", LL 2003-E-846.

[55] C. Nac. Com., sala B, 27/3/2003, "Katz, Alberto s/pedido de quiebra a Imagen Satelital SA", LexisNexis Online. doc. 30012048.

[56] Malumian N. y Barredo F, ob. cit. , pág. 315.

[57] Conf. López Mazzeo, ob. cit, pág. 1.

[58] Juz. Nac. de Primera Instancia en lo Comercial N° 10, Sec. N° 100, 20-02-2004, confirmado por la Sala A de la Cámara Comercial de Apelaciones en lo Comercial con fecha 08-07-2004, publicado en: [www.eldial.com.ar](http://www.eldial.com.ar).

[59] En efecto, y solo a título de ejemplo, mencionaremos algunos precedentes jurisprudenciales: CNCom. Sala D, 22-10-2003, en autos: "Emerging Markets Fixed Income Ltd. y otro c/ Telecom Argentina Stet France Telecom SA"; CNCom. Sala B 23-04-2004, en autos: "Barsky & Adams SA c/ Telecom Stet France Telecom SA"; CNCom. Sala A, 21-05-2004, "Schargorodsky, Carlos c/ Banco Galicia SA"; CNCom. Sala C, 19-10-2004, en autos: "Etcheto, Alejandro A. c/. Banco Hipotecario SA"; Juzg. Nac. de Primera Instancia en lo Comercial N° 23, Sec. 46, 21-02-2003, confirmado por la CNCom. Sala E, in re: "Arcuri Lidia y Otros c/ Banco Hipotecario SA s/Ejecutivo"; Juzg. Nac. de Primera Instancia en lo Comercial N° 5, Sec. 9, 09-04-03, confirmado por la CNCom, Sala D, en autos "Efron Marcos c/Banco Hipotecario SA s/Ejecutivo"; Juzg. de Primera Instancia en lo Comercial N°6, Sec. 11, 11-02-2003, confirmado por la CNCom. Sala A, in re: "Financiera Ludicor SA c/Compañía de transportes de Energía Eléctrica de Alta Tensión SA s/Ejecutivo"; Juzg. Nac. de primera Instancia en lo Comercial N° 4, Sec. 8, 23-10-03, in re:"Basterreix Hernán c/Multicanal SA s/Ejecutivo", Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 6, Sec. N° 11, en autos. "Brodsky María y otro c/ Metrogas S.A. s/Ejecutivo" confirmado por la CNCom. Sala C; Juzg. Nac. de primera Instancia en lo Comercial N° 24, Sec. 47, 20-09-05, "Arieu Roberto Eugenio c/ Metrogas SA s/Ejecutivo" (Expte. N° 51.056/05) confirmado por la CNCom. Sala C; Juzg. Nac. de primera Instancia en lo Comercial N° 19, Sec. 37, 9-09-05, "García Labougle Miguel c/ Metrogas SA s/Ejecutivo" (Expte. N° 49.170/05); Juzg. Nac. de primera Instancia en lo Comercial N° 17, Sec. 33, 31-08-05, "García Labougle Miguel c/ Metrogas SA s/Ejecutivo" (Expte. N° 48.157/05) confirmado por la CNCom. Sala C; Juzg. Nac. de primera Instancia en lo Comercial N° 21, Sec. 42, 31-08-05, "De Oyarbide José Luis c/ Metrogas s/Ejecutivo (Expte. 46.448/05)" confirmado por la CNCom. Sala B; Juzg. Nac. de primera Instancia en lo Comercial N° 18, Sec. 36, 7-09-05, "López Vilaclara Sebastián y otro c/ Metrogas s/Ejecutivo (Expte. 48.169/05)" y Juzg. Nac. de primera Instancia en lo Comercial N° 5, Sec. 9, 19-09-05, "Méndez Carlos Ángel c/ Metrogas SA s/Ejecutivo (Expte. N° 58.749/05)" confirmado por la CNCom. Sala E.

[60] Paolantonio Martín E, ob. cit, pág. 156 y 157.

[61] Villegas Carlos G.: ob. cit., pág. 408.

[62] Palacio L.E: Manual de Derecho Procesal Civil, 13ª Edición Actualizada, Abeledo-Perrot, Buenos Aires 1997, pág. 20.

[63] Paolantonio M.: ob. cit., pág. 158.

[64] Sala A de la Cámara Comercial, 8/07/04 en autos "Giovachini Juan O. c/ Cablevisión SA s/ Ejecutivo".

[65] Conforme surge del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables a Corto y Mediano Plazo por U\$S 600.000.000 emitido por Metrogas S.A de fecha 1/03/01 publicado en la pág. web de la CNV, [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).

[66] López Mazzeo, ob. cit., pág. 4.

[67] Sentencia dictada con fecha 7/09/05 por el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 18, Secretaría N° 36 en autos "López Vilaclara Sebastián y otro c/ Metrogas SA s/Ejecutivo (Expte. N° 48.169/05)".

[68] Sentencia dictada el 30/09/05 por el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 2, Secretaría N° 3, en autos "Méndez Carlos Angel c/ Metrogas S,A, s/ Ejecutivo (Expte 90.670/05)".

[69] Sentencia de fecha 31/08/05 dictada por el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 17, Secretaría N° 33 en autos "García Labougle Miguel c/ Metrogas SA s/Ejecutivo (Expte. N° 48.157/05)", confirmada por la Sala C de la Cámara Comercial.

[70] Conf. Kenny M.: ob. cit., págs. 9/10.

[71] En autos "Sonzinni Graciela s/Pedido de quiebra de Transener SA", Juz. Nac. de Primera Instancia en lo Comercial N°23, comentario al fallo publicado en Revista La Ley del 13-05-2004.

[72] Paolantonio M.: ob. cit. pág. 29.

[73] Olivencia Ruiz, citado por: Escuti (h) Ignacio: Títulos de crédito, pág.386, 6ª Edición Actualizada y ampliada, editorial Astrea, 1999.

[74] Sentencia dictada el 19/09/05 por el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 5, Secretaría N° 9 en autos "Méndez Carlos Angel c/ Metrogas SA s/Ejecutivo (Expte. N° 58.749/05)" confirmada por la Sala E de la Cámara Comercial con fecha 16/03/06.

[75] Villegas C.G.: ob. cit., pág. 1113.

[76] Sentencia dictada el 20/09/05 por el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 24, Secretaría N° 47, en los autos "Arieu Roberto Eugenio c/ Metrogas SA s/Ejecutivo"(Expte. N° 51.056/05) confirmada por la Sala C de la Cámara Comercial con fecha 28/12/05.

[77] López Mazzeo, ob. cit, pág. 1.

[78] Sentencia dictada el 19/09/05 por el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 5, Secretaría N° 9 en autos "Méndez Carlos Angel c/ Metrogas SA s/Ejecutivo (Expte. N° 58.749/05)" confirmada por la Sala E de la Cámara Comercial con fecha 16/03/06.

Cabe asimismo mencionar lo resuelto con fecha 14/09/05 por el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 19, Secretaría N° 37 en los autos "García Labougle Miguel c/ Metrogas SA s/Ejecutivo" Expte. N° 49.170/05: "Además, respecto a la legitimación del acreedor, y de conformidad con lo ya decidido por mí en los autos: "Alpargatas S.A. s/Concurso Preventivo s/incidente de verificación tardía por Ntra. Sra. De Fátima S.A.", cabe aclarar, que la potestad del fiduciario en su carácter de mandatario no enerva la posibilidad que el tenedor individual promueva la acción en la proporción correspondiente a su participación. Al efecto, resulta dirimente la circunstancia que en el contrato de fideicomiso se estipuló que las cuestiones relacionadas con los requisitos legales a fin de que los títulos califiquen como obligaciones negociables se regirán por la ley argentina, y al respecto corresponde la aplicación del decreto referido precedentemente a los efectos de legitimar al titular para accionar judicialmente a través de la vía ejecutiva. Consecuentemente, también habrá de desestimarse la defensa de falta de legitimación articulada".

También, en autos "García Labougle Miguel c/ Metrogas SA s/Ejecutivo (Expte. N° 48.157/05)" el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 17, Secretaría N° 33 sentenció con fecha 31/08/05, confirmada por la Sala C de la Cámara Comercial con fecha 28/12/05, al respecto que: "No obsta al criterio expuesto la delegación de derechos y facultades que realizaron los tenedores de esas obligaciones de Metrogas en el fiduciario, pues siempre quedan a salvo los derechos de cada tenedor, tal como surge del "Programa de emisión de ON" en Sección cuarta-cláusula 4.2. (2)- referida a los recursos del fiduciario y los de obligacionistas ante un supuesto de incumplimiento y se reitera en la Descripción del Programa de las obligaciones negociables simples, no convertibles en acciones, a corto y mediano plazo, al regular los supuestos de incumplimiento (ap xiii). Por otro lado, esta interpretación concuerda con lo establecido por el art. 63 de las normas de la CNV en cuanto establece que "...los valores negociables deberán otorgar a sus tenedores la posibilidad de recurrir - en caso de incumplimiento de la emisora- a la vía ejecutiva de acuerdo con lo dispuesto al respecto por las leyes y regulaciones aplicables...". Ello es así toda vez que el carácter unitario de la operación financiera de emisión de Obligaciones globales, que deriva en ciertos

casos de la existencia de un “fideicomiso”, no importa necesariamente que el orden jurídico incorpore limitaciones al accionar individual de los acreedores (cfr. Paolantonio, ob. cit p 94). Lo expuesto resulta suficiente para reconocer legitimación a los actores para accionar por esta vía...”.

Por su parte, en autos “De Oyarbide José Luis c/ Metrogas SA s/Ejecutivo (Expte. Nº 46.4480/05)” el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial Nº 21, Secretaria Nº 42 sentenció con fecha 31/08/05, confirmada por la Sala B de la Cámara Comercial con fecha 14/03/06, al respecto que: “Es en base al principio protectorio del que deben velar estas normas a favor de los inversores con el objeto de asegurar y fortalecer el mercado de capitales y afianzar la eficacia de estos títulos de crédito, en concordancia con lo manifestado por la Fiscalía interviniente en su dictamen y atento el carácter reglamentario del que adolece el decreto 677/01 es que encuentra una solución a favor de los titulares de obligaciones negociables facilitando la acreditación para legitimarlos activamente en un proceso judicial que tenga pro objeto el cumplimiento de una obligación emanada del título cuestionado (constancia de saldo emitida por la Caja de Valores S.A.)”.

Finalmente, en autos “López Vilaclara Sebastián y otro c/ Metrogas SA s/Ejecutivo (Expte. Nº 48.169/05)” el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial Nº 18, Secretaria Nº 36 sentenció con fecha 7/09/05 que: “Sobre este aspecto, tengo por cierto que a los fines previsto por el art. 29 de la L.O.N. (nº 23.576 y sus modificaciones ulteriores) resultan suficientes para legitimar al accionante los certificados obrantes en autos emitido por la Caja de Valores S.A., donde claramente surge que “Euroclear Bank S.A. /N.V”, sindicada con la sigla “EUR”, tiene registradas y depositadas en dicha entidad, bajo la custodia del fiduciario, obligaciones negociables de Metrogas, a nombre de los accionistas,...”.

[79] Palacio Lino E.: Derecho Procesal Civil, pág. 472, Tº VII, Abeledo-Perrot, 1994.

[80] En consonancia, en los ya citados autos “De Oyarbide José Luis c/ Metrogas SA s/ Ejecutivo (Expte. 46.448/05)”, se sentenció al respecto lo siguiente: “Es constitucional el decreto 677/01 del PEN..., porque constituye una adecuada reglamentación de la ley de Obligaciones Negociables y no altera su espíritu al instrumentar un mecanismo destinado a evitar la frustración de los derechos correspondientes a los beneficiarios de obligaciones, que la ley a procurado en preservar. La ley 25.414 prevee en su art. 1 inc. d) la posibilidad de que el Poder Ejecutivo ejerza atribuciones delegadas por el Congreso, al designarle la desregulación y el mejoramiento del funcionamiento y transparencia del mercado de capitales y de seguros, garantizando el debido control de los mismo, ello en virtud de lo emanado del art. 76 de la CN. Existen reglamentos dictados por la Administración Pública en tanto la atribución de competencia expresa que le confiere el Poder Legislativo sobre ciertas materias, a fin de que determine o precise detalles por medio de la reglamentación respectiva. Pues la CN atribuye la potestad reglamentaria, expresamente al titular del Poder Ejecutivo Nacional (art. 99, inc. 2º) y el dictado del decreto cuestionado resulta un complemento indispensable y accesorio de la distribución de ejecutar y hacer cumplir las leyes inherentes a dicho poder gubernativo, siempre en miras de asegurar en este caso la transparencia del régimen de la oferta pública. ...Siendo que la cuestión introducida no advierte contrariedad a la estructura jerárquica establecida en la Constitución Nacional debido a que el Poder Ejecutivo con el dictado del decreto cuestionado no se aportó de las bases de la delegación de la ley 25.414 y legislo sobre la materia expresamente prevista y delegada, queda sellada de esta manera la suerte de la inconstitucionalidad planteada”.

Asimismo, en el ya citado “Méndez Carlos Ángel c/ Metrogas SA s/ Ejecutivo (Expte. 58.749/05)” se sostuvo en la sentencia al respecto que: “Aclaro que me ceñiré al análisis de constitucionalidad del dec. 677/01 y la ley delegación exclusivamente en lo que se refiere al art. 4 del mencionado decreto que es el que atañe en la especie. A mi juicio, en este tema, no ha habido exceso en las facultades delegadas pues la disposición en torno a la legitimación de los participantes de títulos globales ha venido a reglamentar la ley de obligaciones negociables que, ya en su art. 29, preveía la acción ejecutiva a los títulos representativos de las ONs.. Como es sabido, el Poder Ejecutivo Nacional, tiene la función de reglamentar las leyes emanadas del congreso sin alterar su espíritu (CN 99:2). Dentro de esas atribuciones, el PEN ha posibilitado el ejercicio de los derechos de los tenedores de ONs instrumentadas en títulos globales, mediante la certificación de una autoridad encargada de su custodia. La calidad de título ejecutivo que revestía el título global ya antes del dictado del mencionado dec.677/01, impide considerar que se haya alterado el espíritu de la ley reglamentada o que se haya “creado” una norma en contradicción con el sistema de división de poderes”.