



EL DERECHO

Diario de Jurisprudencia y Doctrina

Director:

Jorge A. Mazzinghi

Consejo de Redacción:

José María Medrano

Carlos R. Sanz

Fernando M. Bosch

Obligaciones negociables, pedidos de quiebra y cuestiones de legitimación activa

POR HERNÁN LÓPEZ MAZZEO Y CARLO M. FERRARI

Sumario: 1. LAS CARACTERÍSTICAS INHERENTES A LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES. — 2. FORMA DE EMISIÓN Y LOS TÍTULOS GLOBALES. — 3. LA NEGOCIACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES EN LOS TÍTULOS GLOBALES. — 4. PARTICIPANTES Y BENEFICIARIOS. CUESTIONES RELATIVAS A LA ACREDITACIÓN DE SU LEGITIMACIÓN ACTIVA. — 5. REQUISITOS PARA EL PEDIDO DE QUIEBRA. — 6. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN. — 7. SOLUCIONES APORTADAS POR OTRAS LEGISLACIONES. — 8. DISTINTAS APROXIMACIONES A UNA SOLUCIÓN.

Como resultado de los problemas financieros que en los últimos años han afectado a numerosas empresas locales que participaban en el mercado público de crédito mediante la emisión de Obligaciones Negociables, ha surgido como una cuestión controvertida la situación jurídica de quienes habiendo invertido en dichos títulos, resultan poseedores de certificados o constancias de diversa índole que pretenden ser presentados ante los tribunales como documentos representativos de sus acreencias contra los respectivos emisores de dichos títulos.

En apretada síntesis, este trabajo tiene por finalidad señalar las características de las obligaciones negociables, tal como son generalmente emitidas en el país, describir las cuestiones propias a la negociación y registración de las mismas en el mercado internacional, y sintetizar los requisitos establecidos por la doctrina y la jurisprudencia nacionales en cuanto a la presentación de dichos títulos en procesos universales como la quiebra y el concurso preventivo. Como conclusión propondremos alternativas de solución al problema bajo análisis, las cuales tienen como único objetivo asegurar a los inversores en el mercado de capitales local e internacional el marco legal que tuvo en mira al momento de decidir su inversión en obligaciones negociables.

Las características inherentes a las obligaciones negociables

En primer término corresponde señalar ciertas características de estos valores mobiliarios regulados por la ley 23.576 [EDLA, 1988-102] (mod. ley 23.962 EDLA, 1991-178) y emitidos en masa, que representan una relación de crédito entre el titular o suscriptor de las obligaciones negociables y la sociedad emisora.

Como título de crédito entonces, les son aplicables los términos básicos de la clásica definición vivantiense: "el título de crédito es un documento necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo expresado en él"⁽¹⁾; reconociendo así la triple aptitud probatoria, constitutiva y dispositiva del documento. En este sentido YADAROLA⁽²⁾ afirma que la propiedad de documento es la condición necesaria y suficiente para adquirir el derecho interno o derecho creditorio, indicando además que el derecho creditorio "nace o se constituye ex novo, con la formación del documento"⁽³⁾.

Repetiremos entonces los caracteres que se les ha reconocido a los títulos de crédito: la necesidad —referida a la imprescindibilidad de la posesión del título para ejercer el derecho, en razón de su estructura documental—, la literalidad

—como medida del contenido y modalidad del ejercicio del derecho, pudiendo la literalidad ser incompleta, por referencia a otros documentos—, y la autonomía como característica que hace que el derecho sea ejercitable prescindiendo de situaciones subjetivas extracartáreas, por lo que no se acumulan vicios sustanciales y la relación jurídica entre cada transmitente es independiente de las demás⁽⁴⁾.

A su vez podemos indicar el carácter de título de crédito causal de la obligación negociable, en tanto su texto menciona la causa legítima de su creación que motivó el libramiento.

Estos títulos otorgan a su portador legitimado un derecho de crédito contra la sociedad emisora, de acuerdo con las condiciones establecidas en los "términos y condiciones" de emisión de los mismos.

En cuanto a la forma de documentación de las obligaciones negociables, las mismas pueden ser cartulares o escriturales.

De acuerdo con el art. 8° de la ley 23.576, las obligaciones negociables cartulares se representan en títulos individuales o, según lo establece su art. 30⁽⁵⁾, en certificados globales representativos de la totalidad o parte de la emisión, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo.

Las obligaciones negociables escriturales no se representan en títulos, sino por un sistema de cuentas llevadas a nombre de sus titulares en un registro de obligaciones negociables escriturales llevado por la emisora, bancos comerciales o de inversión o cajas de valores⁽⁶⁾.

En cuanto a la ejecutabilidad de las obligaciones negociables, la propia ley se encarga de conferirle a estos títulos el carácter ejecutivo⁽⁷⁾, al decir "...Los títulos representativos de las obligaciones otorgan acción ejecutiva a sus tenedores para reclamar el capital, actualizaciones e intereses..."⁽⁸⁾.

Autores como YOHMA han dicho que: "No se debe tomar estrictamente la expresión legal de que el carácter ejecutivo deviene del título representativo. Ello es así cuando la obligación se ha representado en títulos. En tal caso, para ejecutar se deberá acompañar el título, dado el carácter de necesidad propio de los títulos de crédito para ejercer los derechos incorporados en ellos. No sucede así cuando la representación por título es reemplazada por la registral en caso de las obligaciones escriturales. La representación por vía registral del título-valor obligación hace las veces de la representación cartular. Para ejecutar bastará acreditar la registral escritural..."⁽⁹⁾.

En consecuencia la acción ejecutiva en relación a las obligaciones negociables escriturales se ejercerá con "las respectivas constancias de las cuentas escriturales"⁽¹⁰⁾.

2 Forma de emisión y los Títulos Globales

En los últimos años, un monto importante de las obligacio-

nes negociables colocadas en el mercado nacional e internacional fueron emitidas en forma cartular, nominativa no endosable, representadas por uno o más Títulos Globales (o "Global Notes").

Para facilitar su negociación en los mercados de capitales internacionales, los Títulos Globales fueron ingresados a sistemas de depósitos colectivos en los Estados Unidos, tales como DTC (o "The Depository Trust Company"), y emitidos a la orden de entidades designadas como titulares de los valores por cuenta y orden de quienes resultaban inversores, o adquirentes de participaciones, en el mismo (p. ej. CEDE & Co.). Estas entidades de *clearing* tienen por objeto recibir y mantener los títulos valores que son entregados en depósito por alguna de las instituciones "participantes" de las mismas.

Estas entidades "participantes", que pueden ser definidas como aquellas que mantienen un crédito o "participación" en un Título Global, las constituyen los bancos de inversión, fondos y todos aquellos grandes inversores que suscribieron participaciones en el Título Global en el mercado primario. Este crédito o "participación" se representa a través de un ingreso o registro electrónico en los registros de la entidad depositaria. Los "participantes" (y sus respectivas "participaciones") pueden ser a su vez directos o indirectos, dependiendo ello de si la participación en el Título Global en cuestión es directa o a través de una cuenta custodia que dicho inversor mantiene en otra institución.

Finalmente encontramos a los denominados "beneficiarios" de las referidas participaciones, quienes son generalmente el público inversor que suscribió su inversión a través de alguna de las entidades "participantes" referidas. De esta manera podemos concluir diciendo que generalmente el público inversor resulta "beneficiario" de una "participación" (indirecta o directa) de un Título Global.

Consecuencia de este sistema de negociación y registro de las obligaciones negociables es que en los registros que la sociedad emisora lleva de sus respectivos acreedores obligacionistas, figura, como único tenedor registrado la entidad que resulta designada como titular por cuenta y orden de quienes detentan participaciones en los Títulos Globales (p. ej. CEDE & Co.). Vale decir, que el tenedor legitimado del que nos habla la ley cartular y la doctrina de los títulos de crédito es, en estos casos, la entidad que extiende las referidas "participaciones". Las instituciones "participantes" figuran a su vez en los registros de dichas entidades (p. ej. CEDE & Co.), mientras que la cantidad e identidad de los "beneficiarios" se encuentra reservada y resulta de exclusiva competencia de las respectivas entidades participantes.

Resulta también práctico en los mercados de capitales internacionales que los términos y condiciones de emisión de este tipo de obligaciones negociables representadas en Títulos Globales, establezcan generalmente la posibilidad de emitir títulos definitivos a nombre de cada uno de dichos participantes y/o beneficiarios. Estos títulos definitivos son emitidos por la misma emisora (o por el fiduciario o agente fiscal de la emisión) a favor del titular de la participación o su beneficiario, toda vez que ello sea requerido por cada uno de los participantes, o en caso de que ocurriera, por ejemplo, alguna de las causales de incumplimiento. De esta forma, por cada título o certificado definitivo que se emita, se disminuirá en igual monto el valor nominal del respectivo Título Global.

(1) RAYMUNDO L. FERNÁNDEZ y OSVALDO R. GÓMEZ LEO, *Tratado teórico práctico de derecho comercial*, Depalma, Bs. As. 1984, t. I pág. 259, reproducen la definición de VIVANTI.

(2) YADAROLA, MAURICIO, *Títulos de crédito*, Tipográfica Editora Argentina, Bs. As., 1961, págs. 108 a 110.

(3) Idem anterior.

(4) OSVALDO GÓMEZ LEO, ob. cit.

(5) Ley 23.576, art. 30 "Las sociedades autorizadas a la oferta pública de valores mobiliarios pueden emitir certificados globales de sus obligaciones negociables, con los requisitos del artículo 7mo., para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin, se considerarán definitivos, negociables y divisibles".

(6) Ley 23.576, art. 31.

(7) Conf. KENNY, MARIO O., *Obligaciones negociables*, pág. 192; BLAUJER, RODOLFO, *Régimen jurídico de las obligaciones negociables*, pág. 124/5.

(8) Art. 29, ley 23.576

(9) Conf. YOHMA, CARLOS G., *Tratado de las obligaciones negociables*, pág. 267.

(10) Conf. BLAUJER, RODOLFO, *Régimen jurídico de las obligaciones negociables*, pág. 125.

En nuestra aproximación clásica al problema de la legitimación activa, el título definitivo constituye entonces el título-valor causal, nominativo no endosable, que represente el derecho crediticio que adquiere su tenedor legitimado contra la sociedad emisora de la obligación negociable.

3 La negociación de las participaciones en los Títulos Globales

Las participaciones en los Títulos Globales son negociadas a través de los distintos sistemas de *clearing* (p.ej. Clearstream Bank o Euroclear). Dichas entidades de depósito colectivo administran un sistema de *clearing* escritural, de acuerdo con el cual se registran las titularidades de la participación en los Títulos Globales. De esta forma, en la práctica internacional, la titularidad en las obligaciones negociables representadas en los Títulos Globales se acredita por las certificaciones que sobre sus registros emiten los referidos sistemas de *clearing*.

Este también resulta el mecanismo mediante el cual los pagos de intereses y capital de las obligaciones negociables son acreditados a cada uno de los inversores: la sociedad emisora gira en la fecha indicada los montos correspondientes a capital e intereses (según corresponda) al agente de pago de la emisión, quien contra los registros de Clearstream Bank o Euroclear, acreditará a su vez las respectivas cuentas. Luego, cada participante los distribuye entre sus respectivos beneficiarios.

Los inversores nacionales, beneficiarios de participaciones en estos Títulos Globales depositados en un sistema internacional de *clearing*, que quisieran negociar sus participaciones en los mercados habilitados a tal efecto en la República Argentina, deben transferir sus "tenencias" a la República Argentina y mantener la custodia de las mismas en una entidad local. Para ello deben actuar a través de la Caja de Valores, S.A. Dicha transferencia se realiza a través de alguna de las cuentas "ómnibus" que Caja de Valores, S.A. tiene abiertas en los diferentes sistemas de *clearing* internacional (p.ej. Clearstream Bank o Euroclear).

Inclusive para estos casos, los Títulos Globales representativos de las obligaciones negociables no se encuentra físicamente depositado en Caja de Valores, S.A. sino que los acreedores obligacionistas o beneficiarios detentan sus "tenencias" en dichos Títulos Globales a través de un crédito realizado en la cuenta que Caja de Valores, S.A. posee en, por ejemplo, Clearstream Bank o Euroclear.

4 Participantes y beneficiarios. Cuestiones relativas a la acreditación de su legitimación activa

Lo señalado hasta el momento nos indica que quienes resultan inversores de obligaciones negociables emitidas de la forma arriba señalada, detentan sus "tenencias" a través de inscripciones en registros de cuentas de depósito colectivo, circunstancia esta que asemejaría la cuestión *sub examine* a una inversión en un título valor emitido en forma escritural. Ello en tanto la sociedad emisora o el fiduciario de la emisión (dependiendo ello de los términos y condiciones de emisión de los títulos) no emitieran los respectivos títulos o certificados definitivos.

Recordemos el concepto de legitimación activa como la facultad del acreedor de exigir el cumplimiento, sin que el deudor le exija pruebas complementarias de su condición de acreedor-legítimo. Siendo la obligación negociable un título creado para circular, el cesionario (o endosatario) tiene la seguridad de que la presentación del título es condición suficiente para exigir el cobro o la prestación al vencimiento. En efecto, cuando el título nace para circular, sale de las manos del emisor, sabiendo que el presentador será normalmente una persona distinta del primer tenedor, y sin el conocimiento del deudor⁽¹¹⁾. Esta situación importará la imposibilidad del emisor de alegar desconocimiento de la identidad de quien presente el título para su cobro.

La experiencia reciente nos indica que prácticamente la ma-

yoría de los inversores en obligaciones negociables han acreditado su condición de "tenedores" de los títulos en cuestión o propietarios de las inversiones realizadas es decir su legitimación activa, mediante la certificación que las distintas entidades de depósito colectivo realizaban de sus tenencias.

Estas certificaciones, que son generalmente emitidas merced a no pocas y dificultosas gestiones de los particulares interesados, manifiestan la calidad de depositario de las entidades de *clearing* respecto de una especie determinada, de un depositante determinado, y a una fecha determinada. En otras palabras, estas certificaciones acreditan un estado de cuenta o saldo a una fecha determinada.

En este sentido señalamos que el art. 43 del decreto 659/74, reglamentario de la ley 20.643 [ED, 54-835] (ley de nominatividad y de cajas de valores), establece que los certificados que la caja de valores emite (y que han sido presentados como constancias de la titularidad de obligaciones negociables carturales en numerosos pedidos de quiebra de sociedades emisoras) se refieren al "sistema de informaciones periódicas a los depositantes sobre los movimientos de sus cuentas y subcuentas y saldos correspondientes...". Más aún, estos certificados acreditan su contenido con relación al día de su emisión.

De esta forma, no escapa a la simple observación que la naturaleza de estos certificados es informativa, y manifiestan la existencia de una determinada relación jurídica como es la del depósito de títulos valores o custodia de una participación en un Título Global.

5 Requisitos para el pedido de quiebra

Se ha verificado recientemente como práctica la utilización del pedido de quiebra de las sociedades emisoras de obligaciones negociables como vía judicial, de mayor rapidez, y de relativo bajo costo, por parte de los acreedores obligacionistas, a fin de intentar el recupero de su crédito insatisfecho.

Ello resulta claro, a poco que analicemos los antecedentes inherentes a las emisiones de obligaciones negociables, de las cuales se produjo el incumplimiento, en los últimos tiempos (Alpargatas, Sociedad Comercial del Plata, Hidroeléctrica Piedra del Aguila, S.A. etc.).

Demás está decir que la aceptación de dicha práctica, tanto por nuestros Tribunales, como por importante parte de la Doctrina Comercialista, no hace más que desvirtuar el remedio legal creado por el Legislador, a fin de "liquidar un patrimonio impotente para el cumplimiento de las obligaciones que sobre él gravitan, en la época oportuna para que los acreedores no sufran una pérdida considerable, ..." (CApel. CC, Junin, 15/8/84, Cardigni y Cia. SCA).

A tal efecto debemos recordar que no es objeto del pedido de quiebra el obtener el cobro del crédito por parte de su peticionario.

Es más, es clara la Jurisprudencia, anterior a la reforma, cuando nos dice: "La pretensión formalizada en el pedido de quiebra, no tiene por objeto el cobro individual de un crédito, sino obtener la declaración de quiebra de la deudora;..." (CNCom., sala B, 14/9/81, "Marcelo Carrizo, S.A.", ED, 97-640).

Sin perjuicio de lo anteriormente esbozado, cabe en la especie analizar si se dan los presupuestos básicos que admitan el progreso de un pedido de quiebra, basado en el incumplimiento...

A tal efecto corresponde señalar los principales puntos inherentes a los requisitos legales exigidos, a fin de intentar la acción judicial en cuestión.

Conforme lo señala el art. 80 de la LC "Todo acreedor cuyo crédito sea exigible, cualquiera sea su naturaleza y privilegio, puede pedir la quiebra..."

Son dos los requisitos que la norma citada impone, a fin de viabilizar la petición de quiebra por parte de un tercero ajeno, a saber:

a) La debida acreditación del carácter de acreedor del peticionante de la quiebra. En efecto se ha dicho que "...quien debe demandar la declaración de quiebra de su deudor debe probar que es acreedor..."⁽¹²⁾, siendo que "La acreditación del carácter de acreedor legítimo en el pedido de quiebra constituye una carga procesal propia del peticionante" (CN-Com., sala C, febrero-26-975, ED, 61-359); y

b) La acreditación del carácter de exigible del crédito invocado por el peticionante. Al respecto se ha dicho que: "...cuando se trata de declarar la quiebra en base a la mora en el cumplimiento de una obligación debe desestimarse el pedido de quiebra cuando los elementos aportados por el deudor justifican serias dudas sobre la legitimidad del crédito impago..."⁽¹³⁾.

A tal efecto corresponde analizar lo establecido por el art. 83 de la LC, el cual nos dice: "Si la quiebra es pedida por el acreedor, (éste) debe probar sumariamente su crédito, los hechos reveladores de la cesación de pagos, y que el deudor está comprendido en el art. 2°..."

El carácter de exigible, que debe poseer el crédito invocado por el peticionante, resulta ser un elemento incorporado por la reforma, dentro del nuevo texto inherente al art. 80 de la LCQ.

Lo cual torna más vigentes que nunca a los fallos dictados durante la vigencia de la anterior normativa, en relación al carácter que deben poseer los títulos de crédito invocados como base para la petición de quiebra.

En efecto se preveía en dichos fallos que "Quien pide la quiebra de su deudor debe exhibir un título de crédito líquido y exigible"; siendo que "Al no haber probado la existencia y exigibilidad de la obligación principal no puede prosperar la acción fundada en la documentación acompañada..."

La prueba a cargo de quien solicita la quiebra debe reunir ciertos requisitos, los cuales son:

a) El crédito, que es un "estado". El punto es considerado como "legitimación activa" del acreedor. Es de importancia señalar que: "La calidad de acreedor legítimo es presupuesto esencial de la substanciación del pedido de quiebra. Sólo tal acreedor tiene la legitimación para abrir la instancia. Para ello, basta su petición; pero no es suficiente decirse acreedor para lograr la substanciación de un juicio universal, por el contrario, la condición de acreedor se debe demostrar: probando su crédito. Esto es, por remisión al instrumento detentado y al título que habilita su detentación... En suma, la prueba de la condición de acreedor corresponde sola y únicamente al peticionante..."⁽¹⁴⁾.

b) El hecho revelador del estado de cesación de pagos (presupuesto objetivo).

c) El presupuesto subjetivo de la quiebra llamado también de "legitimación pasiva". En otros términos, los sujetos comprendidos en el art. 2° de la LCQ son pasibles de ser declarados en quiebra.

La prueba en cuestión debe ser satisfecha por el acreedor al momento de peticionarse la quiebra del deudor, por ante el Juez interviniente.

Al respecto la Jurisprudencia ha dicho:

"Como el pedido de quiebra no constituye un juicio de antequiebra, corresponde juzgarlo con base en la sumaria evidencia del hecho revelador alegado y con una particular exigencia al respecto. En consecuencia, no corresponde declarar la quiebra si para reputar eficaces a los elementos aportados por el peticionario es necesario aceptar su versión a pesar de que fue contradicha por el demandado"⁽¹⁵⁾.

"El pedido de quiebra no constituye un juicio de antequie-

(11) ARROYO MARTÍNEZ, IGNACIO, *Reflexiones sobre los denominados títulos-valores impropios y documentos de legitimación*.

(12) MAFFIA, OSVALDO J., *Quiebra pedida por acreedor y causa del crédito*,

LL, 1982-C-41.

(13) CNCom., sala B, JA, 1975-27.190

(14) CNCom., sala A, 22/5/74, "Pacheco, Virginia y otros", ED, 56-639.

(15) CNCom., sala D, febrero 15-1995, "Langer, Jacobo s/pedido de quiebra por Nissim Benamo, Manuel", LL, 1997-E-260 - DJ, 1997-3-341.

bra, por lo que es exigible una extrínsecamente aprehensible evidencia del hecho revelador invocada⁽¹⁶⁾.

"Es carga del peticionario de la quiebra acompañar documentación autosuficiente para acreditar su condición de acreedor del demandado y el estado de cesación de pagos, pues todo planteo sobre acción causal subyacente de naturaleza controvertible es susceptible de originar un juicio de antequiebra incompatible con la sumariedad dispuesta por la normativa"⁽¹⁷⁾.

"Como el pedido de quiebra no constituye un juicio de antequiebra, opera una particular exigencia en lo relativo a la sumaria evidencia del hecho revelador que se invoca para su pedido"⁽¹⁸⁾.

En cuanto a las características del crédito invocado por el acreedor como exigible cabe señalar que el mismo debe ser autosuficiente, siendo que a la vez no debe generar dudas en relación a su existencia.

Por ello la Jurisprudencia ha dicho:

"En el marco del art. 83 de la ley 24.522 [EDLA, 1995-B-896] (ADLA, LV-D, 4381), es menester que el peticionario muestre la existencia de un derecho, que pueda ser abstraído con autonomía intelectual, cuando se presenta un contexto negocial complejo" (CNCom, sala B, febrero 28-1996, "Uniqe System S.R.L. s/pedido de quiebra por Fiebach Jorge, I", 1997-B, 1824).

"...que la documentación con que se peticiona la quiebra debe ser autosuficiente y no dejar lugar a dudas acerca de la existencia del crédito y mora del deudor."⁽¹⁹⁾.

Si quien pide la quiebra de su deudor fundamenta su pedido "...en la documental que acompaña a su escrito liminar y ésta es atacada de falsa negándosele autenticidad tanto material como ideológica, el pedido de quiebra debe rechazarse"⁽²⁰⁾.

"El estudio del crédito que da origen al pedido de quiebra, practicado de oficio, apunta en primer término a comprobar su certidumbre y luego la ejecutividad del título que lo instrumenta. El examen debe centrarse en los elementos extrínsecos" (CNCom, sala A, mayo 22-1974, ED, 56-639).

6 Planteamiento de la cuestión

A esta altura del análisis no podemos sino notar que frente a la categoría jurídica de los títulos-valores, de los cuales la obligación negociable constituye una especie, la evolución del mercado financiero revela una situación que suscita no pocos problemas doctrinales, que carece de regulación positiva y que ha sido objeto de un tratamiento jurisprudencial de emergencia desprovisto de una fundamentación de carácter general.

De atenderse a una interpretación formalista de la ley y de los antecedentes jurisprudenciales sobre la materia, surgiría que el pedido de quiebra iniciado por los tenedores de obligaciones negociables emitidas en forma cartular y representadas por Títulos Globales, debería estar acompañado por el mismo Título Global, o por alguno de los títulos definitivos referidos, a fin de acreditar los elementos y principios señalados.

Demás está decir que la asimilación de un certificado de tenencia o estado de cuenta o saldo referido al correspondiente título representativo previsto por el art. 29 de la ley 23.576, o al título que acredite la existencia de un crédito exigible resulta aventurado, cuando no atentatorio del carácter de necesidad de las obligaciones negociables como valores cartulares. En efecto, las certificaciones cumplen una función meramente informativa y no pueden atribuírsele alcances diferentes que la ley ha reservado expresamente al propio título o cartula.

Cualquier interpretación que practique una aplicación analógica de las previsiones legales establecidas por la ley

23.576 a las certificaciones referidas, resultaría en abierta contradicción con los principios jurídicos correspondientes a la definición de lo que llamamos "título de crédito" o "título-valor".

Sin embargo la realidad negocial nos señala que, tal como se apuntara más arriba, en la mayoría de los casos el público inversor (o beneficiarios de participaciones en los Títulos Globales) no posee más que constancias o certificados de tenencias emitidos por las entidades que son depositarias de dichas participaciones.

A ello deben sumársele las consecuencias jurídico-económicas de una decisión judicial que desconozca o desmerezca la calidad de acreedores de quienes detentan certificados o constancias de saldos de participaciones en Títulos Globales, o que sea contraria al carácter ejecutivo de las obligaciones negociables nominativas, que no posean título representativo, respecto al mercado de valores local, específicamente en relación a futuras colocaciones internacionales de obligaciones negociables de emisores nacionales.

Con respecto a esto último se han registrado antecedentes en sede judicial que reconocen *prima facie* la calidad de acreedores a los peticionantes de la quiebra de sociedades emisoras de obligaciones negociables que han presentado un certificado de tenencia emitido por Caja de Valores, S.A. (y eventualmente cualquier certificado de tenencia emitido por una entidad financiera que tenga en custodia dichas participaciones).

Asimismo, debe ser analizada la situación del legitimado pasivo, es decir la sociedad emisora, frente a la presentación de individuos con certificados de saldo en una participación, reclamando la satisfacción de su crédito. Siguiendo la línea expuesta en el presente, quien reclame el cumplimiento de la prestación indicaría su carácter de acreedor mediante un certificado de saldo emitido por una entidad de depósito colectivo de valores (o una entidad de *clearing*) a una fecha determinada. A esta altura del desarrollo del análisis conviene también aclarar que la emisión del certificado de tenencia o saldo por parte de la entidad depositaria de la participación en el Título Global debería llevar consigo el importante efecto de la inmovilización registral de los valores a que se refiere, impidiendo así la realización de posteriores transacciones con los mismos. Esta circunstancia, si bien en apariencia menor, no significa menos que dar cierta certidumbre al deudor de que ha desafectado a un legítimo acreedor.

Como corolario de los puntos antes descriptos cabe efectuar las siguientes apreciaciones:

a) Se produce en la situación bajo análisis un claro problema de legitimación activa y consecuentemente una alteración de los valores esenciales de circulación económica. En efecto, los requisitos formales que el sistema cartular exige cumplimentar al portador de la obligación negociable, en virtud de la cual ese portador es considerado legitimado activo, pudiendo requerir así el pago del título en cuestión, no se cumplen⁽²¹⁾.

b) El régimen de acreditación de tenencias de obligaciones negociables emitidas en forma cartular y representadas por un Título Global, mediante registros escriturales importa una desmaterialización del soporte documental, que es el mismo Título Global (o eventualmente del respectivo título definitivo). Esta desmaterialización, es opuesta a la objetivación del derecho en el documento propio de los títulos-valores;

c) 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 expresamente reservado al instrumento cartular; y

d) El sistema vigente de acreditación de la calidad de acreedor (o tenedor, o beneficiario) por obligaciones negociables no consigue tampoco brindar absoluta seguridad a la propia

sociedad emisora que intente desafectar el interés de dicho acreedor, en razón de la vigencia limitada de las referidas certificaciones y de la dudosa "inmovilización" del crédito que esa certificación importa.

7 Soluciones aportadas por otras legislaciones

En el derecho positivo español la crisis del aspecto documental de los títulos-valores fue finalmente solucionada con la sanción de la nueva legislación de sociedades anónimas. La Disposición Adicional primera, número 5, de dicha ley ordena que las obligaciones negociables que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial necesariamente habrán de representarse por medio de registros escriturales o anotaciones en cuenta. A los efectos de lograr la cohesión del sistema legal que regula la cuestión, la Ley de Enjuiciamiento civil fue modificada a los efectos de incluir entre los títulos que traen aparejada ejecución a los "...certificados expedidos por las entidades encargadas de los registros contables respecto de los valores representados mediante anotaciones en cuenta... siempre que se acompañe copia de la escritura pública de representación de los valores o, en su caso, de la emisión"⁽²²⁾. Gran parte de la doctrina de este país concluye afirmando que los certificados de registros escriturales no constituyen títulos-valores, sino derechos adquiridos por los suscriptores y derivados del contrato de emisión⁽²³⁾. En el mismo sentido se pronuncia cierta parte de la doctrina alemana al hacer una diferencia entre el concepto de "título-valor" clásico y el de "derecho-valor"⁽²⁴⁾.

8 Distintas aproximaciones a una solución

Entre las distintas soluciones que pueden ser aportadas para resolver el problema planteado, entendemos que las siguientes dos vías pueden ser exploradas.

La primera de ellas consiste en encontrar la solución dentro del mismo sistema cartular y consistiría en establecer como obligación de fuente legal de los emisores de obligaciones negociables cartulares representadas por Títulos Globales la entrega de títulos definitivos a los respectivos "beneficiarios" o "participantes" de un Título Global, toda vez que ello sea requerido por los mismos. Estos títulos definitivos incorporarían el derecho necesario literal y autónomo que cumpliría con las exigencias legales reseñadas en el presente. De esta forma se respetarían los mecanismos de circulación de los mercados de capitales internacionales durante la vida "normal" del título y aseguraría al inversor (y también al propio emisor) una solución pacíficamente aceptada por la doctrina, sancionada por la legislación vigente y referendada en forma constante por la jurisprudencia.

La segunda, intenta encontrar la solución fuera del ámbito del derecho cambiario, primeramente ensayando una clasificación de la naturaleza de los certificados de tenencia de participaciones en Títulos Globales, y luego señalando las normas de fondo que deberían ser modificadas a los efectos de lograr la coherencia normativa que permita a los inversores ejercer su legitimación activa. En este sentido proponemos una solución similar a la implementada por el derecho español en el sentido de dotar a los certificados de tenencias de participaciones en un Título Global⁽²⁵⁾, representativo de obligaciones negociables, de la fuerza legal necesaria para que los mismos puedan ser considerados dentro del universo de instrumentos señalados por el inc. 7º del art. 523 del cód. procesal civil y comercial de la Nación.

Sin perjuicio de las características de los títulos-valores reseñadas en el presente trabajo, podemos concluir que resulta discutible incluir dentro de aquel concepto un número de documentos que circulan en el tráfico comercial y financiero actual. Entre estos últimos se encuentran los certificados de participaciones en Títulos Globales. Por ello entendemos necesario apuntar a la necesidad de categorizar a estos documentos de acuerdo a su propia naturaleza documental e informativa.

(16) CNCom, sala B, junio 10-1995, "Terralba, S.A. s/pedido de quiebra por Bagasco, Néstor", LL, 1997-E-1034, 39-875-S.

(17) CNCC Mir del Plata, sala I, diciembre 12-96, "Grippaldi, Valentín", LLBA, 1997-47-1562, 175-1571.

(18) CNCC Mir del Plata, sala I, diciembre 12-96, "Grippaldi, Valentín", LLBA, 1997-47-1562, 175-1571.

(19) Conf. MONTIELLO LAMBRINO, ALVARO P., *Causa del crédito y pedido de quiebra*, LL, 1995-D-382; CNCom, sala E, LL, 1994-B-514.

(20) CNCC Mir del Plata, sala I, diciembre 12-1996, "Grippaldi, Valentín", LLBA, 1997-47-1.

(21) Ver GÓMEZ LEO, *Instituciones Derecho Cambiario*, t. I.

(22) Art. 1429, inc. 7º de la Sección I del Procedimiento Ejecutivo —Título

XV Del Juicio Ejecutivo— de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

(23) TORRES ESCOBAR, SALVADOR, *La emisión de obligaciones negociables por Soc. Anon. No registradas*, ed. Civitas.

(24) BARONOVITZ, A., *El Derecho del mercado de capitales*.

(25) Deberían, claro está, establecerse los requisitos y formalidades que dichos certificados deberán contener a los efectos de considerarlos como tales.