

## **LA TRANSFERENCIA DE ACCIONES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS NO CONFIERE DERECHOS AUTÓNOMOS AL ADQUIRENTE**

**JUAN MALCOLM DOBSON**

**INTRODUCCIÓN. LA CATEGORÍA TÍTULO VALOR:  
¿NECESIDAD O AUTONOMÍA?  
¿TÍTULOS AUTÓNOMOS O TÍTULOS NECESARIOS?**

La posibilidad de la inclusión de las acciones de SA dentro de la teoría general de los títulos valor es una cuestión discutida en la doctrina contemporánea. Algunos sectores han considerado que es necesario adaptar la noción de título valor a los fines de incluir a las acciones de SA dentro de la categoría. Las posiciones actuales para incluir o excluir de la categoría ponen el acento ya sea en la autonomía en la transmisión de los derechos; o en la necesidad de la presentación del título para el ejercicio de los derechos. Estas posiciones podrían enunciarse así: (a) sólo pueden ser considerados títulos valor aquellos cuya transferencia confiere derechos autónomos; y (b) también pueden ser considerados títulos valor aquellos que transfieren derechos derivados, pero que son necesarios a los fines del ejercicio de los derechos contenidos.

## **LAS ACCIONES DE SA: TÍTULOS NOMINATIVOS NO ENDOSABLES EN EL DERECHO ARGENTINO**

En el derecho argentino las acciones de SA son títulos nominativos no endosables (art. 1, Ley 24.587/1995).

A su vez, el art. 226 de la Ley de Sociedades 19.550 prescribe que a las acciones de SA se aplican las normas sobre títulos valores. De esta manera, a los fines de poder incluir a las acciones como títulos valor, es necesario establecer alguna de las siguientes conclusiones:

(a) la endosabilidad no es un requisito para la transferencia de derechos autónomos, siendo que la autonomía es la característica que determina la existencia de un título valor. Esta posición requiere elaborar una doctrina que justifique la posibilidad de una “cesión autónoma” en el derecho argentino vigente;

(b) No es necesaria la autonomía para la inclusión en la categoría título valor, basta que se requiera inexorablemente la presentación de un título para el ejercicio de los derechos en él contenidos para ser considerado como tal.

## **LA AUTONOMÍA FRENTE A LA DERIVACIÓN DE LOS DERECHOS**

Los derechos de los portadores de una letra de cambio, un pagaré o un cheque contra los deudores cambiarios están protegidos por el sistema de la autonomía. La adquisición autónoma de derechos es prescripta por el art. 18 del decreto-ley 5965/63, así como por el art. 20 de la ley 24.452, siguiendo en ambos casos con las construcciones establecidas por las Leyes Modelo de Ginebra de 1930 (Letra de Cambio y Pagaré) y de 1931 (cheques). En ellas se establece que no le podrán ser opuestas al portador de un título las excepciones fundadas en las relaciones personales de los anteriores portadores del título. A su vez, el art. 17 del decreto-ley 5965/63 prescribe quien es considerado por la ley como “portador legítimo”: quien justifique su derecho por una serie ininterrumpida de endosos. El art. 17 de la ley 24.452 sigue el mismo criterio, aunque admite la adquisición autónoma de títulos al portador también. De allí que la adquisición autónoma de derechos es una protección para el portador legítimo de una letra de cambio, un pagaré o un cheque, otorgándole una protección especial frente a las posibles excepciones derivadas de portadores anteriores que pudiera intentar oponerle el deudor accionado. Esta protección no la tiene frente a su endosante inmediato, sino solamente con respecto a los anteriores. Se evita de tal manera la acumulación de excepciones pro-

pia de la cesión de créditos (art. 1.474 Código Civil). Esta es una característica de la derivación de los derechos: nadie puede dar lo que no tiene (“nemo dat quod habet”).

## LA REIVINDICACIÓN DE LOS TÍTULOS VALOR

La letra de cambio, el pagaré y el cheque están sometidos a una protección especial en caso de reivindicación. Este efecto es puesto por la ley y beneficia al tercero desposeído. El art. 17 in fine del decreto ley 5965/63 prescribe: “Si una persona hubiese perdido por cualquier causa la posesión de una letra de cambio el nuevo portador que justifique su derecho en la forma establecida en el párrafo anterior no está obligado a desprenderse de la letra sino cuando la hubiese adquirido de mala fe o hubiera incurrido en culpa grave al adquirirla”. El art. 19 de la Ley 24.452 en materia de cheques prescribe: “Cuando una persona hubiese sido desposeída de un cheque por cualquier evento, el portador a cuyas manos hubiera llegado el cheque, sea que se trate de un cheque al portador, sea que se trate de uno endosable respecto del cual el portador justifique su derecho en la forma indicada en el artículo 17, no estará obligado a desprenderse de él sino cuando lo hubiese adquirido de mala fe o si al adquirirlo hubiera incurrido en culpa grave”.

El portador no está obligado a desprenderse de la letra, pero ello no significa que el obligado cambiario que ha sido ilegítimamente desposeído esté obligado a pagarla cuando ha sido obtenida mediante un vicio de la voluntad. Una situación de mayor protección está contemplada en el art. 1751 del Proyecto de Código Civil: “Quien adquiere un título valor de buena fe y conforme con su ley de circulación no está obligado a desprenderse del derecho que de él emana y, en su caso, no está sujeto a reivindicación ni a repetición de lo cobrado”. Articulada esta disposición con el carácter de título ejecutivo que tienen los títulos cambiarios, aparecerá una protección especialmente poderosa para los títulos valor, de la que carecen en la ley vigente.

## LA AUTONOMÍA “LEGAL” FRENTE A LA AUTONOMÍA “CONTRACTUAL”: ¿PUEDE PACTARSE LA AUTONOMÍA?

La ley en materia de letra de cambio, pagaré y cheque prescribe la adquisición autónoma de derechos. Pero la autonomía significa la imposibilidad de oponer excepciones fundadas en las relaciones personales con los anteriores portadores de la letra. A tal efecto puede

llegarse a través de una renuncia unilateral o convencional. Una renuncia a oponer excepciones fundadas en las relaciones de los titulares anteriores de los derechos adquiridos es válida y eficaz.

## **LA AUTONOMÍA FRENTE A LOS TÍTULOS NOMINATIVOS NO ENDOSABLES**

La protección brindada por el art. 18 del decreto ley 5965/63 con respecto a las excepciones fundadas en las relaciones personales con el librador o con los tenedores anteriores del título es para el “portador legítimo”, esto es, para quien justifique su derecho por una serie ininterrumpida de endosos aún cuando el último fuere en blanco (art. 17, mismo texto legal). A su vez, la protección frente a la reivindicación de una letra de cambio lo es para “el nuevo portador” que justifique su derecho en la forma establecida en el párrafo anterior, esto es, para quien justifique su derecho mediante endosos (art. 17 cit., párr. 2). Las mismas reglas pueden extraerse de los arts. 20, 17 y 19 de la Ley 24.452 en materia de cheques, aunque claro está, para el caso del cheque al portador debe agregarse la protección brindada al portador en los cheques librados con tal modalidad. Esto es la autonomía fundada en las leyes cambiarias se da exclusivamente para los títulos endosables o al portador. La categoría de los títulos que, como las acciones de SA, requieren su inscripción en los libros del emisor, es decir de los títulos nominativos endosables, motivó alguna discusión en los orígenes de la teoría general de los títulos valores. Se arribó a la conclusión pacífica que tales títulos confieren derechos independientes (“autónomos”) como resultado del endoso, aun cuando requieran de una inscripción en los libros del emisor como requisito adicional para el perfeccionamiento de su transferencia. Ello permitió incluir a las acciones nominativas endosables de las SA dentro de la categoría “título valor a los fines de establecer la transmisión independiente (autónoma) de los derechos en ellas contenidos.

Pero, ¿qué ocurre con los títulos no endosables ni al portador? En primer lugar hay que analizar el supuesto de los títulos valor que no son endosables por disposición de su librador. El art. 12 del decreto ley 5965/63 prescribe que la letra de cambio es un título legalmente a la orden: “la letra de cambio es trasmisible por vía de endoso aun cuando no estuviese concebida a la orden” (en el mismo sentido: art. 12, ley 24.452). Para evitar la endosabilidad de la letra de cambio, pagaré y cheque, es necesario la inserción de una cláusula: la cláusula “no a la orden” o una expresión equivalente (entre las que se encuentra la cláusula “no endosable”) impuesta por el librador exclusiva-

mente. La inserción de tal cláusula por el librador determina que el título sólo es transmisible “en la forma y con los efectos de una cesión ordinaria”. Si bien la expresión “cesión ordinaria” ha llevado a un sector de la doctrina a sostener que existe una “cesión cambiaria” distinta de la “cesión de créditos” regulada por el Código Civil, la redacción del art. 12 de la ley 24.452 relativa al cheque ha alejado la posibilidad de esa ingeniosa interpretación, ya que su redacción consigna que la inserción de la cláusula “no a la orden” determina que el cheque extendido a favor de persona determinada no será transmisible sino bajo la forma y con los efectos de una “cesión de créditos”. Debe recordarse aquí los mencionados son los efectos cuando la cláusula “no a la orden” o “no endosable” es puesta por el librador, ya que la inserción de una cláusula “prohibiendo un nuevo endoso” por un endosante tiene un efecto distinto: el título es transmisible por endoso (como lo quiso el librador) pero indica que el transmitente que prohibió el endoso no será responsable respecto de las personas que adquiriesen posteriormente el título por dichos endosos prohibidos.

#### **TRANSMISIÓN DE LOS TÍTULOS LEGALMENTE NO ENDOSABLES (“NO A LA ORDEN”)**

Como se lleva dicho, las leyes cambiarias (decreto-ley 5965/63 y Ley 24.452) prescriben sobre los títulos “legalmente a la orden” (en el caso de la letra de cambio, pagaré y cheque) y “legalmente al portador” (en el caso del cheque), prescribiendo que estos títulos pueden ser transmitidos por endoso, salvo cláusula expresa en contrario impuesta por el librador. Los títulos legalmente no endosables o no la orden, estos nacen (“se constituyen) como derechos no transmisibles por endoso, y por consecuencia, no pueden conferir derechos autónomos. Los mismo acaece con los títulos legalmente “no al portador”.

La categoría de “título nominativo” requiere de un título redactado a nombre de determinada persona (“título nominado”) para cuya transmisión se requiere la inserción en los libros del emisor, como se especificara más arriba. Por ende la categoría “título nominativo” es excluyente por definición de la categoría “título al portador”. **Un título “nominativo no endosable” es entonces, un título que no puede ser transmitido por endoso, y siendo el endoso la única vía para transmitir derechos autónomos, debe concluirse que los títulos nominativos no endosables no confieren derechos autónomos. Esta es la situación de las acciones de sociedades anónimas, las que por ley son títulos “nominativos no endosables”.**

**Pero los efectos de esta construcción no importan pérdida**

**de valor para las acciones, ya que como lo analizaré a continuación, puede protegerse a las transmisiones de acciones por otras vías.**

Pero previamente intentaré demostrar que la mayor protección para la transmisión de títulos valores cambiarios (letra de cambio, pagaré, cheque, factura de crédito) surge de su carácter como título ejecutivo y no como título valor.

## **LOS TÍTULOS VALORES COMO TÍTULOS EJECUTIVOS. ACCIÓN CAMBIARIA Y ACCIÓN EJECUTIVA**

Los títulos valores cambiarios tienen asignado por ley, el carácter de títulos ejecutivos, tales como la letra de cambio (art. 60, decreto-ley 5965/63); el cheque, art. 38, ley 24.452) y la factura de crédito (art. 14, ley 24.760). Las excepciones limitadas propias del juicio ejecutivo hacen a estos títulos valor en instrumentos particularmente efectivos para lograr su ejecución. No obstante, debe destacarse que la cosa juzgada obtenida en un juicio ejecutivo es solamente formal y provisoria, pudiendo el que hubiere pagado el título deducir una acción ordinaria posterior de repetición. Esta situación determina que la autonomía de los títulos valor sea de aplicación solamente en la acción cambiaria deducida por la vía ordinaria (o en la acción de repetición posterior). No obstante, debe apreciarse que algunas de las construcciones propias de los títulos ejecutivos han sido trasvasadas por la jurisprudencia a los títulos valor. Este es el caso de la presunción de autenticidad de los títulos ejecutivos, que ha sido aplicada a los títulos valor.

Debe destacarse que en materia de acciones de sociedades anónimas, las construcciones en materia de título ejecutivo resultan inaplicables, por lo que en todo caso, la noción de transmisión autónoma tendría aquí mayor aplicación que en los títulos cambiarios.

## **LOS VICIOS DE LA VOLUNTAD FRENTE A LA ADQUISICIÓN AUTÓNOMA DE TÍTULOS VALOR**

Debe ponerse especial énfasis en la aplicación de los vicios de la voluntad propios de los actos jurídicos al libramiento o transferencia de los títulos valor. Es notable que alguna doctrina nacional ha señalado que la ausencia de voluntad negocial o sus vicios resultan inoperantes frente a los terceros de buena fe, considerando que esta conclusión constituye un axioma del derecho cambiario. Ello ha determinado a esta misma doctrina a señalar que aun con respecto a la

violencia física irresistible la obligación cambiaria es eficaz. La cuestión ha motivado el diseño de copiosa literatura jurídica, estableciéndose doctrinas sobre la naturaleza jurídica de la letra de cambio a los fines de restringir los efectos de los vicios de la voluntad en materia cambiaria. A tal efecto pueden señalarse la doctrina de la "creación" de la voluntad unilateral y la doctrina de la "apariencia" que tienen ambas por efecto establecer una limitación a la aplicabilidad de los vicios de la voluntad en materia de títulos valor cambiarios. La regla de la autonomía consagrada en el art. 18 Decreto-ley 5965/63, art. 20 ley 24.452, se refiere a las excepciones fundadas en las "relaciones anteriores", de manera que el accionado que tenga sus propias excepciones que oponer, fundadas en vicios de la voluntad podrá hacerlo. Así, los menores y otros incapaces, aquellos que hubieran sido víctimas del error, de la violencia (coacción irresistible) o del fraude, podrán oponer sus propias excepciones personales, aunque no las de terceros anteriores portadores. Esta situación se dará en el marco del juicio ordinario, aunque no en el caso del título ejecutivo, con la sola excepción de la incapacidad. La limitación contenida en el Código de Comercio derogado (anterior al decreto 5965/63) que impedía oponer al tenedor de la letra la excepción de error propio (art. 736) no se halla actualmente vigente. Podría señalarse que la aplicación de los vicios de la voluntad a los títulos cambiarios ("negotiable instruments") es admitida plenamente en el Código de Comercio Uniforme de los EU (Sección 3-305(b)) como "defensas reales". Así el sistema norteamericano admite las defensas de minoría de edad ("infancy"), incapacidad ("incapacity"), error ("fraud in the factum"), entre otras. El hecho de que exista un mercado de proporciones mundiales como el de los EU, con gran utilización de los títulos valor, que permite oponer las defensas relativas a los vicios de la voluntad, parece indicar que no es necesario desproteger a las víctimas del error, de la violencia, del fraude para proteger las necesidades del comercio. Ello resulta tanto más evidente cuando existe una protección paralela de la acción ejecutiva, que no admite la introducción de la "exceptio doli" en el juicio ejecutivo.

### **EL SIGNIFICADO QUE DEBE ASIGNARSE A LA EXPRESIÓN "TÍTULO VALOR" CONTENIDA EN EL ART. 226 DE LA LS**

La LS en su art. 226 prescribe que a las acciones de sociedades anónimas le son aplicables las normas en materia de títulos valores. El derecho argentino carece al presente de disposiciones generales específicas en materia de títulos valor, pero estimo que las disposiciones

del decreto-ley 5965/63 cumplen ese rol, rol que ha sido aceptado por la jurisprudencia. No obstante, en el sistema del decreto-ley 5965/63, la protección de la autonomía está reservada para los títulos endosables, función que al presente no está permitida a las acciones de SA por la ley de Nominatividad de Títulos Valores Privados N° Ley 24.587/1995. Si la LS asigna el carácter de “título valor” a un título no endosable, entonces existe una buena base jurídica para sostener que en el derecho argentino, el concepto de título valor no está vinculado con la autonomía en la adquisición de los derechos contenidos en él, sino que para categorizar a un título como título valor basta con establecer que el mismo es de “presentación obligatoria”. Este es el criterio contrario al adoptado por el Proyecto de Código Civil de 1998, cuyo Capítulo VI, Sección 1ª, arts. 1747 y 1748 caracteriza a los títulos valores como asignando derechos autónomos. Para el Proyecto de Código Civil de 1998, sería la autonomía el elemento definitorio del “título valor” y no su carácter de “obligatorio” como se propone interpretando la ley vigente.

El criterio que propongo permite aplicar a las acciones de SA, disposiciones propias de la parte general de los títulos valor (entendiendo como tal las disposiciones del decreto-ley 5965/63), tales como la cancelación, como lo ha hecho la jurisprudencia. Una construcción similar, aunque no idéntica, se ha realizado con respecto a la letra de cambio “no a la orden” cuya transferencia no otorga derechos autónomos. Ello no empece a que a la letra de cambio “no a la orden” le sean aplicables las disposiciones de la letra de cambio no referentes a la autonomía en la transmisión. La letra de cambio “no a la orden” es también un título de presentación obligatoria. Podría sostenerse entonces que la letra de cambio “no a la orden” es un título valor, siguiendo el mismo razonamiento postulado en el párrafo anterior.

#### **LA PROTECCIÓN DE LAS ADQUISICIONES DE ACCIONES DE SOCIEDAD ANÓNIMA MEDIANTE ACCIONES DE RESPONSABILIDAD CONTRA EL EMISOR QUE REGISTRÓ INDEBIDAMENTE LA TRANSFERENCIA. LA REGULACIÓN DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES**

Las ideas postuladas más arriba refieren a la significación de las acciones de SA como “títulos valor” y las implicancias de su inclusión como tales.

Pero el desarrollo anterior no incursiona en:

(a) la consideración de las acciones de SA como “valores mobiliarios ofertados al público”, esto es la necesidad de proteger al públi-



co en general interesado en la compra a la emisión de acciones de SA. No se me escapa la necesidad de efectuar una construcción jurídica que proteja al adquirente de acciones de SA cuando éstas recurren a la oferta pública. Este es el concepto de "security" que utiliza el derecho norteamericano, donde se brinda una protección especial a los adquirentes estableciendo obligaciones de "disclosure" (transparencia del negocio) y de registro en agencias estatales (particularmente la Securities and Exchange Commission, pero también por la Commodity Futures Trading Commission) para los que recurren a la oferta pública de sus valores (que pueden incluir desde acciones de SA hasta plantaciones de naranjas). La Comisión Nacional puede establecer obligaciones similares para este tipo de recurso al ahorro público.

(b) También es posible proteger al adquirente de acciones de SA mediante el desarrollo de una doctrina que establezca responsabilidades para el emisor por la inscripción en sus libros de transferencias de acciones de SA cuando han existido vicios de la voluntad.

(c) Finalmente, estimo legal la inclusión de una cláusula en los estatutos de una SA que establezca la renuncia de todo adquirentes de sus acciones a prevalerse de las excepciones correspondientes a los titulares anteriores de las mismas, estableciéndose así una "autonomía por vía contractual" como la postulada más arriba.

Pero el desarrollo de estas ideas va más allá de mi propósito al presentar esta ponencia, y merece, así lo estimo, un desarrollo ulterior.