

Las obligaciones negociables emitidas en moneda extranjera frente a las restricciones cambiarias

Por Eduardo M. Favier Dubois (P) Y Eduardo M. Favier Dubois (H).

1.-INTRODUCCIÓN.

En momentos en que comienza a haber dificultades para que los emisores de obligaciones negociables en dólares obtengan los fondos del Banco Central para hacer frente a los vencimientos de cuotas de intereses y de amortizaciones, resulta conveniente tener presente el marco legal.

2.-EL MERCADO DE CAPITAL.

Una de las posibilidades de financiación de las empresas y de los Estados es la de acudir al denominado “mercado de capitales”.

Este sistema tiene por finalidad hacer circular los ahorros convertidos en capital desde los lugares donde esta disponible, por ser superavitario, hasta aquellos donde es necesario, por ser deficitario, sea como inversión de riesgo o como préstamo reembolsable.

A tales fines se emiten diversos instrumentos representativos de propiedad (acciones) o de deuda (obligaciones negociables o bonos soberanos según sea el emisor) que constituyen los “activos financieros” básicos sobre los que opera el sistema.

Intervienen en el sistema, además de los tomadores de capital (empresas y estados) una serie de instituciones, algunas en calidad de dadoras de fondos (fondos de inversión, fondos de pensión, inversores institucionales, etc.) y otras como intermediarias o reguladoras directas o indirectas (bancos de inversión, calificadoras de riesgo, organismos financieros internacionales, etc.)

A nivel internacional, en el marco de un mundo globalizado¹, el denominado “sistema del capital financiero internacional” es uno de los agentes principales de la globalización².

Ahora bien, más allá de las críticas de que es pasible la globalización en la forma hoy existente³, el sistema de capital financiero, en la medida en que funcione en forma

¹ Beck, Ulrich “¿Qué es la globalización?”, Barcelona, 1998, Ed.Paidós, pag.17.

²Ver “Una fenomenología de la globalización desde el punto de vista político-estatal” de Sergio Raul Castaño, ED, año XXXVIII, nro.9982, rev.del 10-4-00, pag.1 y ss..

equitativa (en cuanto a sus condiciones, plazos, tasas de interés, comisiones y garantías), está llamado a cumplir una importante función para el desarrollo de los países emergentes, como el nuestro, al permitir dotarlos del capital necesario para su crecimiento y evolución.

3. LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES: ASPECTOS GENERALES.

Las obligaciones negociables (“ON”) tuvieron recepción legislativa en nuestro país con sanción de la ley 23.576 (B.O. 27.07.88), reglamentada por Decreto 156/1989 y luego modificada por ley 23.962 (B.O. 06.08.91)⁴.

Conceptualmente son títulos de deuda emitidos por empresas privadas autorizados, a mediano o largo plazo, sujetos a diversas modalidades y garantías.

La ley no brinda una definición legal pero la doctrina califica a la obligación negociable como un “título valor causal, representativo de deuda, emitido en serie por un sujeto autorizado y dotado de fuerza ejecutiva para su cobro”⁵.

En última instancia, las obligaciones negociables (en adelante ON) instrumentan diversos contratos de mutuo en serie que presuponen que el inversionista deberá, a cierto tiempo desde la fecha de la emisión, recuperar su capital más los intereses devengados durante la financiación⁶.

Según la ley de ON solo pueden ser emisoras las sociedades por acciones, cooperativas, asociaciones civiles y sucursales de sociedades por acciones extranjeras (art.1º).

Se pueden emitir diversas “clases” de O.N., con distintos derechos, y dividirse la emisión en “series”, a emitir una vez suscripta la serie anterior (art.2º).

Pueden emitirse con garantía “flotante”, garantía “especial” o garantía “común”, pudiendo también ser avaladas por otros medios o garantizadas por una entidad financiera (art.3º).

Las O.N. pueden también emitirse otorgando un interés fijo o un interés variable y, en la medida de su compatibilidad con la ley 23.928, con cláusulas de reajuste de capital⁷.

Especialmente la ley contempla la emisión de obligaciones negociables en moneda extranjera, pudiendo cumplirse los servicios de renta (intereses) y de amortización (capital) en el país o en el exterior (art.4º).

³ Favier Dubois (h), Eduardo M. “La globalización y el derecho comercial”, Revista de Derecho Societario y Concursal, Edit. Errepar, Bs.As. T.XVI pag.5

⁴ Los primeros antecedentes normativos fueron la legislación de los bonos nominativos convertibles regulados por la ley 19.060 y los debentures cuya emisión se autorizó con la ley de sociedades 19.550. Luego mediante la ley 23.697 de emergencia económica, también se autorizó la emisión de títulos valores en serie ofertables públicamente.

⁵ Paolantonio, Martín “Obligaciones Negociables”, Ed. Rubinzal Culzoni, Bs.As-Santa Fe, 2004, pag. 48.

⁶ Malumián, Nicolás y Barredo, Federico A. “Obligaciones Negociables. Aspectos legales y fiscales”, Ed. Lexis Nexis, Bs.As. 2006, pag.12.

⁷ Esta posibilidad no está vigente por aplicación del nuevo art.7º de la ley 23.928. Ver Malumian-Barredo, op.cít. pag.155.-

También pueden las sociedades por acciones emitir O.N. “convertibles” en acciones a opción del obligacionista (art. 5°).

4.-DIVERSAS FORMAS DE REPRESENTACION.

En nuestro país, existen distintos dos tipos de ON en cuanto a su forma de representación.

En primer término, la forma más tradicional son los títulos cartulares, que se representan en un documento en papel y pueden a su vez ser individuales -para cada uno de los obligacionistas- o globales -en donde se aplicaría en forma supletoria el régimen establecido por el art. 208 de la ley 19.550-.

Esto se desprende con claridad de la normativización que realiza la LON en su art. 8°, primera parte.

La ON cartular se representa por un título físico -cuyo carácter nominativo y no endosable es obligatorio a partir de la entrada en vigencia de la ley 24.587- y deberá contener los requisitos fijados por el art. 7 de la LON y art. 1° del Decr. 259/1996.

Ahora bien, en segundo término, las ON pueden emitirse en forma escritural (conf. art. 8° - última parte- y 31 de la LON).

Nacen así en el mercado las ON escriturales, que no existen físicamente ya que se trata de títulos desmaterializados sin soporte en papel, que se inscriben en cuentas a nombre de sus titulares en un registro llevado por una entidad de depósito colectivo.

O sea que, por efecto del proceso de desmaterialización antes referido, en nuestro país las ON no sólo pueden ser emitidas como un título bajo la forma cartular, sino que pueden estar anotadas en un sistema registral, lo que constituye la forma más usual de emisión de obligaciones negociables

Las obligaciones negociables escriturales o *book-entry*, autorizadas por el citado art. 8 in fine de la LON y legisladas en nuestro derecho por el art. 31 de la misma ley, son valores anotados en las cuentas de las entidades de depósito colectivo y no existen físicamente fuera de esos registros, presumiéndose la calidad de obligacionista de su titular con las constancias de tales cuentas.

Es decir, que el título se desmaterializa, creándose en el agente de registro (vgr. banco, Cajas de Valores, etc.), un asiento informático, llamado cuenta, donde en cada una de ellas constará el nombre del titular de la ON, su cantidad, etc.

5.-LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE LAS PYMES.

Uno de los regímenes “simplificados” de acceso al régimen de oferta pública es el de las ONs PyMes, donde a cambio de disminuir el régimen de información se restringe el universo de posibles inversores.

El concepto de PYMES ha ido evolucionando hacia el de MIPyME y conceptúa como las micro, pequeñas y medianas empresas merecedoras de un tratamiento especial a aquellas que registren determinados niveles máximos de valor de ventas totales anuales, discriminados por sectores: agropecuario, industria y minería, comercio, servicios y construcción.⁸

Si bien esa primera definición de PYMES fue adoptada inicialmente por la Comisión Nacional de Valores, la Resolución General 506 de la CNV estableció nuevos montos para las ventas totales anuales a computar en cada actividad.

Las O.N. Pymes fueron creadas a partir del Dec.1087/93 del Poder Ejecutivo Nacional a efectos de facilitar su acceso a la oferta pública en tanto se trate de sociedades anónimas o cooperativas.

El sistema exige pautas que, una vez cumplidas, importan una autorización automática para la oferta pública. Debe registrarse una solicitud ante la CNV y luego tramitarse la acreditación de los requisitos ante una entidad autoregulada.

Como contrapartida a los menores requisitos de información se establecen montos máximos de emisión, su colocación y negociación por las Bolsas de Comercio con Mercados de Valores adheridos, imponiéndose el requisito de cotización obligatoria, y que los títulos solo pueden ser adquiridos por inversores calificados, lo que en la práctica solo deja afuera a las personas físicas y a las sociedades de personas que no tengan determinado monto de patrimonio neto y siempre que no exista una garantía de una sociedad de garantía recíproca⁹.

La Comisión Nacional de Valores las regula, en cuanto emisoras, en el libro I, Capítulo VI de sus Normas concediéndoles en diversas disposiciones determinadas facilidades tales como:

No exigencia de órgano colegiado de fiscalización (art.29 cap.VI).

No pago de arancel de autorizaciones ni de tasa de fiscalización.

No exigencia de organizar un Comité de Auditoría

En materia de información contable, no se requiere en las ON PYMES la presentación de balances trimestrales sino de “un estado de movimiento de fondos y un estado de situación patrimonial”, sin perjuicio del balance anual, salvo pedido especial de la CNV.

⁸ Ver las Resoluciones 24 del 15-2-01 y 22 del 26-0-01 de la ex Secretaría de Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Economía, y 675/02 de la Sec.de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, modificada por la Disp.303/04 del 17-8-04.

⁹ Malumian-Barredo, op. Cit. Pag. 393..

6. LAS VÍAS PARA EL COBRO JUDICIAL DE LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Ante la falta de pago del capital o intereses de las obligaciones negociables, que constituye la obligación principal a la que se comprometió el deudor con la emisión del título¹⁰, el acreedor tiene derecho a promover, a su elección, la acción ordinaria o la acción ejecutiva para el cobro de su acreencia¹¹.

Respecto a ésta última, el art. 29 de la L.O.N. dispuso que los títulos representativos de las obligaciones negociables otorgan acción ejecutiva a sus tenedores, vía procesal que también fue establecida por las normas de la C.N.V. al exigir su inclusión en los prospectos de emisión (Libro I, Cap. VI, art. 63).

El caso de incumplimiento de una obligación negociable cartular, no presentaba ni presenta mayores inconvenientes, en tanto el título ejecutivo será la documentación emitida en forma de lámina en soporte de papel y su presentación viabilizará la vía ejecutiva. En definitiva, tal como señala Kenny¹² el título ejecutivo lo constituye la propia obligación negociable -en cuando valor negociable- siendo necesario acreditar su existencia y titularidad mediante la exhibición del título.

Distinto es el caso de los certificados globales y de las obligaciones negociables escriturales, cuya ejecutabilidad presentaba alguna controversia doctrinaria y jurisprudencial aún no del todo concluida.

Al respecto, cabe adelantar que con el dictado del Decreto 677/01 se ha venido a adecuar nuestra legislación con los principios internacionales sobre títulos valores y así como su nombre lo indica -régimen de transparencia de la oferta pública-, a otorgar mayor seguridad jurídica a los inversores y ahorristas, en su calidad de consumidores financieros¹³.

¹⁰ Existen además deberes contractuales no monetarios (*covenants*) y también se estipulan eventos de incumplimientos (*events of default*), para intentar proteger y reducir el riesgo del acreedor, que no serán objeto de análisis en el presente trabajo.

¹¹ Ver Favier Dubois (h), E.M. "La acción judicial para el cobro de obligaciones negociables colocadas en el extranjero", en coautoría con Matías A. Fernandez, *El Derecho* tomo 226 pag.831.

¹² Kenny Mario O., "Obligaciones Negociables", Ed. Abeledo Perrot, Bs. As., 1991; citado por Alberdi Andrea C., "Algunas reflexiones sobre la ejecución de obligaciones negociables", en "Cuestiones actuales de derecho empresario", Coord. Llorente - Barreiro, Homenaje al Prof. Zamenfeld, pág. 3, Ed. Errepar, Bs. As., 2005.

¹³ Derecho consagrado por el art. 42 de la C.N., luego de la reforma constitucional de 1994. La Sala B de la Cámara Comercial se expidió en los autos "Comisión Nacional de Valores c/ Sociedad Comercial del Plata S.A.", del 08.11.02 (L.L. 2003-D-53), en el sentido de que es necesario asegurar la plena vigencia de los derechos del "consumidor financiero", a fin de evitar la inseguridad jurídica a través de los sistemas deficientes o que ocasionan la distorsión en las decisiones de ahorro o inversión de los agentes económicos. Ver comentario favorable del fallo realizado por Camerini Marcelo, "Obligaciones negociables: "Un fallo alentador. La imperiosa necesidad de proteger al público inversor", en *Rev. Errepar* N° 187, junio de 2003, T. XV, pág. 535 y sgtes.

7. EL “TÍTULO EJECUTIVO” EN LA EJECUCIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES ESCRITURALES.

Previo a la sanción del Decr. 677/01, la doctrina ya había anticipado que, cuando la representación del título es reemplazada por la representación registral en caso de las obligaciones escriturales, para ejecutar bastaría acreditar la registración escritural¹⁴.

El certificado emitido por la entidad de depósito colectivo, ya sea la Caja de Valores o cualquier entidad extranjera reconocida en el prospecto de emisión o por las normas de la C.N.V., cubre las exigencias del régimen regulado por el citado Decreto 677/01 que, en su art. 4º inc. e), dispone que se podrán expedir comprobantes del saldo de cuenta a efectos de legitimar al titular para reclamar judicialmente, incluso mediante acción ejecutiva si correspondiere, sin necesidad de autenticación u otro requisito, produciéndose el bloqueo de la respectiva cuenta.

Al respecto la jurisprudencia de la Cámara Comercial ha decidido que, aún cuando no hayan sido emitidos por el agente de registro designado en el contrato de fideicomiso suscripto para su emisión, tales certificados resultan hábiles para sustentar la ejecución contra la emisora, toda vez que aparecen ajustados a las especificaciones legales¹⁵.

Lo dispuesto en el art. 4 del mencionado régimen de transparencia de la oferta pública ha venido a poner fin a cualquier duda respecto a las interpretaciones de la ley de obligaciones negociables.

Así, de la interpretación del art. 4 del Decr. 677/01 y del art. 29 de la ley 23.576 (al que remite el art. 523 inc. 7º del C.P.C.C.N.), surge que los títulos representativos de obligaciones negociables otorgan acción ejecutiva a sus tenedores para reclamar el capital, actualizaciones e intereses y para ejecutar las garantías otorgadas.

El certificado tiene la finalidad de probar la legitimidad y titularidad de las obligaciones negociables depositadas en la cuenta, debiendo expresar que el obligacionista posee una tenencia de capital de obligaciones negociables que identificará en una cuenta de su titularidad, aclarándose que dicha tenencia se encuentra bloqueada, esto último a los efectos de evitar su disposición y legitimar únicamente a su titular para iniciar el reclamo judicial.

¹⁴ Yomha Carlos G., "Tratado de las Obligaciones Negociables", pág. 266, Ed. Depalma, Bs. As., 1994.

¹⁵ C.N.Com., Sala E, "Novoa Osvaldo c/ Bco. Hipotecario S.A. s/ Ejec.", 17.09.06; en igual sentido, id. misma Sala, "JP Morgan Chase Bank N.A. (London) c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 09.08.07; en igual sentido, Sala C, "Etcheto Alejandro Alberto c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 19.11.04; misma Sala, "JP Morgan Chase Bank N.A. (London) c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 28.08.07.

8.-EL BLOQUEO A LOS FINES DE LA EJECUCIÓN.

La normativa vigente prevé un plazo de bloqueo de la cuenta por treinta días desde la expedición del certificado, y el posterior bloqueo judicial, con la obvia finalidad de mantener la legitimación de quien inicia el juicio.

Opinamos que dicho plazo inicial resulta a todas luces exiguo, ya que en el orden local resulta muy ajustado a fin de cumplir la orden de prórroga judicial (vía oficio a la Caja de Valores) y el plazo resulta de imposible cumplimiento si el certificado ha sido expedido por una entidad de depósito colectivo extranjera¹⁶.

A los fines de evitar el pedido de prórroga judicial, las entidades de depósito colectivo del exterior suelen extender, a pedido de los participantes, un certificado que expresa que la tenencia se encuentra bloqueada desde una fecha determinada a efectos de iniciar un reclamo judicial por parte de su titular y que la misma sólo podrá ser desbloqueada mediante orden en contrario que cumpla con los requisitos correspondientes¹⁷.

En el caso de promoverse la ejecución con un certificado emitido por una entidad extranjera, deberá presentarse debidamente traducido y legalizado por el Colegio de Traductores Públicos (art. 123 del C.P.C.C.N.) y autenticado por la autoridad extranjera competente mediante la inserción del certificado denominado apostilla (Convención de La Haya del 10.10.61) o, en su defecto, con la legalización consular correspondiente.

9.-LA LEY APLICABLE EN LAS COLOCACIONES INTERNACIONALES.

En los prospectos de emisión de obligaciones negociables por empresas argentinas con colocación internacional, se ha establecido que todos los asuntos referidos a los términos y condiciones del programa y los títulos emitidos bajo éste, como así también el convenio de fideicomiso, debían regirse e interpretarse de conformidad con el derecho extranjero, pactándose jurisdicciones donde prevalece la seguridad jurídica¹⁸.

Es decir, que la legislación nacional argentina ha sido prevista sólo para las condiciones de emisión de los títulos (autorización, otorgamiento y entrega de títulos), mientras que la aplicación de la ley extranjera se estableció en forma enunciativa para los restantes casos, quedando de este modo incluida bajo la esfera de la legislación extranjera todos los asuntos y/o controversias relativos a la moneda de pago. aplicación directa de la excepción del art. 1 inc. e) del Decr. 410/02.

¹⁶ En ese caso, la prórroga del bloqueo debe realizarse -salvo convenio especial- por vía de exhorto diplomático, tramitación que se realiza en la Subdirección de Asuntos Jurídicos del Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto, rogatoria que suele extenderse por largos meses.

¹⁷ Vgr. en Euroclear, se debe acompañar el certificado original a los fines del desbloqueo por parte de su titular, cuyo ejemplar estará agregado como documentación en el expediente, lo que imposibilita su transferencia durante la tramitación del proceso; la otra forma de realizar el desbloqueo es mediante orden judicial.

¹⁸ Vgr. ley del Estado de Nueva York de EE.UU., ley del Reino Unido, etc.

Debe aclararse que no se encuentra en discusión el contenido del derecho extranjero, sino que lo único que importa en este caso, es que el mismo resulta aplicable, siendo éste el único requisito exigido por el Decr. 410/02, que estableció en su art. 1 inc. e), que no se encuentran incluidas en la conversión a pesos establecida por el art. 1 del Decr. 214/02 - entre otros- las obligaciones del sector público y privado de dar sumas de dinero en moneda extranjera para cuyo cumplimiento resulte aplicable la ley extranjera.

Tanto la doctrina como la jurisprudencia han coincidido en que la moneda de las obligaciones negociables asumida, constituye una cláusula de fondo o sustancial, a cuyo respecto no procede aplicar la ley nacional, cuya vigencia parece acotarse a los aspectos formales referidos. Tal modalidad consulta el principio de la "autonomía conflictual", que faculta a las partes a someter ciertos aspectos del contrato a las leyes locales y otros a las leyes extranjeras y que ha sido receptado por la Corte Suprema en numerosos precedentes vinculantes¹⁹. Entonces, mientras no se invoque que tal temperamento convencional afecte principios de orden público internacional o resulte contrario a la moral y buenas costumbres (art. 14 del Cód. Civ.), procede aplicar lo preceptuado en el Decreto 410/02: 1 inc. e), sin que sea menester exigir ninguna prueba relativa a la aplicación de la ley extranjera²⁰.

Se agrega a ello, que en todos los casos dicha condición esencial de los títulos ha sido impuesta por las propias emisoras en su carácter de predisponentes unilaterales de todas las condiciones de los títulos, las cuales han sido aceptadas por los acreedores al suscribir las obligaciones negociables, asumiendo luego las emisoras un comportamiento contrario que encuadra en la denominada doctrina de los propios actos, en tanto la misma prescribe que nadie puede ponerse en contradicción con sus propios actos ejerciendo una conducta incompatible con otra anterior deliberada, jurídicamente relevante y plenamente eficaz, siendo una de las consecuencias del obrar de buena fe la necesidad de un comportamiento coherente²¹.

Por su lado, los cuestionamientos de constitucionalidad del art. 1 del Decr. 410/02 que han realizado las emisoras sobre la base del derecho a la igualdad y subsidiariamente a la teoría del esfuerzo compartido, han sido rechazados en su totalidad.

Cabe señalar al respecto, que es doctrina de nuestra Corte Suprema que la declaración de inconstitucionalidad de una disposición legal es un acto de suma gravedad institucional,

¹⁹ Gastaldi J.M., "La doctrina, legislación y jurisprudencia argentinas en torno del principio de la autonomía de la voluntad en los contratos internacionales y de la regulación de éstos", E.D. 123:889.

²⁰ C.N.Com., Sala D, "Financiera Ludicor S.A. c/ Telecom Stet France s/ Ejecutivo", 11.03.04, J.A. 01.09.04; id. misma Sala, "Siso Andrés c/ Telecom Argentina Stet - France Telecom S.A.", 10.06.04; Sala D integrada, "Gómez Lamarque Edmundo Gilberto c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 27.06.05; misma Sala, "Juris S.A. c/ Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. s/ Ejecutivo", 20.05.04, E.D. 26.08.04; en igual sentido, Sala E, "Novoa Osvaldo c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 17.09.04; misma Sala, "JP Morgan Chase Bank N.A. (London) c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 09.08.07; Sala B, "Compañía de Alimentos Fargo S.A. s/ Concurso preventivo", 03.04.05; Sala C, "Viacel Corporation S.A. c/ Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. s/ Ejecutivo", 27.09.05; misma Sala, "Koblecovsky Adolfo c/ Banco Hipotecario Nacional S.A. s/ Ejecutivo", 23.02.07; Sala A, "Schargorodsky Carlos c/ Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. s/ Ejecutivo", 21.05.04, E.D. 09.09.04, misma Sala, "Giovchini Juan c/ Cablevisión S.A. s/ Ejecutivo", 08.07.04; entre otros.

²¹ C.N.Com., Sala A, 27.09.89, "Ituzaingo Cía. Financiera"; id. Sala B, 09.09.92, "Saint Honore S.A."; Sala C, 16.06.87, "Rivas"; Sala D, 20.02.84, "Giudice"; Sala E, 30.06.92, "Bertenasco y leva"; Sala D, "Shichel Gerardo c/ Laboratorios Alex S.A. s/ Impugnación de asamblea", 17.08.95, entre muchos otros; en igual sentido, Gagliardo Mariano, "La doctrina del propio acto en el derecho societario", L.L. 1987-b, pág. 44; Morello A. - Stiglitz R., "La doctrina del acto propio", L.L. 1984-a, pág. 865.

que debe ser considerado última *ratio* del orden jurídico, que sólo debe utilizarse cuando la repugnancia con las cláusulas constitucionales sea manifiesta y la incompatibilidad inconciliable²².

También la Corte Suprema ha decidido en reiteradas oportunidades que el voluntario sometimiento a un régimen jurídico sin reserva expresa, determina la improcedencia de su impugnación posterior con base constitucional²³, con lo que no es posible sostener que la decisión de excluir de la conversión a pesos de obligaciones negociables emitidos a los efectos del pago de la acuerdo a la ley extranjera, resulte contraria e incompatible con normas de rango constitucional²⁴.

Las distintas Salas de la Cámara Comercial han rechazado el planteo de inconstitucionalidad del Decr. 410/02²⁵, resolviendo en igual sentido al Dictamen de la Fiscalía de Cámara en los autos "Emerging Markets Fixed Income Ltda. y otro c/ Telecom Argentina Stet France s/ Ejecutivo"²⁶:

En cuanto a ello, la doctrina ha señalado que la autonomía permite a las partes elegir el derecho que estimen más conveniente, dando así al contrato la autorregulación más útil *-lex utilior-*²⁷, siempre que no existiera ninguna limitación al orden público internacional²⁸.

10.-LA EMISION DE O.N. EN MONEDA EXTRANJERA.

La ley vigente en su artículo 4º expresamente permite la emisión de obligaciones negociables en moneda extranjera, disponiendo que tanto la suscripción como el pago de servicios de renta y de amortización, que podrán efectuarse en el exterior, se deben ajustar a las condiciones de emisión que se fijen en cada caso.

Vale decir que no solo se admite la emisión en el país de ON en moneda extranjera sino también que su pago se prevea efectuar en el exterior.

A esos fines el tercer párrafo del art. 4º establece la libre entrada y salida del país de las obligaciones negociables y la posibilidad que los emisores que obtengan divisas de sus

²² C.S.J.N., Fallos 247:121, entre muchos otros.

²³ C.S.J.N., "Salta Cía. El Dorado Colonización y Explotación de Bosques c/ Provincia de Misiones", 21.10.75; íd. Fallos 284:410 y 294:220.

²⁴ C.N.Com., Sala B, "Fernández Rodrigo c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 30.10.03.

²⁵ C.N.Com., Sala D, "Sonzinni Graciela s/ Pedido de quiebra promov. en: Transener S.A.", 17.03.04; misma Sala, "Siso Andrés c/ Telecom Argentina Stet - France Telecom S.A.", 10.06.04; Sala C, "Etcheto Alejandro A. c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 19.11.04; misma Sala, "Gargantini Claudia E. c/ Telecom Argentina Stet France Telecom S.A. s/ Ejecutivo", 15.10.04; Sala B, "Rodados Mountain Byke S.A. c/ Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. s/ Sumarísimo", 30.09.04; misma Sala, "Compañía de Alimentos Fargo S.A. s/ Concurso prev.", 03.04.05; misma Sala, "Chameris Investments S.A. c/ Metrogas S.A.", 05.04.06; misma Sala, "Koblecovsky Adolfo c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 23.02.07; entre otros.

²⁶ Habiendo resuelto la Sala D en igual sentido, 22.10.03; íd. Dictamen Fiscal N° 95.991 en autos "Dhaquim S.R.L. s/ Concurso preventivo s/ Incidente de verificación por Campina B.V.", 15.09.03.

²⁷ Boggiano Antonio, "Contratos Internacionales", pp. 39/40, Ed. Depalma, Bs. As., 1990.

²⁸ Feldstein de Cárdenas Sara, "Contratos Internacionales", pág. 82, Ed. Abeledo Perrot, Bs. As., 1995.

exportaciones puedan formar un fondo en el país o en el exterior con los montos necesarios para atenderlas, bajo supervisión del Banco Central y de la Comisión Nacional de Valores.

El mismo artículo, en su sexto párrafo, dispone que “En el supuesto de que el Banco Central de la República Argentina limitase, total o parcialmente, el acceso al mercado de cambios, deberá establecer los mecanismos a fin de facilitar el cumplimiento de los servicios de renta y amortización de las obligaciones negociables denominadas y suscriptas en moneda extranjera que hayan sido colocadas por oferta pública con autorización de la Comisión Nacional de Valores”.

Esto significa que la ley previó una indemnidad legal a favor de los bonistas, que hubieran adquirido sus títulos por oferta pública y bajo autorización de la C.N.V., respecto de cualquier futuro control de cambios en el sentido de garantizarles la percepción de rentas y capital en la moneda extranjera pactada.

11.-EL CONTROL CAMBIARIO.

No obstante lo establecido por la ley, cuando el mercado cambiario comenzó a ser controlado, se dictaron diversas resoluciones limitativas de la indemnidad legal.

En primer lugar, los Decretos 1570 y 1606 del 2001 restablecieron el control de cambios en el país.

En el año 2002 el Banco Central dispuso por Comunicación “B” 7643 del 16-12-02, que las presentaciones de las emisoras relativas a obtener moneda extranjera debían canalizarse por medio de los Bancos y presentarse la documentación respectiva cumpliendo con el Dec.1759/72 reglamentario de la Ley de Procedimiento Administrativo (19.549).

Más adelante, el Banco Central dictó en el año 2009 la Comunicación A 4927, la que fue remplazada en el 2012 por la Comunicación A 5265, hoy vigente, disponiendo ambas, en lo pertinente, que no se va a permitir el acceso al mercado local de cambios para el pago de servicios de capital e intereses de títulos de deuda emitidos localmente sino solo cuando se cumpla la totalidad de una serie de condiciones que enumera, entre las que se destacan: a) que el objeto de la emisión haya sido el financiamiento de “obras de infraestructura”; b) que la vida promedio de los títulos “no sea inferior a cuatro (4) años”; c) que haya tenido lugar oportunamente un informe de los bancos colocadores sobre los datos del inversor y sobre el origen de su tenencia de moneda extranjera.

Como se ve, a las condiciones originarias de garantía de pago en la moneda extranjera pactada, que solo eran la oferta pública y la autorización de la C.N.V., se suman ahora otras condiciones no exigidas por la ley de fondo, como son el destino de los fondos o el plazo mínimo, que no toda emisión de obligaciones negociables en moneda extranjera puede cumplir.

Adicionalmente cabe considerar la situación de las PYMES que emitieron obligaciones negociables en dólares con un régimen simplificado y bajo la normativa del Dec.1087/93 y del cap.VI de las Normas de la Comisión Nacional de Valores, a las que será imposible alcanzar las exigencias del Banco Central referidas al informe del banco colocador, porque

no intervienen bancos sino entidades autoreguladas y agentes autorizados por ellas, y muy difícil las restantes exigencias ya que son muy pocas las destinadas a obras públicas y, por lo general, sus colocaciones son por menos de cuatro años.

12.-LA SITUACION LEGAL DE EMISORES Y DE TENEDORES DE O.N. EN MONEDA EXTRANJERA.

No caben dudas que la no entrega de la moneda extranjera necesaria para atender rentas y amortizaciones por parte del Banco Central a las emisoras de O.N. en dólares que a pesar de cumplir con lo establecido por el art. 4º de la ley 23.576 no satisfagan los requisitos de la Comunicación A 5265 del BCRA es inconstitucional por transgredir la supremacía de la ley (art. 31 C.N.).

En tal sentido los emisores tienen el derecho de efectuar los reclamos administrativos correspondientes y, en caso de negativa, articular las demandas judiciales respectivas.

También les asiste el derecho de, interín consigan las divisas, pagar en pesos a los tenedores, en un pago imputable a cuenta pero que evitaría la mora frente al “hecho del príncipe”.

En el punto, hay que tener presente que ya existe un precedente de la Cámara Federal de General Roca en el que se rechazó una medida cautelar contra la AFIP para la compra de dólares con fundamento en que no habría “peligro en la demora” ya que el “hecho del príncipe” (art.513 del código civil) consistente en la imposibilidad de acceder al mercado cambiario impediría la “mora” del deudor frente a su acreedor (5-7-12, “M., C.M. c/Administración de Ingresos Públicos y otros”).

Si bien en el caso de las obligaciones negociables la situación es distinta porque existe una garantía legal, ante el eventual fracaso de la medida judicial contra el Banco Central, es posible que los emisores en dólares se vean compelidos a intentar cancelar sus obligaciones en pesos al cambio oficial

En tal hipótesis, una vía legal para superar la situación está dada por la posibilidad de convocar a una “asamblea de obligacionistas”.

Dicho órgano esta regulado por los arts. 14 de la ley 23.576, y 354 y 355 de la ley 19.550 de sociedades comerciales.

Éstas últimas normas, previstas para los “debentures”, establecen la aplicación de las normas de la asamblea ordinaria de la sociedad anónima.

Sin embargo, para “aceptar modificaciones de las condiciones del empréstito” se requieren las mayorías de la asamblea extraordinaria (quorum del 60% o 30% según sea primera o segunda convocatoria).

Pero además, si se trata de “alterar las condiciones fundamentales de la emisión”, se requiere “unanimidad”.

En el caso, una eventual decisión asamblearia de “pesificar” la deuda emitida en moneda extranjera, debería ser considerada la alteración de una condición fundamental²⁹, salvo que lo fuera al cambio “libre” o con una compensación equivalente.

Por su parte, los tenedores de las O.N. en dólares aparecen como los principales perjudicados porque en las eventuales acciones de cobros en dólares contra las emisoras éstas invocarán el “hecho de príncipe” exoneratorio de su responsabilidad (art. 513 del código civil), quedando solo a los tenedores una acción contra el Estado.

Como se advierte, el incumplimiento de la indemnidad legal por parte del BCRA produce enormes perjuicios a los emisores, los que al no poder cumplir en la moneda pactada se exponen a la pérdida del crédito necesario para proseguir sus actividades, con riesgos de “default” y a ser demandados por los suscriptores.

Por su parte, los tenedores se ven expuestos a cobrar en pesos y a quedarse con una acción contra el Estado de difícil trámite y extensa resolución.

Ante tal panorama, es de esperar que el Banco Central revea su reglamentación de modo que la garantía del art. 4º de la ley de obligaciones negociables se aplique, sin condicionamientos, a todos los emisores en moneda extranjera que cumplen las exigencias de la ley de fondo.

13.-CONCLUSIONES.

Siempre a título de síntesis provisorias, y sujetas a la dialéctica de las ideas³⁰, formulamos las siguientes conclusiones:

1. -El sistema de capital financiero, en la medida en que funcione en forma equitativa (en cuanto a sus condiciones, plazos, tasas de interés, comisiones y garantías), está llamado a cumplir una importante función para el desarrollo de los países emergentes como el nuestro, al permitir dotarlos del capital necesario para su crecimiento y evolución.
2. -Las obligaciones negociables (en adelante ON) instrumentan diversos contratos de mutuo en serie que presuponen que el inversión deberá, a cierto tiempo desde la fecha de la emisión, recuperar su capital más los intereses devengados durante la financiación.
3. -Las O.N. Pymes fueron creadas a partir del Dec.1087/93 del Poder Ejecutivo Nacional a efectos de facilitar su acceso a la oferta pública en tanto se trate de sociedades anónimas o cooperativas.
4. -Ante la falta de pago del capital o intereses de las obligaciones negociables, que constituyen la obligación principal a la que se comprometió el deudor con la

²⁹ El cambio de la “moneda a rembolsar” se califica como fundamental según la posición general de la doctrina. Verla en Paolantonio, Martín E. op.cit. pag.109.

³⁰ Agradeceremos comentarios al correo “emfavierdubois@favierduboisspanolo.com”

emisión del título, el acreedor tiene derecho a promover, a su elección, la acción ordinaria o la acción ejecutiva para el cobro de su acreencia.

5. -Cuando en el prospecto de las O.N. emitidas en moneda extranjera a colocar en el exterior la legislación nacional argentina ha sido prevista sólo para las condiciones de emisión de los títulos (autorización, otorgamiento y entrega de títulos), mientras que la ley extranjera se estableció para los restantes casos, la moneda de pago de las obligaciones negociables asumida constituye una cláusula de fondo o sustancial, a cuyo respecto no procede aplicar la ley nacional, cuya vigencia parece acotarse a los aspectos formales referidos.
6. -La ley vigente 23.576 en su artículo 4º expresamente permite la emisión de obligaciones negociables en moneda extranjera, disponiendo que tanto la suscripción como el pago de servicios de renta y de amortización, que podrán efectuarse en el exterior, se deben ajustar a las condiciones de emisión que se fijen en cada caso, estableciendo además una indemnidad legal a cargo del BCRA y a favor de los bonistas, que hubieran adquirido sus títulos por oferta pública y bajo autorización de la C.N.V., respecto de cualquier futuro control de cambios en el sentido de garantizarles la percepción de rentas y capital en la moneda extranjera pactada.
7. -Es inconstitucional, por transgredir la supremacía de la ley (art. 31 C.N.), la negativa de entrega de la moneda extranjera necesaria para atender rentas y amortizaciones por parte del Banco Central a las emisoras de O.N. en dólares que a pesar de cumplir con lo establecido por el art. 4º de la ley 23.576 no satisfagan los requisitos de la Comunicación A 5265 del BCRA.
8. - Una eventual decisión de la “asamblea de obligacionistas” de “pesificar” la deuda emitida en moneda extranjera requeriría unanimidad de los tenedores porque debería ser considerada una “alteración de una condición fundamental”, salvo que lo fuera al cambio “libre” o con una compensación equivalente.

FINIS CORONAT OPUS