



“LA ACCION JUDICIAL PARA EL COBRO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES COLOCADAS EN EL EXTRANJERO”

**POR EDUARDO M. FAVIER DUBOIS (H) &
MATIAS ARIEL FERNANDEZ**

1. Introducción.

En el marco de un mundo globalizado¹, se destaca el denominado “sistema del capital financiero internacional” como uno de sus agentes principales ².

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,

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..



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.)

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 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. La desmaterialización de los títulos.

En un mundo globalizado y en el marco del sistema de capital financiero internacional, la utilización de elementos materiales (cartulares) para acreditar la titularidad de los activos financieros es un sistema ineficiente, inseguro desde la perspectiva jurídica y costoso en términos económicos atento a la mayor utilización de recursos humanos y materiales⁴.

Por ello, el intercambio físico de títulos, de papeles impresos va desapareciendo, siendo reemplazado por referencias técnicas y anotaciones en cuenta⁵.

Entran en escena entonces los "derechos valor", como sustitutos desmaterializados de los valores negociables (conf. Decr. 677/01), regidos aquéllos por las normas de éstos que sean compatibles con su naturaleza⁶.

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 Paolantonio Martín E., "Operaciones Financieras Internacionales", pág. 22, Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2002.

⁵ Del Caño Palop José, "La seguridad jurídica y el tráfico mercantil", pág. 132, Dir. Juan Bolás Alfonso, Ed. Cívitas, Madrid, 1993.

⁶ Ver Alegría Héctor, "La desmaterialización de los títulos valores", Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones, Año 21, N° 121/126, 1988, pp. 893/931; y Gorziglia N. - Jambrina A., "Desmaterialización de los títulos-valores emitidos en



La finalidad práctica de este sistema es la de concentrar en el espacio a todos los valores negociables que se negocian en el mercado bursátil, evitando de esta forma su manipuleo físico con motivo de las transacciones que se realicen y asegurando a los propietarios de esos títulos su conservación y guarda, ahorrando costos de traslado, seguridad, custodia y seguros⁷.

3. Las obligaciones negociables y su forma.

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)⁸.

Conceptualmente constituyen la emisión de títulos de deuda por parte de empresas privadas, a mediano o largo plazo, sujetos a diversas modalidades y garantías.

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-.

serie", en "Negocios sobre partes, cuotas, acciones y otros títulos societarios", Dirs. Favier Dubois E. (h) - Sandler M., pp. 289/295.

⁷ Malumián N. - Barredo F., "Obligaciones Negociables" Aspectos legales y fiscales, pág. 266, Ed. Lexis Nexis, Bs. As., 2006.

⁸ 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.



Esto se desprende con claridad de la normativización que realiza la LON en su art. 8º, 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. 1º del Decr. 259/1996.

Ahora bien, en segundo término, las ON pueden emitirse en forma escritural (conf. art. 8º -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.



4.-Los certificados globales.

Sin embargo, el sistema de escritura o de anotación en cuenta sufre una pequeña transformación a partir del dictado del Decreto 677/01, cuando en su art. 4° establece la posibilidad que dentro de los valores escriturales o anotados en cuentas, se emitan certificados globales⁹ o *global notes*.

Un certificado global contiene toda la información relacionada con la emisión de los valores negociables que se trate, así como las características de los títulos que representa, o sea sus condiciones de emisión. Emitido el certificado global, quedará en depósito y custodia del agente de registro que se trate. A su vez, producida la colocación, los agentes encargados de realizarla deberán informar la nómina de personas físicas y/o jurídicas que tienen una participación en el certificado global. De esa manera, el agente de depósito podrá extender el correspondiente comprobante individual cuando la persona física o jurídica que se trate lo solicite, a los efectos de ejercitar sus derechos de propiedad¹⁰.

En el caso de títulos valores representativos de deuda o asimilables a ellos, con oferta pública autorizada, el art. 13 del decr. 259/96 (reglamentario de la ley 24.587 de nominatividad de títulos valores privados) prescribe que cuando se encuentren representados en certificados globales o parciales, inscriptos o depositados en regímenes de depósito colectivo nacionales o extranjeros, reconocidos por la C.N.V., se considerará cumplido el requisito de nominatividad.

5. Las entidades de depósito colectivo en nuestro país y en el extranjero:

⁹ Ver Camerini Marcelo, "La transparencia en el mercado de capitales", pág. 112 y ss., Ed. Ad-Hoc, Bs. As., 2007.

¹⁰ Camerini Marcelo, op. cit., pág. 115.



En la Argentina, la ley 20.643, en su cap. III, art. 30, creó un ente autorizado para recibir depósitos de valores negociables públicos o privados, que denominó Caja de Valores¹¹.

Dicha entidad celebra con cada depositante un contrato de depósito colectivo por el cual el depositante entrega a aquella una cierta cantidad de valores negociables y la Caja de Valores asume el compromiso de devolver igual cantidad de valores negociables de la misma especie y clase.

Los valores negociables son depositados a la orden de los depositantes y a nombre de los comitentes, quienes son los propietarios de los mismos. A estos efectos, se cuenta con un sistema de subcuentas que segrega el patrimonio de la depositaria respecto de los depositantes y el de éstos con respecto al de sus clientes.

Pueden ser depositantes las bolsas de comercio sin mercado de valores adherido, los agentes bursátiles y extrabursátiles del país y del exterior, mercados de valores, entidades financieras, sociedades depositarias de fondos comunes de inversión, administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, compañías de seguros y otras centrales depositarias extranjeras.

La transferencia de los valores negociables depositados queda refrendada mediante anotaciones electrónicas en los libros de Caja de Valores.

Otra modalidad consiste en el convenio con los depositantes para la apertura de subcuentas especiales de retiro conjunto (depositante-comitente), a nombre de los comitentes que así lo soliciten por intermedio de sus depositantes. Bajo esta modalidad, el

¹¹ Ver: www.cajval.sba.com.ar.



retiro de valores negociables depositados en las mencionadas subcuentas sólo se realiza mediante la orden conjunta de ambos.

A nivel internacional, la Caja de Valores se encuentra en permanente contacto con las principales centrales depositarias del mundo, contando con cuentas en depositarias internacionales (Clearstream, Euroclear, Iberclear y Depository Trust Company) en su modalidad de participante directo, a efectos de que inversores locales puedan mantener en custodia valores negociables emitidos internacionalmente, adhiriendo a los estándares internacionales de seguridad para el envío y recepción de instrucciones en forma electrónica.

Actualmente, casi la totalidad de los valores negociables depositados en Caja de Valores se encuentran desmaterializados en forma escritural o representados por certificados globales.

Cuando nos encontramos ante una colocación internacional de títulos, se designan en el prospecto informativo a entidades de depósito extranjeras.

En cuanto a ello, debe señalarse que, al reglamentar el art. 13 del Decr. 259/96 de nominatividad de los títulos valores privados, la Comisión Nacional de Valores ha reconocido a Euroclear, Clearstream, DTC (Depository Trust Company) y SEGA (Swiss Securities Clearing Corporation, como regímenes de depósito colectivo extranjero (según Normas de la C.N.V., art. 45 del Libro 5, Cap. XX, texto año 2001).



Señala con acierto la doctrina que ello no hizo más que seguir la práctica usual de las colocaciones internacionales, en donde se suele excluir la posibilidad de depósito colectivo en el país emisor, particularmente cuando éste es un "mercado emergente"¹².

Como indica Paolantonio, a diferencia de la Caja de Valores, las entidades de depósito colectivo extranjeras carecen de información sobre los titulares "reales" de las obligaciones negociables, ya que los participantes -bancos o intermediarios del mercado que actúan como *nominees* de aquéllos- mantienen esa información como confidencial preservando el anonimato del titular final¹³.

Esto último, torna compleja la cuestión de la acreditación de la legitimidad del obligacionista en una ejecución judicial, conforme se analizará seguidamente.

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 título¹⁴, el acreedor tiene derecho a promover, a su elección, la acción ordinaria o la acción ejecutiva para el cobro de su acreencia.

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

¹² Paolantonio Martín E., "Obligaciones Negociables", pág. 126, Ed. Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2004.

¹³ Paolantonio M., op. cit. en nota 9, pág. 126.

¹⁴ Existen 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.



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 Kenny¹⁵ 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 financieros¹⁶.

7. El “título ejecutivo” en la ejecución de obligaciones negociables escriturales.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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.



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 escritural¹⁷.

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 legales¹⁸.

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.

¹⁷ Yomha Carlos G., "Tratado de las Obligaciones Negociables", pág. 266, Ed. Depalma, Bs. As., 1994.

¹⁸ C.N.Com., Sala E, "Novoa Osvaldo c/ Bco. Hipotecario S.A. s/ Ejec.", 17.09.06; en igual sentido, íd. 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.



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.

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 extranjera¹⁹.

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 correspondientes²⁰.

¹⁹ 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.

²⁰ 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.



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 “integración” del título ejecutivo.

Se plantea la cuestión de que el certificado expedido por la entidad de depósito colectivo no constituya por sí solo un título ejecutivo completo²¹ que represente una obligación exigible de dar cantidades líquidas de dinero o fácilmente liquidables como lo exige el art. 520 del C.P.C.C.N., debido a que no surgen la totalidad de las condiciones de los títulos, en especial el plazo de pago del capital y de los cupones de interés.

Al respecto, la doctrina ha destacado que no es un recaudo legal que el título conste en un único instrumento, ya que nada obsta a que dos o más instrumentos se complementen recíprocamente, debiendo ser su presentación en juicio simultánea o estar reunidos en el expediente antes de la citación de remate.

²¹ En contra, Calandra Federico, “Las Obligaciones Negociables y la vía ejecutiva”, La Ley, año LXVIII N° 38, 24.02.04, pág. 2; quien expresa que el Decr. 677/01 no establece exigencias adicionales a las establecidas por la LON para acreditar la legitimación cambiaria o la ejecutividad del crédito, probándose en forma idónea el incumplimiento del pago de ON mediante la constancia emitida por el Agente de Registro, la cual cumplimenta los requisitos de deuda líquida, exigible y “emanado del deudor” (o mejor dicho, a quién se ha delegado esta facultad y que actúa como Agente de Registro), previstos por los códigos de procedimientos para la procedencia de la vía ejecutiva.



Téngase en cuenta que el art. 520 párr. 2º del C.P.C.C.N. establece que si la obligación estuviere subordinada a condición o prestación, la vía ejecutiva procederá si del título o de otro instrumento público o privado reconocido que se presente junto con aquél resultare haberse cumplido la condición o plazo. Omite el artículo hacer parecida referencia respecto de la posibilidad de que el título no designara el plazo dentro del cual debería hacerse efectivo el pago, en cuyo caso también es factible complementarlo²².

En el caso de las obligaciones negociables, y ello es particularmente visible cuando la ejecución no se promueve con base en el instrumento cartular, sino en virtud del mecanismo de legitimación del Decr. 677/01, no existe documento único que permita superar el examen judicial inicial (art. 531 C.P.C.C.N.), debiendo el certificado creado por esta norma complementarse con la documentación suficiente para dar al tribunal la información que hubiera obtenido mediante la compulsa directa del título cartular.

Dicha documentación "complementaria" estará constituida, fundamentalmente, por el "prospecto" o "suplemento" correspondiente del que surjan las condiciones de emisión²³.

Adherimos a la opinión de que los prospectos informativos deben ser considerados como documentos que conforman el esquema contractual que instrumenta la relación crediticia entre inversores y emisores, inescindibles de los valores negociables en cuestión durante su plazo de vigencia. Esta indagación "extra-cartular" que implica la incorporación de otros elementos de juicio, no apunta a estudiar la causa del negocio que llevó a los inversores a adquirir sus obligaciones negociables, sino a completar el contenido de la información en los comprobantes de saldo²⁴.

²² Bustos Berrondo Horacio, "Juicio ejecutivo", pág. 10 y pág. 45, Lib. Ed. Platense, La Plata, 1977.

²³ Paolantonio M.; "Obligaciones Negociables" cit., pág. 161, pp. 161/162.

²⁴ López Mazzeo Hernán, "Acreditación de los derechos económicos contenidos en los valores negociables representados como certificados globales", Rev. La Ley, 14.12.04, pp. 5 y 6.



Así el certificado emitido por la entidad de depósito colectivo, se complementa e integra con el “prospecto informativo” y/o el “contrato de fideicomiso” celebrado por la emisora, donde se encuentran descriptos los términos del programa de emisión y, fundamentalmente, con el “suplemento de precios”, donde se describen las características de cada serie en particular, tales como la fecha de vencimiento de los títulos, la tasa de interés pactada y la fecha de pago de los mismos, surgiendo así una obligación exigible de dar sumas líquidas de dinero que cumple con la totalidad de los requisitos extrínsecos para conformar el título ejecutivo.

Cabe aclarar que con la presentación de la parte pertinente de la copia del prospecto de emisión será suficiente²⁵, ya que generalmente se trata de documentación muy voluminosa y extensa -con gran cantidad de información cuya publicidad no es necesaria en un proceso ejecutivo-, la cual ha sido emitida por la deudora, quien no podrá desconocer o alegar validamente su insuficiencia²⁶.

Como bien lo ha señalado la doctrina, la sanción del Decr. 677/2001 es la solución normativa a la identificación del titular del derecho de crédito que representan las obligaciones negociables emitidas en los mercados locales e internacionales²⁷.

En lo que hace a la jurisprudencia debe señalarse que, desde la entrada en vigencia del Decr. 677/01, las distintas Salas de la Cámara Comercial han rechazado los planteos de inhabilidad de título realizados por las empresas emisoras que cuestionaron la validez del

²⁵ Vgr. identificación de la emisión de ON, capítulo donde se establece la legislación aplicable, *events of default* establecidos y ocurridos para pedir la caducidad de los plazos, etc.

²⁶ Es recomendable, para el hipotético y remoto supuesto de que se desconociera la autenticidad de la documental ofrecida, ofrecer en forma subsidiaria toda la documentación correspondiente a la emisión de las ON que se encuentre en poder de la contraria (art. 388 del C.P.C.C.N.); y también prueba informativa a los mismos fines a la Bolsa de Comercio y Comisión Nacional de Valores, organismos encargados de publicar tales programas de emisión.

²⁷ Villegas Marcelo - Kenny Mario, "El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejoras prácticas en el gobierno corporativo", en *Doctrina Societaria y Concursal*, septiembre de 2001, pág. 281.



mecanismo fijado por la citada norma y la legitimación del accionante, validando la conformación del título ejecutivo²⁸.

10.- La legitimación en el caso de los certificados globales:

El citado artículo 4 del Decr. 677/01, también dispone en su último párrafo, que se podrán expedir comprobantes de los valores representados en certificados globales a favor de las personas que tengan una participación en los mismos, a los efectos y con los alcances indicados en el inc. e). Continúa diciendo, que el bloqueo de la cuenta sólo afectará a los valores a los que refiera el comprobante, los que serán emitidos por la entidad del país o del exterior que administre el sistema de depósito colectivo en el cual se encuentren inscriptos los certificados globales. Cuando las entidades administradoras de depósito colectivo tengan participaciones en certificados globales inscriptos en sistemas de depósito colectivo administrados por otra entidad, los comprobantes podrán ser emitidos directamente por las primeras.

El título global puede existir, pero es sólo uno para todos los acreedores, que se encuentra depositado en entidades, no pudiendo el acreedor acceder a él para fundar el eventual reclamo judicial. Aparecería un escollo al asignar la norma reglamentaria fuerza ejecutiva a determinado certificado global, pero éste a su vez no reuniría los requisitos conceptuales necesarios para que se pudiera proceder ejecutivamente sobre su base²⁹

²⁸ C.N.Com., Sala B, "Fernández Rodrigo c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 30.10.03; misma Sala, "Barsk & Adams S.A. c/ Telecom Stet France Telecom S.A.", 23.04.04; Sala C, "Brodsky María c/ Metrogas S.A. s/ Ejecutivo", 03.08.04; misma Sala, "Aisenberg Isaac c/ Compañía de Transporte de Energía Electricatransener s/ Ejecutivo", 17.09.04; "JP Morgan Chase Bank (London) c/ Banco Hipotecario s/ Ejecutivo", 28.08.07; misma Sala, "García Labougle Miguel c/ Metrogas S.A. s/ Ejecutivo", 28.12.05; Sala D, "Emerging Markets Fixed Income Ltd. y otro c/ Telecom Argentina Stet France Telecom S.A.", 22.10.03; misma Sala, "Financiera Ludicor S.A. c/ Telecom Stet France s/ Ejecutivo", 11.03.04; Sala D integrada, "Juris S.A. c/ Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. s/ Ejecutivo", 20.05.04; Sala A, "Schargorodsky Carlos c/ Banco de Galicia S.A.", 21.05.04; Sala E, "JP Morgan Chase Bank (London) c/ Banco Hipotecario s/ Ejecutivo", 09.08.07, entre otros.
²⁹ Grillo Ciocchini Pablo A., "Ejecución individual de obligaciones negociables globales", J.A. 2006-IV, fascículo N° 13, pp. 6 y 8, Bs. As., 27.12.06.



Siendo el titular del certificado global la entidad participante, se ha dictado un fallo denegando la legitimación activa del obligacionista para pedir la quiebra, por entender que el informe expedido por Merrill Lynch del que surgiría que el actor mantiene una cuenta abierta en esa institución, no resulta idóneo para acreditar la titularidad de las obligaciones negociables representadas en títulos globales, la que se acredita por las certificaciones de sobre sus registros emiten los sistemas de clearing, no encontrándose cumplidos las exigencias del art. 4 del Decr. 677/01³⁰.

Cuando el certificado es expedido por la Caja de Valores, no presenta inconvenientes en tanto, como se dijo *ut supra*, los valores negociables depositados en esa entidad, se expiden a favor de los participantes -banco, sociedad de bolsa, etc.- y a nombre de sus clientes como titulares de las subcuentas comitentes, es decir, de los reales propietarios.

La cuestión resulta más compleja cuando los certificados globales se encuentran registrados en regímenes de depósito colectivo extranjeros, donde la titularidad final de las participaciones parciales es anónima.

Paolantonio³¹ expone dos alternativas para legitimar al titular real de las obligaciones negociables.

La primera, es que la entidad de depósito colectivo extranjera genere el certificado a nombre del participante (el *broker* o intermediario extranjero), con la constancia de que éste tiene al real propietario registrado como titular final de la participación en el certificado global.

³⁰ C.N.Com., Sala B, "Katz Alberto C. s/ Pedido de quiebra a Imagen Satelital S.A.", 27.03.03, L.L. T. 2003-D.

³¹ Paolantonio M., "Obligaciones Negociables" cit., pág. 160.



Y la segunda alternativa, que sostiene que es aún más sencilla, es que la Caja de Valores, que tiene una cuenta o subcuenta en otro ente de depósito colectivo extranjero, emita el certificado previsto por el art. 4 del Decr. 677/01 reflejando la participación del titular de obligaciones negociables como comitente de un depositante autorizado bajo el régimen de la ley 20.653.

Por nuestra parte entendemos que no existe ningún obstáculo legal para que la entidad de depósito colectivo extranjera expida el certificado bloqueando e individualizando la tenencia parcial correspondiente a nombre de la entidad participante (intermediario financiero) y ésta a su vez expida una constancia legalizada en la cual se identifique al titular real (inversor final) como propietario de esa participación bloqueada en el título global.

Y, como otra posibilidad, consideramos que el reclamo también podría ser efectuado directamente por parte del titular de la participación global sin identificar al titular final, cuya identidad puede preservarse, previa convención entre ambos en beneficio del cliente.

11. 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 jurídica³².

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),

³² Vgr. ley del Estado de Nueva York de EE.UU., ley del Reino Unido, etc.



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.

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 utilitor-*³³, siempre que no existiera ninguna limitación al orden público internacional³⁴.

12.- La cuestión de la pesificación.

Una defensa que ha sido planteada por las emisoras en sede judicial, es la pesificación de las deudas emitidas en moneda extranjera (expresamente autorizada por el art. 4 de la LON), a raíz de la normativa de emergencia económica y cambiaria de orden público, dictada a principios del año 2002.

Cabe señalar al respecto, que no se advierte en modo alguno que el sometimiento de las partes a la ley extranjera para ciertos aspectos de la contratación -como la moneda de pago-, pudiera afectar principios de orden público internacional o que ello resultara contrario a la moral y buenas costumbres (art. 14 inc. 1º del Código Civil), con lo cual resulta inaplicable la normativa de pesificación de la ley 25.561, del decreto 214/02 y sus normas modificatorias, por aplicación directa de la excepción del art. 1 inc. e) del Decr. 410/02.

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,

³³ Boggiano Antonio, "Contratos Internacionales", pp. 39/40, Ed. Depalma, Bs. As., 1990.

³⁴ Feldstein de Cárdenas Sara, "Contratos Internacionales", pág. 82, Ed. Abeledo Perrot, Bs. As., 1995.



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 vinculantes³⁵. Entonces, no habiéndose invocado 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 en la especie lo preceptuado en el Decreto 410/02: 1 inc. e), sin que sea menester exigir ninguna prueba relativa a la aplicación de la ley extranjera³⁶.

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

³⁵ 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.

³⁶ 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, "Viadel 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.



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 coherente³⁷.

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, 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 inconciliable³⁸.

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 constitucional³⁹, 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 constitucional⁴⁰.

³⁷ C.N.Com., Sala A, 27.09.89, "Ituzaingo Cía. Financiera"; íd. 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/ Impugnacion 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.

³⁸ C.S.J.N., Fallos 247:121, entre muchos otros.

³⁹ C.S.J.N., "Saltta Cía. El Dorado Colonización y Explotación de Bosques c/ Provincia de Misiones", 21.10.75; íd. Fallos 284:410 y 294:220.

⁴⁰ C.N.Com., Sala B, "Fernández Rodrigo c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 30.10.03.



Las distintas Salas de la Cámara Comercial han rechazado el planteo de inconstitucionalidad del Decr. 410/02⁴¹, 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"⁴²:

13. Prescripción para la acción de cobro de las obligaciones negociables.

Por último, analizaremos la prescripción para el cobro de las obligaciones negociables.

Consideramos errónea la aplicación del art. 848 inc. 2º del Código de Comercio sostenida por cierta jurisprudencia⁴³, en tanto el mismo se refiere a documentos endosables o al portador, cuando las obligaciones negociables deben considerarse en forma obligatoria nominativas y no endosables a partir de la entrada en vigencia de la ley 24.587.

En efecto, el art. 1 de la ley 24.587 establece que los títulos valores privados deben ser nominativos y no endosables, con la posibilidad de realizar emisiones escriturales, precisando luego el art. 12 del Decr. 259/96 reglamentario, que el requisito de la nominatividad se considerará cumplido cuando los títulos valores sean emitidos en forma escritural.

⁴¹ 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.

⁴² 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.

⁴³ Juzg.Nac.Com. N° 21, Sec. N° 41, "JP Morgan Chase Bank -London- c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", Expte. N° 051495, 20.04.07.



En razón a ello y a que para los títulos nominativos -o escriturales- y no endosables no se encuentra establecido un plazo de prescripción, rige el plazo decenal de la prescripción ordinaria en materia comercial, conforme lo normado por el art. 846 del Código de Comercio, habiendo receptado pacíficamente nuestra jurisprudencia dicho criterio en todos los supuestos en que no rija un plazo específico⁴⁴.

En atención a lo hasta aquí expuesto, consideramos que rige para las obligaciones negociables el plazo de prescripción de diez años del art. 846 del Código de Comercio.

Finalmente, cabe considerar que la jurisprudencia ha otorgado el alcance interruptivo del art. 3989 del Código Civil, a los reconocimientos expresos efectuados por la emisora de obligaciones negociables; al haber cursado la comunicación de suspensión de pagos a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires; al haber solicitado la homologación de un acuerdo preventivo extrajudicial, denunciando en el pasivo a las obligaciones negociables de la serie ejecutada; y al realizar un canje de los títulos impagos, a través de una oferta de compra publicada en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio, incluyendo también a los títulos de la serie ejecutada⁴⁵.

14.- Conclusiones.-

De todo lo expuesto pueden extraerse, a nuestro juicio, las siguientes conclusiones:

- Los certificados sobre titularidad de O.N. emitidas en el país y colocadas en el extranjero, expedidos por entidades depositarias del exterior autorizadas por al Caja de Valores, constituyen títulos ejecutivos.

- Cuando del texto del certificado no resulten la totalidad de los elementos de la obligación (plazos, vencimientos, series, cupones, tasas de interés, ley aplicable, etc.),

⁴⁴ C.N.Com., Sala A, "Asoc. Mutual de Pers. de Activ. c/ Arroyo Julio", 04.06.98; Sala D, "HSBC Argentina S.A. c/ Ponsiani Alejandro Julio y otro s/ Sumario", 09.03.01; Sala E, "Neumann Roberto Amadeo c/ Banco Francés S.A. s/ Ordinario", 08.04.03.

⁴⁵ C.N.Com., Sala C, "Bancard Internacional Investments Inc. c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 27.03.07; misma Sala, "JP Morgan Chase Bank N.A. (London) c/ Banco Hipotecario S.A. s/ Ejecutivo", 28.08.07.



dicho título puede válidamente integrarse con otros documentos emanados de la emisora tales como el "prospecto informativo", el "suplemento de precios", el "contrato de fideicomiso", etc.

- En los casos de haberse emitido certificados globales registrados en el extranjero, puede accionar tanto el inversor final, legitimado con el certificado a nombre del intermediario y una constancia expedida por éste último, como el intermediario por sí mismo, sin necesidad de individualizar al inversor final.

- Es válida la emisión en el país de O.N. a colocar en el extranjero cuyas condiciones de pago se rijan por la ley extranjera; en tal caso es constitucional la no aplicación de las reglas sobre pesificación para las emitidas en moneda extranjera antes del 2002.

- Corresponde aplicar el plazo ordinario de diez años del art. 846 del código de comercio para la prescripción de las obligaciones emergentes de las O.N., rigiendo la causal de interrupción del art. 3989 del código civil.