

OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Dra. Nora Ramos*

**Con la colaboración de funcionarios de la Gerencia Técnica y de Valores Negociables de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.*

I. ANTECEDENTES

La escasa, por no decir inexistente, aplicación práctica del instituto de los debentures, previsto en la Ley de Sociedades Comerciales como herramienta de financiación para las sociedades, sumada a la inexistencia en el mercado de capitales de instrumentos idóneos a través de los cuales las empresas pudiesen obtener el fondeo necesario para el desarrollo de sus actividades, dio lugar a que la Comisión Nacional de Valores junto con la Bolsa de Comercio de Buenos Aires dictaran en el año 1984, sendas resoluciones reglamentarias de la emisión de obligaciones negociables.

La falta de condiciones competitivas de dichas obligaciones negociables con relación a los títulos públicos en materia de exenciones impositivas, determinó que el procedimiento para la emisión, colocación y cotización de las mismas no tuviera el éxito esperado.

Por tal razón, se avanzó en la elaboración de un régimen normativo legal para este tipo de valores, cuyo resultado fue, en un primer momento, la sanción de la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576 a mediados de 1988, para luego, tres años después, introducir los cambios necesarios para el desenvolvimiento del instituto a través de la Ley N° 23.962.

II. CONCEPTO

Cuando no referimos a una obligación negociable podemos decir que es la promesa asumida por la persona jurídica que la emite de pagar una suma de dinero a las personas físicas o jurídicas que le prestaron fondos a cambio de una determinada retribución (tasa de interés) durante el tiempo convenido.

Cuando se necesitan recursos dinerarios para realizar inversiones o refinanciar deudas por montos, plazos y costos que no se ajustan a las condiciones imperantes en ese momento en el mercado financiero tradicional, la emisión de obligaciones negociables aparece como uno de los procedimientos alternativos de financiación que debe ser especialmente considerado por la empresa.

Ya adentrándonos en el ámbito de la oferta pública, para referirnos a las obligaciones negociables, además de decir que son valores representativos del monto de un empréstito, debemos agregar que esos valores califican como *valores negociables*, esto es que, son emitidos en masa, tienen las mismas características, otorgan los mismos derechos dentro de su clase, se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo.

III. QUIÉNES PUEDEN EMITIR OBLIGACIONES NEGOCIABLES

La posibilidad de emisión de este tipo de instrumento financiero se encuentra limitado por la propia ley a:

- las sociedades por acciones,
- las cooperativas,
- las asociaciones civiles constituidas en el país, y
- las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la ley de Sociedades Comerciales -Ley 19.550-.

No obstante que la ley también prevé su aplicación a las entidades del Estado Nacional, de las provincias y de las municipalidades, entendemos que ello no implica dejar de caracterizar a los valores emitidos por dichas entidades como “títulos públicos”, diferentes en cuanto a garantía y riesgo a los valores privados.

La enumeración dada por la ley respecto de quienes se hallan facultados para financiarse mediante la emisión de obligaciones negociables es taxativa, de tal manera que las empresas que no encuadren en los tipos señalados no podrán recurrir de ninguna manera a esta herramienta. Esta circunstancia es de suma relevancia si tenemos en cuenta que implica que las sociedades de responsabilidad limitada -SRL-, con altísima presencia en el mundo empresario argentino, tienen vedado el acceso al fondeo por este medio en el mercado de capitales.

IV. CONDICIONES DE EMISIÓN

La ductilidad que ofrece el diseño de este instrumento financiero permite decir que el mismo puede ser hecho a la medida de las necesidades y proyecciones del emisor.

En efecto, la ley prevé que puedan emitirse diversas clases con derechos diferentes estableciendo como única salvedad de que dentro de cada clase otorguen los mismos derechos, además de contemplar la posibilidad de que la emisión se divida en series en la medida en que, la emisión de nuevas series esté precedida de la suscripción total de las anteriores.

Así vemos que respecto de las seguridades de cumplimiento de los compromisos de pago asumidos por el emisor en las condiciones de emisión de las obligaciones negociables, la ley acuerda amplia libertad de acción, previendo que la garantía pueda ser flotante, especial o común, según lo manifieste la emisora en las resoluciones que dispongan la emisión, estableciendo únicamente la presunción de que la emisión cuyo privilegio no se limite a bienes inmuebles determinados se considerará realizada con garantía flotante.

Cuando las obligaciones negociables cuentan con garantía flotante se afectan a su pago todos los derechos, bienes muebles o inmuebles, presentes y futuros, o una parte de ellos, y otorga los privilegios que corresponden a la prenda, la hipoteca o la anticresis, en tanto que de ser la garantía especial se hallan afectados bienes determinados.

También la ley admite que las obligaciones negociables sean avaladas o garantizadas por cualquier otro medio, inclusive el otorgamiento de garantías por entidades financieras comprendidas en la ley respectiva.

Las condiciones de emisión pueden prever que las obligaciones negociables se denominen en la moneda de curso legal en nuestro país o en moneda extranjera y que, de denominarse en pesos, en la medida que sea compatible con las prescripciones de la ley 23.928, el capital pueda reajustarse de acuerdo con pautas objetivas de estabilización.

No existe limitación alguna para la fijación de las condiciones de emisión referidas al rendimiento o a la forma de devolución del capital. Así es que estos instrumentos pueden emitirse con derecho a un interés fijo, variable o sin interés, esto es con descuento en el precio de emisión -cupón cero-, y ser amortizados en una única vez, o en cuotas cuya frecuencia podrá establecer la emisora según sus propias perspectivas de evolución del negocio.

A lo ya dicho se agrega un ingrediente de sumo interés o atractivo para los inversores como es la circunstancia de que las sociedades por acciones pueden emitir obligaciones convertibles, a opción del obligacionista, en acciones representativas de su capital social, con la exigencia insoslayable de que el precio o la relación de conversión no afecte la integridad del valor nominal de dicho capital. Ya volveremos más adelante sobre esta modalidad de emisión.

En cuanto a su forma de circulación las obligaciones negociables podrán ser representadas en títulos al portador o nominativos, endosables o no, aún cuando en todos los casos los cupones podrán ser al portador, o bien ser escriturales, esto es, que no se representen en títulos.

De ser cartulares, es decir, encontrarse las obligaciones negociables representadas en títulos, éstos deberán contener la denominación y domicilio de la emisora, la fecha y lugar de su constitución, el plazo de duración y los datos de su inscripción en el registro Público de Comercio u organismos correspondientes, en lo pertinente. Además de las menciones del número de serie y de orden de cada título, las láminas deben contener el valor nominal que representan; el monto del empréstito y la moneda en que se emite; la modalidad de amortización; el tipo y época de pago de interés; la naturaleza de la garantía y en su caso, las condiciones de conversión.

Por el contrario, de haberse dispuesto que las obligaciones negociables sean escriturales, las mismas deben inscribirse en cuentas llevadas a nombre de sus titulares en un registro de obligaciones negociables escriturales. Este registro puede encontrarse a cargo de la emisora o ser encomendado por ésta a un banco comercial o de inversión o a la Caja de Valores S.A.

La calidad de obligacionista se presume por las constancias de las cuentas abiertas en el registro de obligaciones negociables escriturales. En todos los casos la emisora es responsable ante los obligacionistas por los errores e irregularidades de las cuentas, sin perjuicio de la responsabilidad de la entidad que las lleve ante la emisora, en su caso.

La emisora, banco o caja de valores deben otorgar al obligacionista comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que inscriban en ella. Todo obligacionista tiene además derecho a que se le entregue en todo tiempo constancia del saldo de su cuenta, a su costa.

Además, la ley junto con la facultad de representación de las obligaciones negociables en títulos tradicionales, contempla la de que se representen en certificados globales para su inscripción en regímenes de depósito colectivo, a cuyos fines serán considerados definitivos, negociables y divisibles.

Por último, debemos recordar que la modificación de las condiciones del empréstito debe ser decidida por la asamblea de obligacionistas con las mayorías exigidas para la asamblea extraordinaria en la sociedad anónima, exigiéndose unanimidad en caso de modificación de las condiciones esenciales de la emisión.

V. ACCIÓN EJECUTIVA

La ley acuerda a las obligaciones negociables fuerza ejecutiva, esto es, que el reclamo del cobro del capital, actualizaciones e intereses y la ejecución de las garantías otorgadas a las mismas puedan formalizarse a través de juicio ejecutivo. Este tipo de proceso tiene una etapa de conocimiento sumamente limitada, en el que no se discuten los derechos que surjan literalmente del título ni la causa de la obligación, lo que determina que su trámite se caracterice por la celeridad.

En la ejecución de obligaciones negociables emitidas con garantía especial y flotante, el juez dispondrá la citación de los tenedores de la misma clase y notificará a la Comisión Nacional de Valores y a la Bolsa respectiva en caso de oferta pública y cotización.

Frente al supuesto de quiebra de la emisora, respecto de las obligaciones negociables con garantía especial impagas son aplicables las disposiciones sobre los acreedores hipotecarios o prendarios en el juicio de quiebra, en tanto que, con relación a las obligaciones negociables con garantía flotante o común, el fiduciario actúa como liquidador coadyuvante del síndico. Si los obligacionistas no han designado representante, una asamblea reunida al efecto podrá designarlo a estos fines.

En caso de acuerdo preventivo, son los obligacionistas, reunidos en asamblea en los términos de los artículos 354 y 355 de la ley de sociedades comerciales, los que deben prestar su conformidad a la propuesta con arreglo a lo dispuesto por los artículos 45 y siguientes de la ley 24.522.

VI. DECISIÓN DE LA EMISIÓN

La ley dispone que para la emisión de las obligaciones negociables por parte de sociedades por acciones y cooperativas no es necesario que tal posibilidad se encuentre autorizada por los estatutos requiriendo sólo que la decisión sea adoptada por la asamblea ordinaria.

En tanto que para el supuesto de emisión de obligaciones convertibles en acciones por parte de las sociedades posibilitadas para ello, es decir, que respondan al tipo de sociedades por acciones, la resolución de la emisión resulta competencia de la asamblea extraordinaria de accionistas. Esta previsión condice con el hecho de que, para la ley, la emisión de las obligaciones negociables convertibles implica la emisión de las acciones necesarias para afrontar el ejercicio de los derechos de conversión por parte de los obligacionistas y por tanto, respeta las disposiciones que en la materia contiene la ley de sociedades comerciales.

Es por ello que también la ley de obligaciones negociables establece que en las sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones, la decisión de la emisión de obligaciones negociables convertibles puede ser adoptada en todos los casos por la asamblea ordinaria.

Por el contrario en las asociaciones civiles, deben ser los estatutos los que autoricen la emisión cuya resolución debe adoptarse por la asamblea.

La ley permite que la asamblea delegue en el órgano de administración la facultad -a ser ejercida dentro del plazo de dos años a contar desde la fecha de celebración de la asamblea- de determinar todas o algunas de las condiciones de emisión de las obligaciones negociables simples dentro del monto autorizado, incluyendo la época, el precio, la forma y las condiciones de pago y, tratándose de obligaciones negociables convertibles, la fijación de la época de la emisión; precio de colocación; la forma y condiciones de pago; tasa de interés y valor de conversión, indicando las pautas y límites al efecto.

VII. ASAMBLEA DE OBLIGACIONISTAS

Partiendo de la base de que las obligaciones negociables son las partes en que se divide el préstamo tomado por la emisora, corresponde a los obligacionistas resolver las cuestiones que afectan sus derechos reuniéndose para ello en asamblea.

Es el órgano de administración -en su defecto, la sindicatura o el consejo de vigilancia de la sociedad- quien debe convocar a la asamblea de obligacionistas, tanto cuando lo juzgue necesario como cuando fuere requerida por el representante de los obligacionistas o por un número de éstos que represente, por lo menos, el cinco por ciento (5%) del monto de la emisión, supuesto éste en que la petición deberá indicar los temas a tratar y la asamblea ser convocada para que su celebración dentro de un plazo de cuarenta (40) días de recibida la solicitud de los obligacionistas.

Se requiere el pronunciamiento de la asamblea de obligacionistas para la resolución de las siguientes cuestiones:

- a) Como ya se dijo, para aceptar la modificación de las condiciones del empréstito.
- b) Para consentir el retiro de la oferta pública o de la cotización de las obligaciones negociables o de las acciones cuando aquéllas fueren convertibles.

En este supuesto los obligacionistas disconformes con la decisión y los ausentes tendrán el derecho de reembolso de sus tenencias de obligaciones negociables, que se deberá ejercer en los plazos previstos para el receso de los accionistas. Idéntico derecho tienen los obligacionistas disconformes y ausentes frente a la decisión asamblearia de dejar sin efecto la disolución social derivada de la sanción firme de cancelación de oferta pública o de la cotización de las acciones.

- c) Para decidir la fusión o escisión de la sociedad, a salvo el derecho de los ausentes y disidentes a ser garantizados o reembolsados conforme al artículo 83 de la ley de sociedades comerciales.

VIII. OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES

Como ya se anticipara, las sociedades por acciones tienen la posibilidad de emitir obligaciones negociables convertibles en acciones de la propia sociedad.

El derecho de conversión agregado a las condiciones de emisión de la obligación negociable otorga a ésta un atractivo adicional cual es el de permitir que el obligacionista opte, antes de su vencimiento, por transformar su crédito contra la sociedad en participación en su capital social, vale decir, convertirse de acreedor en socio.

Frente a perspectivas de mejoramiento de la situación de la sociedad, a la suba del precio de cotización de sus acciones, al inferior rendimiento de la obligación en relación con las tasas de mercado, el obligacionista tenedor de una obligación negociable convertible cuenta con una herramienta inestimable para la obtención de un mejor negocio que el de continuar siendo acreedor.

En razón de que la resolución de emitir obligaciones convertibles implica simultáneamente la decisión de aumentar el capital social en la proporción necesaria para atender los futuros pedidos de conversión, los accionistas que tengan derecho de preferencia y de acrecer en la suscripción de nuevas acciones pueden ejercerlo en la suscripción de obligaciones convertibles, aplicándose al efecto lo dispuesto en los artículos 194 a 196 de la ley de sociedades comerciales.

Es por ello que, habiendo tenido la oportunidad de ejercer sus derechos de preferencia y de acrecer en oportunidad de emitirse las obligaciones negociables convertibles, los accionistas de la emisora carecen de tal derecho sobre las acciones que efectivamente se emitan con el fin de atender los pedidos de conversión.

Los accionistas disconformes con la emisión de obligaciones convertibles pueden ejercer el derecho de receso conforme al artículo 245 de la ley de sociedades comerciales, salvo en las sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones y en los siguientes supuestos.

El derecho de preferencia para la suscripción de obligaciones convertibles puede ser suprimido por la asamblea extraordinaria de accionistas en los casos del artículo 197, inciso 2°, última parte de la ley 19.550, bajo las condiciones previstas en dicha norma.

Además, la asamblea extraordinaria también está facultada para suprimir el derecho de acrecer y reducir a un mínimo de diez (10) días el plazo para ejercer el derecho de preferencia, en el supuesto en que las obligaciones negociables convertibles estén destinadas a su colocación secundaria en el mercado de capitales y la emisora celebre a esos efectos un convenio de colocación en firme con un agente intermediario. Es más, en ese caso, puede inclusive suprimir el derecho de preferencia, siempre que la resolución se tome con el voto favorable de por lo menos el cincuenta por ciento (50%) del capital suscripto con derecho a opción y no existan votos en contra que superen el cinco por ciento (5%) de dicho capital.

La ley acuerda amplia discrecionalidad para resolver las condiciones para el ejercicio del derecho de conversión al disponer que podrá estipularse que la conversión tenga lugar en época o fechas determinadas o

bien en todo tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo, previendo que cuando es permanente pueda ser suspendido por el término máximo de tres (3) meses, para permitir operaciones de fusión, escisión o aumento de capital.

Frente a ciertas situaciones de la vida social se establece el derecho de los titulares de las obligaciones negociables convertibles de ejercer anticipadamente la opción de conversión.

En efecto, así ocurre en el caso de la disolución de la sociedad deudora antes de vencidos los plazos establecidos para la conversión de las obligaciones, o, sin perjuicio de requerirse la conformidad de la asamblea de los tenedores de obligaciones convertibles, ante la amortización o reducción voluntaria del capital, la modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades, la adjudicación de valores en cartera y la distribución en efectivo de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance - excepción hecha de las reservas formadas para el pago de dividendos ordinarios-.

También, da lugar a que el obligacionista pida la conversión anticipada de sus tenencias para posibilitar que simultáneamente, ya en calidad de accionista y en las condiciones de los accionistas ausentes en la asamblea, ejerza el derecho de receso con las nuevas acciones si no está conforme con la decisión de prorrogar o reconducir el contrato de sociedad (excepto en las sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones), transferir el domicilio al extranjero, cambiar fundamentalmente el objeto social o transformar la sociedad en otro tipo.

La notificación, por medio fehaciente, del obligacionista a la emisora de su decisión de ejercer el derecho de conversión, implica la asunción por el mismo del status de accionista, correspondiendo que dentro de los 30 días siguientes a dicha notificación le sean asignados los títulos pertinentes de ser las acciones subyacentes cartulares o anotadas en cuenta de ser tales acciones escriturales.

Concluido el plazo acordado para la conversión, o al cierre de cada trimestre de haberse previsto la posibilidad de ejercer la conversión en todo tiempo, el directorio deberá comunicar a la autoridad de control y al Registro Público de Comercio para su inscripción, el monto de las emisiones y el consecuente aumento de capital, los que constarán en acta.

Cuando las acciones fuesen admitidas a la oferta pública, la comunicación deberá hacerse dentro de los 10 contados desde el cierre del periodo de conversión o de finalización de cada trimestre del ejercicio social.

Las autorizaciones acordadas por la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa para la oferta pública, o cotización de las obligaciones convertibles emitidas por sociedades cuyo capital esté inscripto en dichos regímenes, significan que tales autorizaciones se hacen extensivas a las acciones a ser emitidas para atender los pedidos de conversión.

Se contempla en la ley el supuesto de que la sociedad emisora no estuviere admitida a la oferta pública o cotización de sus acciones y obtuviere tal autorización para las obligaciones convertibles, estableciéndose que:

- Pesa sobre la emisora la obligación de cumplir con los trámites reglamentarios para conseguir el ingreso de su capital en tales regímenes con anterioridad al inicio del período de conversión
- De no cumplir la emisora con los trámites o de serle denegada la solicitud, los titulares de las obligaciones convertibles tienen el derecho de pedir el reembolso anticipado o la conversión y el ejercicio simultáneo del derecho de receso (artículo 245 de la ley de sociedades).

La tenencia de obligaciones negociables convertibles implica la expectativa de su titular de participar en el capital social de la emisora y en las ganancias de la misma en la proporción a que darían derecho las acciones subyacentes que le corresponden por el ejercicio de su opción de conversión.

Por ello, la ley protege el derecho del obligacionista mientras se halle pendiente la conversión, al exigir que para ser posible la emisión de nuevas acciones o nuevos valores convertibles a ser ofrecidos en suscripción las condiciones de emisión hayan previsto i) la asignación del derecho de preferencia a los obligacionistas en los mismos casos, plazos y condiciones en que se otorgue a los accionistas o ii) el reajuste del valor, precio o relación de conversión, según la fórmula que se establezca al efecto.

También la ley protege el derecho de suscripción preferente de los tenedores de obligaciones convertibles para suscribir nuevas emisiones de acciones o valores convertibles requiriendo la conformidad de la asamblea de tenedores de obligaciones convertibles para suspender o limitar tal derecho.

Inspirada en idéntica finalidad la ley impone el ajuste del valor, precio o relación de conversión -a efectos de adecuar la participación en el capital o en el patrimonio de la sociedad de cada obligacionista-, frente a toda modificación del valor nominal de las acciones, reducción obligatoria del capital, capitalización de utilidades, reservas, ajustes contables u otros fondos especiales inscriptos en el balance y demás operaciones sociales por las que se entreguen acciones liberadas.

Igualmente, las condiciones de emisión de las obligaciones negociables convertibles de sociedades que coticen sus acciones en bolsa pueden establecer que en lugar de requerirse la conformidad de la asamblea de los tenedores de tales obligaciones y el otorgamiento del derecho a la conversión anticipada, se proceda al reajuste del valor de conversión en los casos de amortización o reducción voluntaria del capital, modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades, adjudicación de valores en cartera y la distribución en efectivo de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, excluidas las reservas formadas para el pago de dividendos ordinarios.

Ante la reorganización de la sociedad emisora de obligaciones negociables convertibles por fusión o escisión, sin perjuicio de requerirse para ello la conformidad de la asamblea de los obligacionistas, las obligaciones serán convertibles en acciones de la nueva sociedad, de la escindida o de la incorporante, según el caso, corrigiéndose el valor de conversión en función de la relación de fusión o escisión.

IX. CONTRATO DE FIDEICOMISO

De manera similar a los debentures, la ley prevé la posibilidad de que la emisora de obligaciones negociables celebre con una institución financiera o firma intermediaria en la oferta pública de valores mobiliarios un convenio por el que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación total.

El contrato que podrá instrumentarse en forma pública o privada tiene que contener como mínimo las siguientes menciones:

- a) Las menciones del artículo 10 de la ley;
- b) Las facultades y obligaciones del representante de los obligacionistas;
- c) Su declaración de haber verificado la exactitud de los datos mencionados en el acto de emisión;
- d) Su retribución, que estará a cargo de la emisora.

Conforme con la ley, resultan aplicables las normas contenidas en los artículos 342 a 345, incisos 1 ° y 2 °, 351 y 353 de la ley N°19.550.