

COMISION IV

Profesor: Carlos Gabriel Yomha

La sociedad comercial en una economía de cambio.

- Sub temas: a) Capital social  
b) Tutelas de la inversión  
c) Inversiones externas

READECUACION DEL REGIMEN JURIDICO DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES.

Introducción

Presentada como una panacea en algunos países o alabada al extremo en otros la obligación convertible es casi ignorada en Argentina. Sin embargo, este título valor debería llenar una función útil y a veces insustituible en el desarrollo de nuestro mercado de capitales. (1).

Las funciones económicas que cumple son varias: posibilita la obtención de un aumento diferido del capital social, permite conseguir fondos en préstamo a menor costo, ayuda a iniciar una política de adquisición de otras sociedades o a obtener financiamiento internacional.

En lo que hace a la inversión externa, la obligación convertible puede ofrecer al proveedor de fondos extranjero una especie de noviciado. Durante una primera etapa, se garantiza al tenedor un beneficio cierto, eventualmente cifrado en moneda extranjera. Más adelante, en caso de florecimiento del ente colector, el inversor extranjero, seguro ya de la solidez de la emisora, podrá requerir la modificación de su status de acreedor pasando a ser socio de su antigua deudora. La empresa se liberará así de reembolsar el préstamo obtenido (2).

La obligación convertible es en nuestro derecho un género que abarca no sólo los debentures sino también los bonos con opción de conversión (L. 19.060). Unos y otros son títulos de crédito en serie que incorporan un derecho de crédito stricto sensu y amén de él una opción que permite, normalmente a su tenedor mutar la causa incorporada al título que deviene participación societaria. (3). La distinción entre bono y debenture convertibles es más producto de la historia legislativa que de una diferencia de naturalezas. Existen, empero, algunas notas diferenciantes en lo que hace al ente emisor, a la organización de los tenedores y a la convertibilidad (4).

- 11 -

En nuestra situación actual tanto bonos como debentures convertibles tienen tres facetas atractivas: 1) son vía de canalización del crédito a mediano y largo plazo que permitirían a las sociedades argentinas desembarazarse de pasivos financieros de corto plazo de madurez que deben ser renovados continuamente; 2) son medio de conversión de capitales de ahorro en capitales de riesgo y 3) representan un camino hábil para atraer capital externo. (5).

Nuestro legislador ha comprendido esta utilidad potencial y ha intentado, muchas veces a tientas, adecuar el régimen jurídico vigente a la función socio-económica, con escasa suerte. La Ley de Sociedades que introdujera en forma expresa los debentures convertibles en el plexo normativo societario paradójicamente dificultó su utilización mediante el esclerosamiento del régimen de variación de capital. La Ley 19.060 dotada de mayor flexibilidad en algunos aspectos requería desgraciadamente la nominatividad obligatoria. Actualmente, la C.N.V. nos ha ofrecido un Anteproyecto que presenta aciertos y errores en un intento laudable de estimular la utilización de las obligaciones convertibles (6). Teniendo en cuenta la misma naturaleza esencial que une a bonos y debentures hemos de proponer en este trabajo ciertas sugerencias para la construcción de un esquema legal que a nuestro entender debe armonizar y compatibilizar los dos sub-tipos que nos ocupan. Nos permitimos así señalar algunas de las rigideces actuales de nuestro derecho en pos de una readecuación normativa que haga factibles las potencialidades económicas del título.

Sólo hemos de referirnos a los tópicos mencionados como subtemas en la Comisión IV donde es presentada esta ponencia, dejando para otra oportunidad los problemas relativos a las etapas de creación y emisión de la obligación convertible. Dividiremos así este esbozo de sugerencias en dos partes I) Convertibilidad y capital social y II) Convertibilidad y tutela de la inversión.

### I) Convertibilidad y Capital Social

Asegurar el cumplimiento efectivo del derecho de conversión es garantizar el valor especulativo del título convertible. Si el piso de la inversión está representado por el valor nominal de la obligación, su techo estará constituido por el valor de la acción subyacente. Pero si el obligacionista tiene motivos para dudar de la ejecutoriedad de su derecho - es decir de que va ciertamente a recibir el título subyacente - el valor reflejo del título ha de verse resentido.

Ello nos lleva al tema de la convertibilidad permanente. Un factor de éxito estriba en que el obligacionista sea el único dueño del momento en el cual ha de convertir su tenencia, ya que de no ser así puede acontecer que el alza del título subyacente en su valor de cotización no coincida con la facultad del tenedor de transformar su título. Se delinean así los dos temas relacionados con el capital social: a) la ejecutoriedad del derecho y b) la libertad de conversión.

#### a) La ejecutoriedad del derecho de conversión

Parece claro que la ejecutoriedad del derecho de conversión tiene parentesco de sangre con el problema de los anticipos irrevocables de capital potencial, tónica ésta que no podemos profundizar aquí.

Limitémonos a citar los principios que parecen jugar en este caso. Tratándose de una obligación de hacer el acreedor no puede demandar la ejecución for-

- 12 -

zada en caso de voluntad renuente del incumplidor (7) Por el contrario, si el objeto de la obligación es una cosa cierta el acreedor tiene derecho a la ejecución en especie (8)

Cifrándonos al caso de convertibilidad directa con opción en cabeza del obligacionista veamos el juego de los principios generales en la situación planteada Por un lado sabemos que: "... la promesa de sociedad es una convención lícita sometida a los arts. 1185 y ss. del C.C. lo que hace aplicable el art. 1187 y en consecuencia la inejecución se resuelve en el pago de daños..." (9). Aplicando este principio se ha considerado la obligación como una típica obligación de hacer de imposible cumplimiento forzado dando ello lugar a una sanción reparatoria (10).

De otra parte es del caso recordar las conclusiones de la doctrina italiana al respecto. Se distinguen dos situaciones: 1) la sociedad no ha decidido conjuntamente con la emisión de obligaciones el aumento del capital necesario para la conversión y 2) la sociedad contemporánea con la decisión delibera el aumento del capital subyacente y los socios renuncian al derecho de suscripción.

En la primera hipótesis solo se da un pactum de contrahendo con mero derecho a la reparación. En la segunda el contrato tiene el carácter de verdadera opción en los términos del art. 1331 del C.C. It., según el cual la aceptación del beneficiario perfecciona sin otro aditamento el contrato definitivo de lo que se sigue la irrevocabilidad absoluta del contrato (11).

No parece ocioso advertir acerca de la peligrosidad que trasunta el carácter revocable de la propuesta para el interés del obligacionista. Observamos nuestro derecho positivo. A diferencia de la L.S. que nada dice al respecto, la 19.060 (art. 13) precisa que "los bonos serán convertibles a opción del portador".

Pués bien, la palabra opción guarda identidad lingüística con aquella inserta en el ap. 4º del art. 194 de la L.S., que otorga a los accionistas el derecho de suscripción preferente.

Puede seguirse de esta identidad lingüística una analogía técnica? Nos encontramos frente a un verdadero contrato de opción o al menos ante la irrevocabilidad de la oferta de suscripción? De ser así, podría aplicarse por extensión las soluciones de los arts. 195 y 196 de la L.S. autorizando por vía judicial la suscripción de nuevas acciones, sustentandose tal pretensión en el carácter de accionista potencial que reviste el tenedor de un título convertible. No creemos ni probable ni segura esta interpretación en el actual derecho argentino.

En lo que hace a los debentures la situación es aún menos clara porque no se habla jamás de opción del obligacionista y del art. 235 de la L.S. se desprende que la asamblea no sólo constata sino que resuelve la conversión en acciones subyacentes.

Desgraciadamente, por otra parte, el Anteproyecto de la C.N.V. no indica que el órgano de gestión es un mero agente instrumental que sólo declara el aumento del capital aún cuando especifique - y esto es un avance que en oportunidad de la conversión el directorio puede disponer el aumento de capital sin ne-

- 13 -

cesidad de decisión asamblearia; lo que indicaría que el lanzamiento constituye un aumento tácito del capital social (12).

#### b) La convertibilidad permanente

Nuestro derecho no presenta obstáculos mayores a la conversión masiva fijada en una o varias fechas predeterminadas en el contrato de emisión. Pero este sistema tiene escollos de orden práctico: la fecha de conversión puede no coincidir con una buena cotización del título subyacente frustrándose así para la emisora la transformación de sus deudas en capital propio.

Puede operarse la convertibilidad permanente en el derecho argentino? Esta es la pregunta que fluye del obstáculo mencionado en el párrafo precedente.

Nada obsta a que respetando el mayor rigorismo técnico se decida la conversión de las obligaciones postfacto. Serán entonces necesarias dos asambleas: una de emisión y otra de conversión. Ello es oneroso y prohíbe la posibilidad de una convertibilidad fluida.

Lo dicho nos impone la consideración de una conversión preantecipada por la propia asamblea que crea las obligaciones. Una primera forma sería el de una asamblea que operase sin delegación de facultades, en tanto que una segunda posibilidad sería aquella en que el órgano colegiado obrase con delegación en los directores (13).

En el primer caso el art. 186 de la L.S. que requiere la suscripción total del capital social al momento del contrato constitutivo, requisito que luego puede hacerse extensivo a todo lo largo de la vida societaria, presenta un primer escollo. No es vano indicar que la situación sería harto incómoda para los obligacionistas en caso de conversión-suscripción incompleta (14). A este inconveniente se añade otro: la obligatoriedad de respetar un plazo de suscripción no toriamente estrecho que también es aplicable a aquella que provenga de la conversión de obligaciones (15).

En el segundo caso, se presenta una alternativa mas laxa. Es sabido que el sistema del capital fijo suscripto integralmente muestra una brecha: la delegación en el directorio no tiene término fijado para completar la emisión. Puede el directorio en tal hipótesis realizar las emisiones en forma escalonada en la medida en que las conversiones lo hagan necesario? Se ha considerado que tal posibilidad burla la eliminación del aumento del capital en series pero no han faltado voces contrarias elevando argumentos gramaticales (17), jurídicos (18) y basados en jurisprudencia aplicable (19).

Si bien se ve el problema que se quiere evitar es fundamentalmente atinente a la información de terceros. Lo esencial radica en no confundirlos acerca del verdadero estado de los capitales de la sociedad y por ello se adoptan posturas excesivamente rígidas que podrían ser obviadas con una adecuada información (20)

#### II Convertibilidad y tutela de la inversión

Admitamos que es prácticamente imposible aventar todas las posibilidades de violación del derecho de conversión y que los remedios contra ella surgirán no sólo de las medidas específicas sino también de la aplicación supletoria de los

principios del derecho societario, del derecho de los títulos valores y aún de aquellos que informan nuestra legislación común especialmente los arts. 1198 y 1071 del C.C.

Pero en lo que hace a la protección específica, la legislación comparada se ha caracterizado por una liberación de los esquemas de prohibiciones que atan la vida financiera de la empresa emisora instituyendo mecanismos financieros compensatorios, que propugnamos para nuestro derecho.

Por otro lado observamos ciertas incongruencias entre el régimen tuitivo de la L.S., el de la L. 19.060 y aún del Anteproyecto de la C.N.V. que deberían ser evitados dentro de un contexto que armonice los distintos subtipos de obligaciones convertibles.

#### a) Tutela de la inversión mediante reajustes de conversión

La causa más clara de dilución se da en el caso de nuevas emisiones de acciones por debajo de su valor real. Tanto la L. 19.060 como el Anteproyecto de la C.N.V. quieren que los obligacionistas tengan el derecho preferente de suscribir las nuevas acciones a emitirse (21).

Es importante en este caso señalar que tal cual lo enseña la legislación comparada el sistema de reserva de acciones es engorroso y de difícil cálculo. En efecto durante el largo período de convertibilidad la multiplicación de las operaciones complicará la vida jurídica de la empresa por la suma de formalidades exigidas a fin de proteger los derechos de los tenedores. Deberán preverse tantas emisiones de acciones complementarias como títulos convertibles haya; habra de calcularse los respectivos derechos de acrecer de los socios o de los propios obligacionistas.

Es por ello que en el derecho norteamericano y en el francés se acude al reajuste de la relación de conversión; reajuste matemático, que estando previsto en el contrato de emisión, consiste en disponer aumentos proporcionales en el número de acciones a otorgar al bonista o debenturista que decida convertir.

Fórmulas matemáticas de fácil comprensión son previstas tanto por los contratos norteamericano como por el decreto reglamentario francés, reformado en 1967 (22).

De manera similar a la que se adopta en el caso del aumento del capital actual o potencial (emisión de otras obligaciones convertibles) puede tratarse la hipótesis de las fusiones, reajustando la relación de conversión para tener en cuenta la operación de agrupamiento societario en cuestión. El principio de base es el siguiente: el obligacionista deberá tener luego de la conversión el mismo número de acciones de la nueva sociedad que las que tendría si hubiera convertido su tenencia antes de la fusión. El compromiso de fusión debe contener obligatoriamente la previsión correspondiente a fin de satisfacer los derechos de los obligacionistas que opten por convertir.

Pasamos así al segundo tema que nos habíamos propuesto analizar en esta segunda parte: la descripción de algunas incoherencias del sistema de tutela del derecho de conversión que hacen necesaria una armonización de los textos legales actuales o en proyecto.

- 15 -

b) Necesidad de armonizar la tutela del derecho de conversión

Tanto la ley 19.060 como L.S. o aún el Anteproyecto de la C.N.V. presentan incongruencias peligrosas.

Obsérvese que la L.S., por ejemplo, no prevé ningún mecanismo tuitivo, sea este de interdicción o compensatorio, para el caso de que la sociedad emisora decida emitir nuevas acciones. Ello se aparta de lo previsto en tal caso por la ley 19.060 y el Anteproyecto que asignan a los obligacionistas un derecho de preferencia como ya se tiene señalado.

Por otra parte, la L.S. no prevé sistema de protección alguno para el caso de nuevas emisiones de bonos o debentures convertibles en acciones.

Por su lado la Ley 19.060 olvida la dilución ha producirse por la emisión de debentures convertibles (23).

No dejará de advertirse que no sólo las nuevas emisiones de bonos convertibles sino también los debentures que gocen de la misma particularidad potencial de transformarse en acciones pueden tener un idéntico efecto de aguamiendo del capital social. Esto no sólo ha de producirse al momento de la emisión de las acciones subyacentes a unos u otros títulos convertibles sino que puede también influenciar negativamente las cotizaciones accionarias, ya que constituyen oferta futura de títulos de participación que por hipótesis han de ser canjeados cuando la relación de conversión sea favorable a los tenedores. Por ello tanto deberá crearse el remedio compensatorio para las nuevas emisiones de bonos como para aquellas que se canalicen por medio de debentures convertibles.

El mismo pecado tiene el Anteproyecto. Este otorga a los tenedores de bonos convertibles un derecho de preferencia para suscribir nuevos bonos convertibles de la sociedad deudora, olvidando hacer lo mismo para el caso de nuevas emisiones de debentures convertibles (24).

Reclamamos entonces, una unificación de criterios. La razón es muy sencilla mientras exista un instrumento análogo que ofrezca menos protección a los tenedores de obligaciones convertibles, las sociedades estarán tentadas de recurrir al título valor que menos inconvenientes les produzca, desprotegiendo así a los proveedores de fondos. Es por ello que clamamos por una armonización de las reglas tuitivas de las dos subcategorías de títulos.

La breve reseña de los tópicos de este novedoso título en serie que se relacionan con el temario de esta Comisión revela ciertas conductas necesarias en la política jurídica futura que hemos de referir como colofón.

Conclusiones

Propugnamos de lege ferenda las siguientes modificaciones al régimen de las obligaciones convertibles:

1) El pedido de conversión debe operar por sí la emisión de la acción subyacente a los efectos jurídicos.

- 16 -

2) El acta de directorio sólo constata el aumento de capital operado implícitamente por la decisión asamblearia de creación del título convertible.

3) La emisión y la negociabilidad de los títulos puede ser automática con la única condición de que las acciones hayan sido integradas totalmente.

4) La documentación y la registración societaria reflejará cada seis meses las modificaciones experimentadas en el capital social como implicancia de las conversiones.

5) Existirá obligación de inscribir el aumento e informar a terceros aún antes de los seis meses especificados en el número anterior cuando la variación del capital exceda en un diez por ciento el capital anterior en circulación.

6) Implementación de normas de reajuste alternativo de la relación de conversión como medio específico de protección del derecho de conversión.

7) Unificación o al menos armonización del sistema tuitivo específico del derecho de conversión de los distintos subtipos de obligaciones convertibles.

#### NOTAS

1) Sólo baste citar las declaraciones de un banquero suizo reproducidas en la Revista Fortune del 15-968 "...la obligación convertible es un regalo que Dios ha hecho a la humanidad".

2) Tal fue el caso de la primera emisión de obligaciones convertibles realizada por una sociedad argentina. La Compañía Italo Argentina de Electricidad que emitiera obligaciones por valor de 35.000.000 de francos suizos colocadas en Suiza.

3) El título en serie es aquel título de crédito, normalmente de ejercicio continuado que incorporando un derecho creditorio stricto sensu o un derecho de participación es creado genéricamente y emitido individualmente. Otorga idénticos derechos a todos los otros de su especie, siendo por ello fungible y dotado de alta circulabilidad. Cf. Yomha, Carlos G. "Títulos en serie" R.D.C.O. oct. 81 n°83, p. 745.

4) Los bonos sólo pueden ser emitidos por sociedades que hagan oferta pública; los debentures pueden ser emitidos por todo tipo de sociedades de capital los bonistas carecen del fiduciario, representante legal obligatorio de los debenturistas; los bonos son siempre convertibles a opción del tenedor; los debentures pueden serlo también a requerimiento de la sociedad.

5) Cf. Yomha, Carlos G. "Que podría hacerse en materia de bonos convertibles en acciones", El Derecho, 12-10-1981.

6) "Anteproyecto de Ley de Bonos Convertibles" Transparencia, n°4, 1981. - Anotemos tres aciertos: aumento de facultades del directorio para su emisión, eliminación de formalismos de creación (acta notarial) y acertada ley de circulación del título que posibilita los bonos al portador. Entre otros cabe puntualizar los siguientes desaciertos: falta de control por parte de la asamblea extraordinaria en algún caso de fijación de la relación de conversión, inserción defec-

- 17 -

tuosa en el esquema de títulos en serie vigente olvidando su armonización, olvido de la necesaria autorización implícita de ofrecimiento público de la acción subyacente.

7) Art. 629 del C.C.

8) Art. 505, inc. 1° del C.C.

9) Cf. Halperin, Isaac Curso de Derecho Comercial, Bs. As. Depalma. Vol I, (1978), p. 285.

10) Cf. Bustamante, Jorge Eduardo "El debenture convertible en acciones La Ley, T. 139 (197) p. 867.

11) Cf. Art. 1329 del C.C. It. Consúltese la siguiente bibliografía: VISENTINI "Le obbligazioni convertibili", Rassegna dell' Associazione bancaria italiana (1947), p. 348; DE MARTINI "Il profilo giuridico delle obbligazioni convertibili in azioni" Studio in onore di Francesco Messineo, Milano, Giuffrè, T. II, 1959, p. 192 y DE MARCHI "Su taluni problemi in tema di obbligazioni convertibili in azioni", Riv. dir. com (1952), I, p. 203.

12) Art. 15 del Anteproyecto citado.

13) Lo que aquí decimos parece más aplicable a los bonos que a los debentures atento lo dispuesto para estos títulos por el art. 235, inc. 6° de la L.S. que parece plantear una normativa aún más rígida.

14) Cf. DE MARTINI, op. cit., p. 184

15) Por aplicación del art. 13 del Decreto 2293/71 en el orden nacional o por una aplicación rígida y analógica del art. 131 de la L.S. que considera que la suscripción pública debe concretarse dentro de los tres meses de inscripta la resolución asamblearia que decide el aumento (procedimiento de constitución sucesiva arg. art. 168 de la L.S.) Cf. Richard, E y Escuti (h), I "Introducción al estudio al aumento del capital en las sociedades por acciones en la legislación argentina". R.D.C.O. (1978), año 11, p. 1417/18.

16) Halperin, Isaac Manual de Sociedades Anónimas, Bs. As. Depalma (1974), p. 219. Seguido en este aspecto por la Resolución 4/78 de la Inspección de Justicia.

17) Roca, Eduardo "El aumento de capital en las sociedades por acciones" Rev. Derecho Empresario, T V, p. 784.

18) Cf. Zamenfeld, Victor "Capital Social y capital autorizado", La información, T XXXVII, p. 121 quien se basa en el art. 190 de la L.S.

19) Véase Cámara Civil V de Córdoba in re Abolio y Ruba S.A. s. inscripción R.D.C.O. octubre 1980, p. 610/11 con nota del Dr. Gonzalo Cáceres.

20) Art. 15, d), del Anteproyecto. El sistema todavía es rígido porque indica que el aumento de capital se instrumentará e inscribirá en igual forma que cualquier otro aumento de capital. Algunas atenuaciones inspiradas en el derecho



- 18 -

comparado se han de sugerir en las conclusiones. No obstante ello el Anteproyecto se inscribe en una tendencia fértil : elimina el doble escollo de la suscripción integral y del plazo de suscripción mediante una autorización legal al directorio para que éste decida las emisiones necesarias. Subsisten en él trabas que pueden ser eliminadas cuando se trate de sociedades que coticen en Bolsa.

21) Véase arts. 17 in fine de la ley 19.060 y 15 in fine del Anteproyecto. Obsérvese que ni uno ni otro otorgan ese derecho al obligacionista que desee convertir sino a todo obligacionista, lo que parece injusto.

22) Ley n°69-12 del 6-1-1969 y decreto n°67-236 del 23-3-1967, (arts. 171 yss).

23) Art. 13 Ley 19.060.

24) Art. 15 in fine del Anteproyecto.