

TITULOS REPRESENTATIVOS DE LA DEUDA PRIVADA Y EL CONCURSO DEL EMISOR

Lidia Vaiser

1.- La desregulación de la economía, la aceleración del tráfico internacional, la integración regional y el desarrollo tecnológico, han producido un "plus-movimiento" de la actividad financiera y una importante expansión del mercado de capitales;

2.- Nuestro derecho positivo contiene un solo régimen idóneo aplicable a la emisión de títulos-valores de deuda privada, que es el sancionado en relación a las Obligaciones Negociables por la Ley 23576 modificada por la Ley 23.962;

3.- Frente a todo ello, los resortes legales resultan estrechos para resolver las eventuales controversias. Se impone entonces el estudio profundo de las nuevas condiciones económicas que han producido una irrupción notoriamente expansiva, con el fin de acceder a normas adecuadas que otorguen un marco de soluciones más amplio y eficiente. Hasta tanto, la Ley 23576 podría otorgar un encuadre referencial y aplicarse por vía analógica;

4.- En materia de procesos concursales no existen dispositivos que admitan la participación activa de grupos o categorías de acreedores, que actúen por medio de representantes;

5.- Cuando la deuda aparece atomizada por la existencia de empréstitos colectivos, la actuación individual de los acreedores produce un innecesario dispendio económico y jurisdiccional;

6.- Urge también entonces, producir soluciones legales a través de normas que contemplen y regulen las situaciones descriptas, con la finalidad de evitar las consecuencias disvaliosas apuntadas;

7.- La creatividad en materia de lo que ha dado en denominarse *ingeniería financiera*, resulta un instrumento valioso en la proposición y acceso a soluciones, dentro del marco de los procesos concursales.

I.- INTRODUCCION

A.- Algunos señalamientos en relación al régimen sobre debentures y obligaciones negociables:

Nuestro derecho positivo contempla un régimen legal sobre títulos de la deuda privada, que desde su incorporación al Código de Comercio en el año 1912 (L.8875), se proyectó con notoria involución.

Nos referimos a los *debentures*, expresión del derecho anglosajón, aunque de nítido origen latino (su significado es *obligación*), cuya regulación pasó en 1972 a la ley de Sociedades Comerciales 19550.-

Concebido para la captación de crédito a mediano y largo plazo, el impacto de la inflación a partir de la década del '40, sin que se hubieran perfeñado todavía mecanismos indexatorios, limitó a extremos su circulación, hasta caer en desuso.

Su desaparición del mercado de títulos se atribuye también a otras causas: la disfuncionalidad de las normas regulatorias, su convertibilidad escasamente fluida, la competencia de los títulos públicos (eminente y ajustables), un tratamiento impositivo desfavorable, etc. (Kenny, Mario O. "Obligaciones negociables", Abeledo Perrot 1991, pág. 16).

No debe olvidarse tampoco, la notable preponderancia que adquirió la figura del fideicomisario (hoy, fiduciario), en ese régimen legal, que le acuerda facultades exageradamente amplias, al punto de admitir su desplazamiento del directorio y la asunción de la administración, la que puede ser continuada sin intervención judicial (art. 18, 19, 20 y 21; art. 347 LS). Es esa circunstancia, sin duda, un serio factor disuasivo para la implementación de un régimen de captación de crédito por parte de las sociedades emisoras (también: Montes de Oca, Angel M. "El régimen de las obligaciones negociables luego de la reforma de la Ley 23.962", en RDCO, 1991-A, 173).

En 1971, mediante la ley 19.060 se intentó un nuevo sistema mediante el lanzamiento de un título de deuda más ágil -bonos de obligación convertibles-, para cuya emisión se autorizaba exclusivamente a las sociedades anónimas que cotizaran sus acciones en Bolsa. Tampoco obtuvo la respuesta esperada.

Como causas de ello, se informan las siguientes:

a) Los bonos eran de convertibilidad obligatoria;

b) Su nominatividad restaba atractivo a las inversiones frente a los demás títulos que circulaban al portador;

c) Las trabas impuestas a la sociedad para efectuar capitalizaciones - pendiente la conversión-, constituía otro factor disuasivo. (Vergara del Carril, Angel "Las obligaciones negociables y el mercado de capitales", en Rev. La Información, Tomo LV, pág. 1285).

El primer intento exitoso se encuentra constituido por las denominadas Obligaciones Negociables. Con el antecedente de la Resolución Gral. Nro. 85 de la Comisión Nacional de Valores que data de 1983; se sancionó la ley 23.576 y su modif. 23.962, que establece el régimen organizativo.

Entre sus notas características se destacan las siguientes:

1.- Pueden emitirlas las sociedades por acciones, las cooperativas y asociales civiles constituidas en el país y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero, en los términos del art. 118 de la LS (art. 1ro. Ley 23.576);

2.- Con garantía flotante, común o especial, de acuerdo a las previsiones contenidas en el régimen de garantía de los debentures contemplado por la ley de Sociedades Comerciales (art. 3 L 23.576; art. 327/333 LS);

3.- Pueden contener cláusulas de ajuste de capital, conforme pautas objetivas de estabilización, compatibles con las prescripciones de la ley 23.928 (art. 4 L 23.962, de dudosa implementación);

4.- Pueden ser convertibles, a opción del obligacionista, en acciones de la emisora (art. 5);

5.- Pueden ser representadas en títulos al portador o nominativos, endosables o no (art. 8) o revestir el carácter de obligaciones escriturales (art. 31);

6.- Una institución financiera o una firma intermediaria en la oferta pública de valores mobiliarios, puede asumir la representación de los obligacionistas durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación (art. 13). Se le asignan en su caso, las funciones establecidas en los arts. 342 a 345 de la LS, aplicables también al régimen de debentures, habiéndose exceptuado las facultades extraor-

dinarias referidas al desplazamiento y asunción del órgano de administración, antes mencionadas;

7.- La Asamblea de obligacionistas es el órgano deliberativo. Se reúne a convocatoria de la entidad emisora, del representante de los tomadores, -si se hubiere designado en los términos del art. 13-, o por el número de aquellos que representen por lo menos el 5 % del monto de la suscripción (art. 14);

8.- Pendiente la conversión de las obligaciones, pueden emitirse acciones, debentures convertibles u otras obligaciones convertibles (art. 23);

9.- Los títulos representativos de las obligaciones otorgan acción ejecutiva a sus tenedores, ya sea para reclamar el capital, ajustes o intereses, cuanto para ejecutar las garantías comprometidas (art. 29). La misma norma dispone que en caso de concurso preventivo o quiebra, se aplican las disposiciones de la ley 19.551 en materia de debentures (art. 53 L 19551);

10.- Se establece un tratamiento impositivo de exenciones y beneficios, tanto para el emisor como para el inversor (art. 35 a 38).

Un número relativamente importante de empresas líderes recurrieron a este marco regulatorio para captar recursos financieros (Alpargatas SA., Pluspetrol SA, Della Penna SA, Massuh SA, etc.), advirtiéndose de manera permanente la introducción de los títulos en el mercado de valores. En la mayoría de los casos, es una entidad bancaria la que intermedia en el lanzamiento o se constituye en representante de los suscriptores.

B.- La creación de títulos valores innominados

La ley llamada de "Emergencia Económica" Nro. 23.697, sancionada el 1.9.89, trajo en el dispositivo de su art. 40 la libertad para emitir títulos valores en serie, ofertables públicamente, en los tipos y con las condiciones que dispongan las entidades autorizadas (sociedades de capital y cooperativas).

Esa facultad comprende: a la denominación del tipo o clase de títulos, su forma de circulación, garantías, rescate, plazos, convertibilidad, derechos de los portadores y cuantas más especificaciones hagan a la configuración de los derechos de las partes interesadas.

Se declaran asimismo de aplicación las disposiciones de la ley 17.811/68, reguladora de la oferta pública de títulos valores, bolsas o mercados de comercio

y mercados de valores, a través de la organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles y la actuación de los agentes de bolsa y demás personas dedicadas al comercio de aquéllos.

Se extiende así el elenco de los títulos de la deuda privada, hacia creaciones regidas por la más amplia libertad de formas que identificamos bajo el término de títulos *innominados*, llamados frecuentemente *atípicos*, por la carencia de regulación.

Preferimos la primera expresión en el convencimiento de que mejor condice con su significado, habida cuenta de que la *tipicidad* de un instituto no proviene exclusivamente de su regulación legal -como habitualmente se sostiene-, sino primordialmente por el arraigo que adquiera en el plano sociológico de la comunidad jurídica que se trate.

Para ello resulta indudable que es después de un lapso más o menos prolongado de implementación, que puede accederse a una *tipicidad social*.

Sin perjuicio de ello, y hasta tanto se produzca la aparición de la normativa legal o de la *tipicidad* mencionada, podrá hacerse aplicación analógicas de las normas existentes.

El momento actual se caracteriza por un notable desarrollo del mercado de capitales, donde la creación de títulos valores, más allá de las formas o diseños regulados, van adquiriendo preponderancia.

El rol que corresponde a los agentes bancarios acompaña esa evolución.

Dice Vasseur que el oficio de banquero ha devenido el oficio de un innovador, en el cual aletea una imaginación desbordante que llega, a veces, a ser poco comprensible. Más que hablar de una verdadera desintermediación, deberíamos referirnos a una modificación de contenido de la intermediación.

"Ingeniero de la finanza -agrega-, el banquero se ha transformado en experto en montaje. El término "montaje" es el que aparece en todos los informes anuales de los grandes bancos y la respuesta a: qué es un banquero hoy? debería situarse en aquello de que es un "jefe de montaje" (Vasseur, M., en "Banque", Ene-Feb.1990, pág. 7 y 116; cit. por Bonfanti, Mario A. en R.D.C.O., 1991-A, 269).

Varias son las razones que podrían explicitarse para fundamentar este cambio. Existe en primer término, una desreglamentación influida por la mundialización de la economía. Hay un crecimiento de la liquidez, tanto mundial como nacional. La aparición de nuevas tecnologías ha traído como consecuencia una sofisticación de los productos. A los efectos ocasionados por la informática y telemática, deberían sumársele una suerte de plus-movimiento de la actividad empresaria que representa operaciones de ventas en bloque o separadamente, respondiendo a motivaciones ya industriales, bien comerciales o quizás financieras (Bonfanti, Mario A., ob. cit., pág. 270).

En este terreno que -parafraseando a Vasseur-, se ha denominado *ingeniería financiera*, se advierte el pasaje de la estructura básica de un bono o título de deuda (promesa de pago, secuencia de pagos, liquidez) a diseños alternativos más sofisticados.

A la clásica estructura de pago prometido de intereses y amortización del capital, se fueron agregando otros esquemas que tuvieron en general como objetivos, lograr nuevos segmentos de inversores o, como veremos más adelante, afrontar las crisis empresariales en el entorno de una solución concursal (acerca de la estructura de *bull and bear bonds, commodity bonds, zero coupon bonds*, etc. Ver Kenny, Oscar M., ob. cit., 233 y sgtes.).

Estas profundas transformaciones producen un impactante desafío para adecuar o crear normas ágiles e idóneas que arbitren en las controversias.

II.- EL CONCURSO DEL EMISOR

Existen dos situaciones que vinculan al proceso concursal con la emisión de títulos-valores, sobre las cuales hemos dirigido el análisis:

1.- Cuando con posterioridad a la oferta y colocación de títulos sobreviene el concurso preventivo o quiebra del emisor;

2.- Cuando en el marco del concurso preventivo o resolutorio la propuesta de acuerdo contempla la emisión de valores mobiliarios como sistema cancelatorio de las deudas.-

Seguidamente los desarrollamos:

1.- *Proceso concursal posterior a la emisión:*

La ley de concursos 19550, regula los efectos que produce la apertura del proceso sobre las relaciones patrimoniales preexistentes.

Los actos celebrados por el deudor quedan sometidos de manera ineludible a las normas concursales y las obligaciones asumidas con anterioridad, se ven normalmente alteradas en las condiciones originariamente pactadas.

Ello ocurre como consecuencia de lo que ha dado en llamarse la *cristalización del pasivo*, que implica:

- a.- El vencimiento anticipado de las obligaciones no vencidas;
- b.- La conversión a moneda de curso legal de las deudas no dinerarias y en moneda extranjera;

c.- La suspensión del curso de los intereses de todo tipo, a excepción de los que acceden a créditos garantizados con prenda o hipoteca (arts.20,131,132,133 y ccds.L.19551; arts.572 y 753 Cgo.Civil)

En relación a los títulos de deuda emitidos por el concursado, los mencionados efectos producirán:

- La caída de los plazos de rescate;
- La expresión de la deuda a moneda de curso legal;
- La suspensión de los intereses pactados en caso de obligaciones sin garantía.

Asimismo el obligacionista quedará sometido a la ineludible obligación de verificar su crédito y a la aceptación de las condiciones solutorias contenidas en la propuesta de acuerdo o que resulten del proceso de liquidación y distribución de los bienes, así como al orden de prelación establecido en este sistema especial.

Si los títulos reconocen garantía real, especial o flotante, la suspensión de los intereses no rige, pero serán satisfechos sólo hasta el límite del producido de los bienes asiento del privilegio (arts.20 y 133 LC).

Si se trata de la quiebra del emisor, los obligacionistas garantizados con hipoteca o prenda con registro pueden formar concurso especial, que consiste en la venta de los bienes afectados a la garantía en forma separada del proceso general de liquidación y en cualquier tiempo (art.130 y 203 LC)

Ahora bien, el ejercicio de los derechos y obligaciones que el sistema concursal acuerda a los acreedores, se ejerce, en general, en forma individual.

Existe una excepción a ese principio, vinculada -precisamente- con el tema bajo análisis.- El art.53 de la LC dispone que los portadores de debentures o bonos convertibles, sin garantía, participarán en el debate de la propuesta bajo un régimen de representación (Hemos visto que la ley 23.576 lo declara de aplicación en materia de obligaciones negociables).

A esos efectos, el fiduciario o en su caso el juez, debe convocar a la asamblea de obligacionistas y cada grupo de opinión -favorable o adverso a la aceptación de la propuesta- nombrará un representante por mayoría de capital, quien tendrá en la junta un voto personal y por el importe de los créditos que correspondan a sus representados.-

Se altera así el sistema general de la ley, reduciendo los votos de todos los debenturistas partícipes de un grupo de opinión, a uno solo, que es el que expresa el representante del grupo.

Independientemente de esta última particularidad, lo que se intenta poner de resalto es que la ley concursal no prevé en las demás intervenciones que le caben al acreedor fundado en títulos valores, la actuación por medio de un representante que ejercite los derechos correspondientes a esa categoría de créditos. Nos referimos tanto al proceso de verificación, cuanto a las ocasiones en que el régimen

legal acuerda vías o acciones procesales impugnativas (del informe general o individual, de la fecha de inicio de la cesación de pagos, revisión de los créditos, acciones de ineficacia, etc.).

Escapa a estas observaciones el dispositivo del art.156 LC, en cuanto acuerda al fiduciario el carácter de liquidador coadyuvante o controlador del acuerdo, sin atribuirle -no obstante- facultades especiales de representación en las secuencias procesales antes mencionadas.

En síntesis, el sistema general de la ley de concursos, no admite la intervención de representantes por categorías de acreedores, provocando en el caso de un empréstito colectivo, la actuación individual de una multiplicidad de sujetos, lo que generará necesariamente una hiperactividad de los órganos y funcionarios del proceso, dilaciones mayores y, en definitiva, una acentuada elevación de los costos del proceso que recaerán sobre la comunidad de acreedores.

2.- La emisión de títulos-valores como ofrecimiento de la propuesta concordataria.

En materia que hace a la estructura y contenido de la propuesta de acuerdo preventivo o resolutorio, la ley 19551 se caracteriza por una marcada amplitud de formas (quita, espera o ambas, entrega de bienes, constitución de sociedades, reorganización de la sociedad deudora, administración de todos o parte de los bienes en interés de los acreedores, o *todo otro acuerdo* que, teniendo votación suficiente, el juez estime susceptible de homologación. Art.42 LC).

Hemos visto también que la ley 23697 de Emergencia Económica" presenta la misma amplitud en lo que respecta a la emisión de títulos valores representativos de deuda en sus múltiples diseños (art.40).

En el ámbito de la comunidad jurídica de la Capital Federal, se han registrado algunos casos notorios en los cuales, haciéndose uso de las condiciones y circunstancias expresadas, la deudora centró la solución preventiva en la emisión de obligaciones negociables ("Mastellone Hnos. SA s/Conc. Prev.") y en la de títulos a los que nos hemos referido como *innominados*, en el otro ("Cooperativa El Hogar Obrero s/Conc. Prev.").

En el concurso preventivo de Mastellone Hnos. SA, la propuesta de pago a acreedores quirografarios, previó cancelar el 100 % de los créditos verificados, mediante la entrega de obligaciones negociables emitidas en las siguientes condiciones:

1.- En dólares estadounidenses (para lo cual se convirtió la totalidad del pasivo quirografario a esa moneda), escriturales, nominativas, no convertibles en

acciones. (El registro de las obligaciones escriturales es llevado por el Bank of New York);

2.- Con garantía de prenda flotante sobre la totalidad de los bienes de la empresa emisora y prenda sobre el 65 % del capital accionario, todo con ajuste a las prescripciones del art. 580 del Código de Comercio, que regula el contrato de prenda comercial;

3.- Con intereses equivalentes a la tasa Libor internacional para operaciones a 360 días, más un punto y medio anual;

4.- Con plazo de rescate a 8 años y 6 meses, computados desde el 10.8.89.-

Amén de las garantías especiales otorgadas, la deudora asumió distintos compromisos acerca del modo en que debía sujetar su administración y políticas empresariales, particularmente en lo relativo a la disposición y gravamen de bienes activos, con la finalidad de cumplir fielmente los pagos acordados.

Asimismo se dispuso la constitución de un comité de representantes de los obligacionistas con facultades para controlar la emisión y el cumplimiento de los compromisos asumidos por la deudora.

Se dispuso que el comité de representantes fuera asistido por un estudio de auditoría de reconocido prestigio internacional y estuviera compuesto por cinco miembros: dos por los bancos oficiales, uno por los bancos privados de capital nacional, uno por los bancos privados de capital extranjero y el restante por los acreedores no bancarios, habiéndosele otorgado el más amplio e irrestricto acceso a la información de la deudora, a los fines de las atribuciones asignadas para el control y verificación del cumplimiento de los acuerdos.

La Cooperativa El Hogar Obrero ofreció también una propuesta de pago total para acreedores quirografarios, mediante la entrega, dentro de los 60 días de quedar firme la homologación del acuerdo de:

- Títulos al portador;
- Convertibles en escriturales ;
- Emitidos en serie;
- Con ajuste a lo establecido por el art. 40 de la ley 23.697;
- Bajo la denominación de Títulos Patrimoniales El Hogar Obrero (TIPIHOGAR).

El monto de los créditos es el asignado en la respectiva sentencia de verificación, siendo los de moneda extranjera convertidos -a todos los efectos del concurso- según el tipo de cambio utilizado por la Sindicatura en el informe

individual (art. 35 LC).

Un Banco designado por la Cooperativa actúa como Administrador fiduciario del "Activo Afectado" a la solución concursal, compuesto por: Un "Activo Básico Afectado" y un "Activo Complementario Afectado".

El "Activo Básico Afectado" se encuentra constituido por una serie de bienes, los que en la valuación otorgada por el Síndico en ocasión de su informe general, representan el mismo valor que el total del pasivo verificado. Sobre estos bienes se constituyen las garantías reales de hipoteca y prenda otorgadas, respaldando así íntegramente la emisión.

Cada título-valor contiene incorporado una serie de derechos ejercitables por los acreedores en la forma que mejor consideren:

- Derecho a comprar los bienes que integran el "Activo Afectado" de la Cooperativa, que se venderán según un plan preestablecido, tomando como precio-base la tasación efectuada por la Sindicatura;
- Derecho a pagar con títulos una parte del precio del bien adquirido (80 %);
- Derecho a adquirir en los supermercados de la Cooperativa mercaderías al por menor, cancelando con títulos el 10 % del valor de la compra;
- Derecho a adquirir una vivienda en las obras que la Cooperativa construya en el futuro, pudiendo cancelar hasta el 25 % del precio mediante la entrega de los bonos;
- Derecho a suscribir con los títulos valores, cuotas sociales de la Cooperativa y acciones representativas de las cuotas sociales hasta el 100 % de las mismas;
- Derecho a negociar libremente el título-valor, promovándose al efecto por la Cooperativa y el Banco Administrador Fiduciario un mercado secundario;
- Derecho a agruparse en forma de cooperativa u otra, transitoria o permanente, para ejercer los derechos acordados por los bonos;
- Derecho a participar en las licitaciones por rescate anticipado que realice el Banco Administrador Fiduciario.

El valor nominal individual de cada título es de 1 \$, moneda de curso legal; y el ejercicio de los derechos incorporados al mismo constituye la forma mediante la cual se propone la satisfacción de la deuda quirografaria.

Los títulos-valores emitidos caducan a los 330 días corridos contados desde que quede firme la homologación del acuerdo. Si al vencimiento del plazo quedaran títulos en circulación se extinguirán automáticamente los derechos incorporados en ellos, transformándose por novación en el derecho a una parte indivisa de los bienes del "Activo Básico Afectado" todavía no realizados, a prorrata del valor nominal de los títulos en circulación.

Como puede apreciarse, la estructura de este bono representativo de deuda, se aparta notablemente de la tradicional (amortización e intereses), adquiriendo un

diseño particularísimo que responde a una también muy especial circunstancia y situación del emisor.

Resulta entonces advertible, a la luz de la creciente expansión del mercado de títulos y de la amplitud formal acordada por las leyes especiales, un terreno fértil donde la creatividad de lo que ha dado en llamarse *ingeniería financiera* puede contribuir de un modo hasta ahora inexplorado, a soluciones concursales que se aparten decididamente de las tradicionalmente concebidas.

BIBLIOGRAFIA

- ARGERI, Saul: "La Quiebra y demás procesos concursales" Ed. Platense SRL. La Plata, 1978;
- BONFANTI, Mario Alberto: "Comentarios de doctrina y de Jurisprudencia sobre derecho bancario" en RDCO, 1991-A
- KENNY, Mario Oscar: "Obligaciones Negociables" Ed. Abeledo Perrot, Bs.As. 1991;
- MONTES DE OCA, Angel M; "El Regimen de la Obligaciones Negociables luego de la reforma de la Ley 23962"; en RDCO, 1991-A;
- QUINTANA FERREYRA, Francisco: "Concursos" Ed. Astrea; Bs.As. 1988;
- TONON, Antonio: "Derecho Concursal" Ed. Depalma, Buenos Aires, 1988;
- VERGARA DEL CARRIL, Angel: "Las obligaciones negociables y el Mercado de Capitales" Rev. La Información, T* LV, pág. 1285;
- "Nuevo Regimen de Obligaciones Negociables" en Rev. La Información, T* LVIII, pag. 535; "Las Obligaciones Negociables. Aspectos destacados de la Reforma y primeras experiencias practicas" Rev. La Información; T* LXIV, pág. 987.

Buenos Aires, mayo 29 de 1992.