

## FINANCIACIÓN INTERNA Y EXTERNA: CONTRATOS DE FINANCIAMIENTO. NEGOCIACIÓN DE TÍTULOS. MERCADO DE VALORES.

*Miguel Angel Aranda  
Nora Teresa Buzatto  
Jorge Lopez Orbea*

**Sumario:** El financiamiento interno y externo de las actividades de las empresas. Fuentes modernas de aprovisionamiento de fondos provenientes de capitales extrabancarios. Los debentures en el derecho argentino. antecedentes en la doctrina nacional para la creación de otros títulos, con anterioridad a la ley de obligaciones negociables y su reforma (leyes 23.576 y 23.962): libertad de creación. Finalidad y ventajas de las obligaciones negociables. Viabilidad de las mismas en un contexto de apertura de mercados, liberalización y desregulación de la economía y privatización de las empresas del Estado. Garantía y seguridad para los inversores obligacionistas a través de un régimen que publicite posibles transformaciones de las empresas receptoras de créditos. Paridad de garantías para los inversores radicados en el exterior, como incentivo a la radicación de capitales, a través de la intervención de entidades financieras o firmas intermediarias en la oferta pública de valores mobiliarios.

Estos instrumentos financieros que son las obligaciones negociables, novedosos en la República Argentina, se abrieron paso en nuestro derecho positivo con la sanción de la Ley 23.576 y de las reformas que le introdujo la 23.962 (respectiv. B.O. 27/7/88 y 6/8/91), que vinieron a dar reglamentación concreta a estos títulos de crédito, antes solo contenidos en su posibilidad de existencia en alguna doctrina (Héctor Alegría, "Libertad de creación de Títulos de Crédito. Los títulos atípicos y la actividad financiera", en el II Congreso sobre Aspectos Jurídicos de las Entidades Financieras), fundada en los autores italianos (Vivante, Valsecchi, Ascarelli, Messineo) seguidos por el autor de nuestro Código de Comercio en cuanto ese tema.

En la órbita de los arts 742, 744 y 745 del Código de Comercio, 325 de la L. de S. y 17 de la Ley 17.811, se autorizó la existencia de este instrumento de crédito a través de la Resolución General N° 85 del 1/12/83 de la Comisión Nacional de Valores, andamiaje jurídico que rigió hasta la sanción de las leyes apuntadas que en forma mas exhaustiva y orgánica avanzaron en el tratamiento de esta nueva herramienta económica, pensada en principio para las grandes corporaciones.

Pero al margen de la posibilidad legal de dar vigencia efectiva a esta modalidad de captación del ahorro publico y de la inversión privada nacional y también y especialmente extranjera, deben darse lógicamente posibilidades practicas en nuestro mercado nacional, factores que se estiman existentes en la presente coyuntura económica, como resultado precisamente de la actual política cuyos instrumentos Jurídicos visibles son la ley de convertibilidad, la legislación de desregulación y el marco dado por las disposiciones que privatizan muchas de las actividades comerciales, de servicios públicos, industriales y otras que se encuentran y aun permanecen en manos del estado.

Sin embargo, todo este andamiaje jurídico deberá ser salvaguardado para que a través de la normativa impositiva no se la trabe en su efectiva vigencia (ver decreto del 2/7/92), como ocurrió con otros institutos Jurídicos que tras laboriosa gestión se frustraron en los laboratorios de la administración fiscal.

Esto ha dado lugar a una situación específica en la plaza financiera en donde se ha producido un fenómeno llamado de "desintermediación Bancaria" en la forma clásica de nuestro mercado, ocasionado por la vuelta de capitales, la baja de intereses en el exterior y aun en nuestro país y el descenso de la cotización de los títulos públicos (vg. bonex 89, 1990: 24% set. 91: 12 % rendimiento anual), que ha lanzado a las empresas privadas (la reforma de la ley 23.576 también posibilita a las entidades oficiales a entrar en este mercado), a la búsqueda del financiamiento de sus actividades económicas a través de esta modalidad jurídica cuyas particularidades específicas la constituyen en una vía económica y practica para proveerse de auxilio financiero.

Esta practicidad y economía esta dada por la desgravación impositiva acordada, en principio, por la ley (imp. de sellos, IVA, imp. a la transferencia en los mercados abierto y / o bursátil, imp. a las ganancias para los resultados y los intereses, a las actualizaciones y ajustes de capitales, conforme arts. 35 y 36 bis de la ley citada), la cotización de los valores en los mercados bursátiles ( lo que le asegura un mercado secundario óptimo), la participación de las entidades bancarias como agentes de colocación de dichos títulos (lo que da lugar a la figura jurídica del "underwriting") y aun como garantes de la obligación y también de su misma colocación (art. 20, Res. 131/89 Com.Nac. de Val.), y asimismo por otro aspecto que se menciona a continuación.

Por su mecanismo y costo esta alternativa financiera esta en principio ideada para las grandes empresas por lo que parecería que las PYMES estarían marginadas de su utilización.

Sin embargo, existe la posibilidad de que directamente una entidad financiera sea el mismo emisor de determinada oferta de obligaciones Negociables (vg. Banco Crédito Argentino).

La ley obliga a determinar, para acceder a los beneficios impositivos, el destino de los fondos captados, los que deberán ser dirigidos a inversiones en activos físicos, situados en el país, integración de capital de trabajo en el país o refinanciación de pasivos, a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora cuya producción se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados (art. 36, inc. 2, Ley de Obligaciones Negociables).

Nada impide que la entidad financiera emisora destine los fondos captados en estas condiciones de beneficio a los distintos clientes individuales que por si solos no hubieran podido acceder a esta alternativa, distribuyendo así las consecuencias de su mayor poder de captación del ahorro e inversiones privadas.

Conviene puntualizar que bajo esta óptica, la intervención de un Banco bajo alguna de las figuras previstas por la ley comentada, implica siempre también la intervención del Banco Central a tenor de la Ley de Entidades Financieras.

Así por ejemplo, por la Comunicación "A" 1907 del 12/12/91, el Banco Central de la República Argentina estableció que cuando emita obligaciones una entidad financiera, no podrá serlo como convertibles de la emisora y tampoco estas obligaciones podrán estar amparadas bajo el régimen de garantía de los depósitos de acuerdo al art. 56 de la Ley 21.526, modificado por la Ley 22.051.

Toda esta situación que se viene comentando tiene por destino primordial evidentemente la posibilidad de captar fondos ya sea de inversionistas extranjeros, como la captación de capitales de origen nacional depositados en el exterior, como consecuencia de anteriores políticas monetarias que no favorecieron los intereses de los mercados de capitales.

Yendo a un aspecto importante relativo a este tema de la captación de capitales de posibles residentes en el exterior debemos señalar que la Ley 23.576 con las modificaciones de la 23.962, establece en su art.27 un mecanismo de garantía para los obligacionistas en los supuestos de fusión o escisión de las sociedades emisoras de Obligaciones Negociables.

De acuerdo a comentarios de Jose Ignacio de Arrillaga en "Emisión de Obligaciones y Protección de los Obligacionistas" (Editorial de Derecho Privado, Madrid 1952, pág., 230) es útil tener presente que el caso típico de fusión es el que se produce por la absorción de una sociedad por parte de otra, pues si dos sociedades

se juntan para formar una nueva, no hay previamente fusión, si no disolución de ambas y creación de una distinta.

Destaca también este autor que el interés que los acreedores tienen en caso de que la sociedad que es deudora sea absorbida por otra, es evidente por la transferencia del pasivo que se espera.

Aquella norma mencionada (art 27, Ley de O.N.) establece que en estos supuestos, las sociedades emisoras de Obligaciones convertibles, requieren la conformidad de la Asamblea de los tenedores de estos títulos, sin perjuicio del derecho de los ausentes y disidentes de ser garantizados o reembolsados conforme al art. 83 de la Ley 19.550, siendo que los obligacionistas de títulos no convertibles también poseen facultad de exigir el reembolso y garantía apuntados.

Pero puede hacerse una distinción no explicitada en la ley, apuntada por Yhoma en su clásico texto, en el sentido que esta garantía podría entenderse que esta prevista solo para los obligacionistas comunes y no para aquellos que tiene una garantía especial, quienes ya estarían cubiertos y desinteresados con los bienes prendados ante una eventual transformación societaria; salvo los que cuenten con garantía flotante quienes si pudieran verse afectados ante una variación en la personalidad de su deudora por tener que concurrir tal vez con otros acreedores en similar situación, tendrían si facultad de ejercer oposición.

Por otra parte la misma norma, de acuerdo a Rodolfo Aprea ("Obligaciones Negociables, Bonos y Opciones", Editorial Club de Estudio, Bs.As. 1988, pag.132) recibe influencia de la famosa "Trust Indenture Act" de 1939, que exige el reembolso del capital e intereses ante estas modificaciones sociales.

Este mecanismo garantizador remite como dijimos a la Ley de Sociedades, en donde se prevé un régimen publicitario que alcanza en forma suficiente para que los acreedores ejerzan sus oposiciones y demás facultades inherentes ante estas variaciones sociales, siempre y cuando residan en nuestro territorio.

Pero se avizora que quienes hayan confiado sus fondos en estos títulos pero que no residan en el país, posibilidad que ha tenido en cuenta especialmente el legislador, según interpretamos del análisis del art. 4 de la Ley de O.N., en donde se permiten pagos de amortizaciones en plazas del exterior e incluso también la afectación de fondos en el extranjero en garantía de estos pagos, fondos provenientes de divisas de exportaciones argentinas, lo que habla a las claras de la intención de fomentar el ingreso de aquellos capitales, no se hayan protegidos en un pie de igualdad, a nuestro criterio, con los inversionistas que residen en el país.

Estos últimos obligacionistas lógicamente tienen acceso directo al conocimiento de las eventuales transformaciones sociales de las entidades emisoras por medio de esos mecanismos previstos y ya comentados.

Es nuestra opinión, que es necesario en aras del fomento de esa captación que

quiere el legislador, agregar a la norma que venimos comentando alguna reglamentación suplementaria tendiente a que en estos supuestos la entidad emisora provea algún sistema de publicidad y que inspire confiabilidad, para permitir el conocimiento de la situación, la eventual oposición y la ulterior participación ya sea en el reembolso o garantía del Crédito.

Este remedio que se propone, y que de hecho se ha practicado, en relación a las colocaciones que de estas Obligaciones Negociables se realizan en plazas del exterior puede materializarse concretamente con una disposición legal que haga obligatoria la intervención de una institución financiera o firma intermediaria en la oferta pública de valores mobiliarios, conforme al art. 13 de la Ley de O.N., en estos supuestos específicos, entidades que tendrán incluso la responsabilidad de efectuar la publicidad necesaria, en relación a esta cuestión, de acuerdo a la reglamentación que se dicte.

La norma que se propone a efectos de darle entonces mayor juridicidad y confianza a los inversores extranjeros a efectos de apoyar la captación de capitales ociosos o disponibles, e incluso la repatriación de fondos salidos del país y que desean tener un ingreso no traumático al mercado de capitales nacionales, estaría redactada en los siguientes términos:

Art. 4 bis.- En el supuesto de que la Emisión de Obligaciones Negociables se encuentre destinada a ser colocada en un porcentaje superior al 30% en alguna plaza o plazas del exterior de la República Argentina, será obligatorio para el emisor hacer dicha colocación en la forma que determina el art. 13 de la presente Ley.

En este caso la entidad que actúe como intermediaria tendrá también a su cargo efectuar la publicidad en dicha plaza o plazas del exterior en relación a los supuestos del art. 27 de esta misma Ley, y de acuerdo a la reglamentación que se dicte.