

OBLIGACIONES NEGOCIABLES

María Angela Uribe
Director: Dr. García Tejera

BIBLIOGRAFIA

- Doctrina Societaria y Concursal, Tomo IV: Carlos A. Molina: Obligaciones Negociables: Aspectos jurídicos, económicos y tributarios.
- Revista del Instituto Argentino de mercados de capitales - Suplemento, Año 4, N° 12, En. Abr. 1989 "Obligaciones negociables".
- Prensa Económica, año XVI, Número 181, julio 1990 "El boom de las obligaciones negociables".
- Congreso Nacional de Mercados de Capitales. Marcelo G. Aiello, "Aspectos del régimen institucional y jurídico argentino para estimular el mercado de capitales", Buenos Aires, noviembre de 1991.
- Revista de Derecho Bancario y de la Actividad Financiera, año I, En. Abr. 1991, G. Yohma "Proyecto de modificación de la ley de O.N."
- Congreso Argentino de Derecho Comercial 1990. Comisión 5: Circulación del crédito. Horacio Franco, "Modificación de la ley de O.N."
- Información año 62, tomo 63, n° 743, noviembre 1990: Angel D. Vergara del Carril: "Aspectos destacados de la reforma. Primeras experiencias prácticas "Obligaciones negociables" Mario Oscar Kenny.

FINALIDAD DEL TRABAJO

Se busca con el presente trabajo hacer un somero análisis sobre la naturaleza y propósitos de esta nueva modalidad de financiamiento de empresas, que busca el desarrollo del mercado de capitales, condición necesaria para el tránsito a una economía moderna y competitiva.

Se deja de lado los aspectos puramente formales, para los cuales sólo basta ir a la ley y a las reglamentaciones.

INTRODUCCION

Las obligaciones negociables constituyen una tendencia de cambio estructural en la filosofía jurídica y económica dominante en la República Argentina.

Las empresas han contado para financiar sus proyectos con la generación de utilidades propias (disminuidas cuando no inexistentes en los últimos tiempos) con las nuevas suscripciones de acciones, frecuentemente poco competitivas en términos de rendimiento esperado por los ahorristas, y con el endeudamiento interno (caro y a corto plazo) o externo (no accesible para todos ni exento de riesgos y complejidades).

Es así que las empresas se enfrentaban ante distintas alternativas para su financiamiento:

1) Mercado financiero: las empresas hasta la sanción de la ley 23576 de O.N., recurría al sistema financiero institucionalizado, procurando conseguir préstamos a corto plazo, ya que el crédito a largo o mediano plazo, a causa de la inflación y de otros fenómenos igualmente restrictivos, resultaba prácticamente inexistente en el país. Naturalmente el crédito era caro ya que las tasas de interés eran altas.

2) El rubro papeles de deuda quedaba reservado al sector público que ha ofrecido beneficios extraordinarios en términos de indexación, rentas y ventajas fiscales. El sector privado hasta la sanción de la 23576 (1988), y del conjunto de normas reglamentarias no contaba con un plexo normativo que le permitiera hacer frente al principal "succionador" de fondos: el Estado Nacional.

3) Otra alternativa era la oferta pública de acciones (participaciones en el capital), pero ello las obligaba a manejar un complicado sistema societario y a tomar nuevos socios, aún cuando no fuera ésta la intención final de los accionistas. Cabe señalar que en la Argentina el número de sociedades que cotizan en bolsa descendió de más de 600 en la década del setenta, a menos de 180 hoy, con el agravante de que las especies negociadas se refieren solamente a una veintena de empresas.

4) Otra posibilidad estaba dada por la emisión de debentures, pero este instituto no ha contado con la preferencia del empresariado.

En síntesis, fue el sistema financiero la única vía práctica que *idealmente* debía ser la canalizadora del ahorro público a la inversión de bienes de capital.

Pero esto así no funciona. Todos sabemos que la inversión financiera pura en donde lo que uno invierte (el colocador) otro lo desinvierte (el tomador), no hay una verdadera inversión para la economía. La inversión genuina está asociada a la formación de capital.

Hace años que asistimos a la caída progresiva de la inversión reproductiva proveniente de capitales de riesgo: fuga de capitales argentinos, desinterés de capitales extranjeros, captación del ahorro por el sector público, etc..

En estos dos últimos años, todos somos conscientes de que la única manera de salir del estancamiento es mediante el desarrollo del mercado de capitales, siendo las O.N. una variable de inversión que coadyuva a dicho fin, herramienta jurídica y económica que permite a cada empresa determinar los montos que quiere tomar, los plazos a los que quiere someter su compromiso y las tasas o compensaciones que está dispuesta a pagar. Ni más ni menos.

CONCEPTO

La O.N. es un valor mobiliario emitido en masa por una persona jurídica, representativo de un empréstito generalmente a mediano y largo plazo.

- a) Constituye un valor mobiliario ya que se trata de un derecho económico que circula con leyes propias como si fuera una cosa mueble, documentado en un título al cual se considera incorporado o mediante un registro llevado por cuentas. A él le son aplicables los caracteres de los títulos de crédito: literalidad, necesidad, autonomía.
- b) Se trata de valores emitidos en masa o en serie, de unidades fungibles, siendo cada uno identificado por su pertenencia a determinada serie. Todas las unidades tienen las mismas características y otorgan los mismos derechos dentro de su clase, y por lo tanto se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo.
- c) El empréstito obligatorio tiene carácter colectivo, existe una comunidad de intereses de los titulares de O.N. (previsión legal de una asamblea de obligacionistas, posibilidad de un fideicomiso).
- d) Importancia económica: la emisión de O.N. implica la absorción por la emisora de una gran cantidad de dinero que no será reintegrado en un plazo breve.
- e) Largo plazo del empréstito: el emisor de las O.N. no se compromete a la amortización total del empréstito en corto plazo, sino en una compatible con el retorno de las inversiones efectuadas con los fondos recibidos.
- f) La larga duración del empréstito requiere, por parte del inversor, contemplar las diversas circunstancias relativas a la actividad de la emisora que pueden afectar los derechos de los obligacionistas.

ANTECEDENTES LEGISLATIVOS. LEY 23576 Y SU MODIFICATORIA LEY 23692.

- **El art. 365 del C.Co:** autorizaba a las S.A. a emitir "bonos en obligaciones nominales o al portador, hasta el monto del capital realizado".

- **Ley 8875 (23-2-12):** establecía un régimen legal más completo sobre los títulos de deuda que podían emitir las S.A. denominados debentures. Esta ley sólo contemplaba la emisión de debentures simples, lo que no impedía que por el principio de autonomía de la libertad, se emitieran debentures convertibles en base a una cláusula de convertibilidad.

- **Ley 19060 (1971):** autorizaba a las S.A. cuyas acciones cotizaban en bolsa a emitir bonos de obligaciones convertibles para su oferta pública. Se trataba de un título distinto al debenture por su convertibilidad y por establecer una relación directa entre la emisora y el obligacionista sin necesidad de un fideicomisario.

- **Ley 19550:** legisla sobre debentures admitiendo su convertibilidad en acciones. Pero esta herramienta no fue bien vista por el empresariado. Se conoció una sola emisión de debentures simples hecha por Celulosa Argentina S.A. que fue íntegramente suscripta por el Banco Nacional de Desarrollo y que nunca circuló en el mercado.

- **Ley 23576:** es la que establece el régimen de O.N.. Nace a partir de la toma de conciencia en algunos sectores que un desarrollo económico autosostenido requiere de una adecuada estructura de financiamiento de las empresas privadas, en base a capital de riesgo y préstamos de distintos tipos y plazos. Dicha ley fue objeto de críticas: era necesario dotar al régimen de neutralidad fiscal para hacerlas competitivas con respecto a los títulos de la deuda pública. No es posible que los dadores y tomadores de fondos deban optar por el préstamo, antes que por la inversión de capital, en función del tratamiento impositivo más aliviado para el primero que para el segundo. De todo esto surgen los proyectos de reforma, cuyo corolario es la sanción de la

- **Ley 23962:** ésta amplió las exenciones impositivas, redujo las limitaciones aplicables al régimen de amortización y a la deductibilidad por la emisora de los gastos y pagos relativos al empréstito.

TIPOS DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Las O.N. pueden ser:

a) **SIMPLES**: son aquellas que representan un empréstito contraído por la empresa emisora, dando derecho al titular de ellas al reembolso del capital y al pago del interés conforme las condiciones de emisión. Su status es el de cualquier acreedor cuyo crédito emana de un contrato de mutuo, pudiendo o no estar garantizado. Su expectativa radica en recuperar el capital y recibir los intereses si se trata de un inversor a finish o la de lucrar con la venta de las obligaciones a un mejor precio que el de suscripción o compra.

b) **CONVERTIBLES**: son aquellas que además de otorgar al obligacionista todos los derechos inherentes a su posición de acreedor, le conceden la opción de cancelar por anticipado la relación crediticia mediante la suscripción de acciones de la sociedad emisora (anónima o comandita por acciones), conforme un precio determinado. Esto es lo que se conoce como derecho de conversión. El ejercicio de este derecho puede representar para el titular de O.N. una plusvalía importante, sea porque de tal forma puede hacerse de acciones por un precio menor al de mercado, sea porque espere que aquel precio suba y esto le implique un rendimiento financiero mayor que el que resultara de mantener la relación de crédito.

Obligaciones negociables convertibles

Una sociedad puede emitir O.N. con distintos objetivos:

- a) obtener un préstamo a largo plazo en condiciones menos onerosas, especulando con la conversión de sus créditos en acciones,
- b) buscar un aumento indirecto de capital social, que en el presente fuere muy dificultoso por estar las acciones subvaluadas o si se especulara con que el precio de conversión implicaría en el futuro una prima de suscripción menor de la que podría obtener la sociedad en el presente. Es así que se puede hablar de un aumento de capital mediante emisión de acciones o de obligaciones convertibles.

I- *Derecho de suscripción*

Los accionistas, que tienen derecho de preferencia y de acrecer en la suscripción de nuevas acciones pueden ejercerlo en la suscripción de O.N. (art. 11 LON). El accionista que se vea privado de este derecho, tiene la posibilidad de

exigir judicialmente que se conceda la suscripción, pero si ya se han entregado o acreditado las obligaciones, tiene derecho a indemnización por daños y perjuicios contra la sociedad y los directores solidariamente (art. 195 LSC).

Si bien el derecho de preferencia en la suscripción de acciones no puede ser limitado salvo los casos especiales del art. 197 LSC, en el caso de las O.N. sí, ya que la finalidad es facilitar la colocación de las O.N. entre el público.

Los accionistas disconformes con la emisión de O.N. pueden ejercer el derecho de receso, al igual que lo prevé la LSC para el caso de aumento de capital por suscripción de acciones, salvo el caso de sociedad autorizada a la oferta pública de sus acciones y en los casos de limitación o supresión del derecho de preferencia mediando convenio de underwriting (art. 11).

El accionista tiene derecho de preferencia para la suscripción de O.N. no así, frente a la emisión de acciones debida al ejercicio del derecho de opción (art. 11 LON).

II- Derecho de Conversión

El art. 5 contempla la obligación convertible a sola voluntad de su titular. Por lo tanto no hay opción de la emisora, ni para optar el titular necesita consentimiento de la misma. Al suscribir O.C., el obligacionista adquiere el derecho potestativo de ejercitar la conversión.

Comunicada la opción a la emisora por cualquier medio fehaciente, adquiere la calidad de accionista. Puede establecerse un plazo a partir de la comunicación para la perfección de la suscripción de acciones subyacentes, pero el mismo debe ser breve para no desnaturalizar el derecho de conversión.

En el contrato el único sujeto obligado es la sociedad ya que el suscriptor ya abonó el precio de las acciones cuando suscribió las O.C..

Los plazos para el ejercicio de este derecho quedan estipulados en las condiciones de emisión, el que puede ser ejercido en épocas o fechas determinadas o en todo tiempo a partir de la suscripción o desde cierta fecha o plazo (art. 18 LON). El derecho de conversión permanente puede suspenderse por el término máximo de 3 meses para posibilitar operaciones de fusión, escisión o aumento de capital ya que es necesario basarse para tales operaciones, en una cifra cierta del capital social que se mantenga invariable por un período determinado de tiempo.

El derecho de conversión permanente se extingue:

- a) por amortización total del empréstito, al vencimiento del plazo original,
- b) por rescate anticipado,
- c) por transformación de la sociedad en otro tipo cuyo capital no se representa en acciones,

d) por disolución de la sociedad antes del vencimiento del plazo convenido para la conversión (vale aquí la conversión anticipada).

Mediante el derecho de conversión el titular de las obligaciones convierte a las mismas en acciones de la sociedad emisora, ya sean ordinarias o preferenciales según se pacte.

En el caso de que la sociedad emisora se disuelva por fusión las obligaciones serán convertidas en acciones de la sociedad escindida. Y en el caso de que la sociedad emisora se disuelva para constituir otras sociedades con su patrimonio, obtendrá acciones de las sociedades escisionarias en proporción a su participación en la sociedad escidente, haciendo jugar por analogía el art. 88 inc. 3 LSC (naturalmente se puede pactar que las obligaciones se conviertan en acciones de una o algunas de las sociedades escisionarias o una proporción distinta a la que corresponda para los accionistas de la escidente).

III- Precio de conversión

Por un lado la sociedad tiene interés en la emisión de O.C. por el posterior aumento de capital social, y por el otro, el inversor suscribe O.C. especulando con la futura adquisición de acciones subyacentes a un precio mayor al mercado en el momento de conversión. La LON dispone que en el acta de emisión debe establecerse la fórmula de conversión, indicándose así el método según el cual se establece el número de acciones subyacentes, vale decir, las que son objeto del derecho de opción.

Para ello se aplican dos métodos:

a) Relación de conversión: (Francia) Consiste en indicar en las condiciones de emisión el número de acciones que pueden ser obtenidas por conversión de una obligación. El valor económico del derecho de conversión, se establecerá comparando el precio de la emisión de la O.C. con el precio de la cotización de las acciones subyacentes. Cuando ésta última sea superior al primero, habrá interés en convertir.

b) Precio de conversión (USA): Se indica el precio de conversión al momento de la emisión. Entonces el obligacionista tendrá interés en convertir cuando el valor de la cotización de las acciones sea superior al precio de conversión.

IV- Aumento del capital social

El artículo 17 establece que la resolución sobre la emisión de O.C. implica simultáneamente la decisión de aumentar el capital social en la proporción necesaria para atender los futuros pedidos de conversión.

V- Protección del derecho de conversión

El derecho de conversión puede verse frustrado o debilitado en los siguientes casos:

a) Incumplimiento de la adjudicación de las acciones, en cuyo caso el accionista ex-obligacionista puede demandar el cumplimiento más los daños o la resolución parcial del contrato de sociedad, debiendo abonarse el valor contable actualizado de las acciones, o el valor de cotización si fuese superior, sin perjuicio de los demás daños que puedan acreditarse.

b) Transformación de la sociedad emisora, en cuyo caso el obligacionista puede ejercer la conversión anticipada y el derecho de receso.

c) Disolución anticipada, en cuyo caso corresponde la conversión anticipada.

d) Disminución del valor económico del derecho de conversión por operaciones sociales que impliquen una caída del valor de la acción subyacente. Naturalmente que el obligacionista asume el riesgo que el valor de las acciones pueda disminuir. Pero cuando esa disminución se produce por ciertas operaciones que realiza la sociedad que inciden sobre su estructura económica, el derecho de conversión debe ser protegido y ello porque la sociedad unilateralmente ha variado el contenido económico de ese derecho en perjuicio del obligacionista y en favor de los accionistas actuales.

A fin de proteger el derecho de conversión las legislaciones adoptan diversos criterios con relación a esas operaciones sociales:

a) prohibirlas durante el período de pendencia de la conversión (crítica: aniquila el desenvolvimiento de la sociedad).

b) conversión anticipada (crítica: su ejercicio puede resultar un quebranto o una ganancia menor).

c) otorgar a los obligacionistas derecho de suscripción preferente sobre la emisión de nuevas acciones y valores convertibles (crítica: puede ser una tutela exagerada en detrimento de los accionistas actuales). Nuestra ley establece como alternativa al reajuste del valor de conversión (art. 23 LON).

d) permitir las operaciones imponiendo que sea restablecida la relación de canje mediante el reajuste del precio de conversión (solución de la LON). La fórmula de reajuste debe estar prevista en las condiciones de emisión. Este reajuste no sólo debe darse en el caso de aumento de capital sino también en el caso de reducción de capital por pérdidas sea ésta obligatoria (que este es el caso que regula la LON), o facultativa (cuya omisión en la ley debe ser salvada, ya que la regla es que las acciones subyacentes siguen la suerte de las acciones suscriptas.

Condiciones generales del empréstito

I) Plazo del empréstito: en principio el plazo de las O.N. es aquel en el cual su valor nominal debe ser amortizado. A fin de incentivar la emisión de O.N. la ley subordina la exención en el impuesto a las ganancias y a otros tributos, a que el plazo mínimo de amortización total no sea inferior a 2 años contados desde la fecha en que comience la colocación de los valores (art. 36 LON).

No existe plazo máximo, pero naturalmente no podrá superar el plazo de duración de la emisora.

El término de duración del empréstito no puede ser reducido o ampliado por voluntad de una sola de las partes salvo:

a) que la emisora se hubiera reservado el derecho a la amortización anticipada, o a la prórroga del plazo de vencimiento, supuesto que se da cuando el costo financiero del empréstito se hubiera tomado elevado frente a la tasa de interés vigente en el mercado para operaciones de plazo y monto similares. En tal supuesto puede convenirse el pago de una prima de reembolso.

b) que se hubiera reconocido al suscriptor el derecho de solicitar la amortización anticipada, supuesto que se da cuando existan en el mercado otros negocios de inversión que le aseguren una mejor renta. Como contraprestación, es usual que la emisora realice un descuento en el valor de reembolso.

Las condiciones de emisión pueden establecer que las O.N. se amorticen en forma parcial. Para hacer uso de las franquicias impositivas, la LON establece que la primera cuota de amortización no podrá ser superior al 25% de la emisión ni pagarse antes de transcurridos 6 meses desde la fecha en que comience la colocación de valores. La segunda cuota no podrá abonarse antes de transcurrido un año, ni superar igual monto, mientras que la totalidad a amortizar dentro de los primeros 18 meses no podrá exceder del 75 % del total de la emisión.

Existen diversas modalidades de amortización parcial:

a) cuotas iguales en monto y en periodicidad,

b) cuotas distintas en monto y o en periodicidad,

c) cuotas flotantes, cuando la emisora se reserva el derecho de adicionar a las cuotas de amortización convenidas un plus a efectos de reducir el monto de las cuotas futuras o acelerar la amortización total del empréstito,

d) cuotas de amortización creciente, progresiva, cuando la empresa afecte en cada período una determinada cantidad de dinero que comprende el pago de intereses y la amortización parcial prevista. Las fechas de pago de las cuotas de amortización deben ser ciertas o fácilmente determinables; la periodicidad puede ser uniforme (cuotas trimestrales, semestrales) o no (la primera cuota pagadera al año y las restantes en forma semestral, etc.) y englobar la cuota también intereses.

e) otra posibilidad de amortización parcial está referida a una determinada cantidad de O.N. en circulación que se reembolsan totalmente. A tal efecto las condiciones de emisión pueden prever amortizaciones parciales mediante sorteo, en las que el azar determina los valores que han de ser amortizados y cancelados en cada período.

II) Capital del empréstito: puede ser en moneda nacional o extranjera, facilitando así su colocación en el mercado exterior y la compra de O.N. por parte de inversores extranjeros. Se establece la libre salida de las obligaciones del país y su reingreso y la facultad de pagar los servicios en plazas del exterior.

III) Interés: el interés puede ser fijo o variable. Se trata de un interés fijo cuando la tasa permanece invariable, y se liquida sobre el valor nominal de la obligación o sobre su valor residual (deducidas las amortizaciones efectuadas). El interés es variable cuando la tasa se puede cambiar durante la vida del empréstito en función de pautas objetivas previstas en las condiciones de emisión. La variabilidad puede ser total (la tasa de interés puede incrementar o disminuir) progresiva o decreciente (tasa que aumenta o disminuye a medida que transcurre el plazo del empréstito) o parcial (la tasa sólo aumenta pero no disminuye).

IV) Garantías de la emisión: las obligaciones pueden contar con:

a) *garantía común:* la garantía del empréstito consiste en el patrimonio de la emisora siendo el obligacionista un acreedor quirografario.

b) *garantía especial:* recae sobre uno o varios bienes determinados susceptibles de hipoteca.

Se trata de una hipoteca con características especiales que la aparta del régimen del C.C.: 1-) el beneficiario de ella es indeterminado, 2-) basta para su transmisión la transferencia de la O.N., sin requisitos de inscripción registral, 3-) se constituye y se cancela por declaración unilateral de la emisora, 4-) se otorga por instrumento privado.

El titular de una O.N. con garantía especial goza de todos los privilegios inherentes al acreedor hipotecario. Contra todo acto que disminuya el valor del bien hipotecado, los acreedores pueden: 1-) pedir la estimación de los deterioros causados y el depósito de lo que importen, 2-) demandar un suplemento de la hipoteca, 3-) demandar el total del empréstito.

c) *garantía flotante:* es aquella que recae sobre todos los derechos, bienes muebles e inmuebles, presentes y futuros, o una parte de ellos, y otorga los privilegios que correspondan a la prenda o a la hipoteca, según sea el caso. La emisión cuyo privilegio no se limite a bienes inmuebles determinados se conside-

rá realizada con garantía flotante. La emisora conserva la administración y disposición de los bienes con los límites legalmente establecidos y que son:

1-) vender o ceder la totalidad del activo, ni parte de él si así imposibilitare el giro de sus negocios.

2-) no puede la emisora escindirse o fusionarse con otra entidad sin autorización de la asamblea de obligacionistas.

3-) no podrá emitir otras O.N. que otorguen privilegio o deban pagarse *pari passu* con relación a la emisión de que se trate, sin consentimiento de la asamblea de obligacionistas.

d) *prenda con registro*: el escollo que presenta este tipo de garantía está dado por el hecho que no cualquier acreedor puede ser garantizado con este tipo de prenda ya que debe ser, de lo que la ley expresamente indica (estado nacional, entidades autárquicas, financieras, sociedades comerciales y cooperativas, acopiadores agropecuarios, comerciantes matriculados y personas inscriptas como prestamistas en la DGI). En este caso se hace necesario recurrir al fiduciario que reúna tales características.

e) *garantías personales*: ej. entidades financieras.

Las garantías sólo protegen la relación creditoria cubriendo el capital intereses y costas de ejecución. Pero una vez que el obligacionista se constituye en accionista se extingue.

Una saludable garantía hace que las O.N. puedan colocarse con mayor facilidad, produciendo un efecto benéfico sobre la tasa financiera que debe comprometerse y podrá disminuir los requisitos patrimoniales que soliciten los órganos de control que deben autorizar la emisión.

Ej.: las O.N. de Pluspetrol S.A. estaban garantizadas por el Citibank N.A. suc. Bs. As., bco. Río de la Plata S.A., bco. Tornquist S.A., bco. Shaw S.A., The Royal Bank of Canadá suc. Bs. As., en forma mancomunada (tasa LIBOR) resultó de más fácil colocación que la primera emisión de O.N. no garantizadas de Alpargatas S.A. (tasa LIBOR incrementada en 3 puntos anuales).

En caso de quiebra es aplicable el régimen sobre debentures previsto en la ley 19551.

V) Emisión de las O.N.: sin entrar en el detalle de los requisitos formales veremos algunos aspectos de la emisión de O.N.:

a) *entidades emisoras*: sociedades por acciones, cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del art. 118 LSC.

Dicha enunciación es excluyente. Las entidades financieras pueden emitir

O.N. de acuerdo a los requisitos que imponga el Banco Central. También ciertas entidades del estado nacional, provincial, y las municipalidades pueden constituirse en emisoras, sujetas a la reglamentación del P.E..

b) forma de documentación: pueden documentarse a través de láminas, certificados provisorios o globales (obligaciones cartulares) o por inscripción en cuentas llevadas a nombre de sus titulares en un registro de O.N. escriturales.

c) circulación de O.N.: las O.N. representadas en títulos pueden circular en la forma al portador o nominativas, endosables o no. Las O.N. escriturales por su naturaleza son nominativas.

VI) Asamblea de obligacionistas: la ley prevé mecanismos a través de los cuales los obligacionistas actúan como cuerpo colegiado en defensa de sus intereses. Uno es la asamblea de obligacionistas, órgano ad hoc que desaparece con la cancelación de las obligaciones. La ley requiere de su conformidad para que la sociedad realice determinados actos:

a) retiro de la oferta pública o cotización de las obligaciones.

b) retiro de la oferta pública de acciones cuando las O.N. fueren convertibles.

c) prórroga del contrato de sociedad (salvo cuando ésta esté inscrita en el régimen de oferta pública), la transferencia del domicilio al extranjero, cambio de objeto, así como también todo otro tema que se considere de interés por un número de obligacionistas que representen no menos del 5% de la emisión.

Otro mecanismo es el contrato por el cual la emisora conviene con una entidad financiera o firma intermediaria en la oferta pública de valores, para que ésta última en carácter de fiduciaria, tome a su cargo la defensa de los intereses colectivos de los obligacionistas. Son de aplicación los arts. 342, 345, 351 y 353 LSC.

VII) Tratamiento impositivo: esta fue la cuestión más polémica en materia de O.N. y que fue la traba de su desarrollo durante 3 años. La reforma fue a través de la ley 23692. El legislador optó por dinamizar el instituto de las O.N. mediante un tratamiento fiscal especial.

Con respecto a la sociedad emisora, ésta puede deducir en el impuesto a las ganancias en cada ejercicio, la totalidad de intereses y actualización devengados por la obtención de los fondos provenientes de la colocación de las O.N.. También puede deducir los gastos de descuento de emisión y colocación. Todo ello siempre que la CNV no declare inaplicable este beneficio, en cada caso, cuando el efecto combinado entre sus descuentos de emisión y tasas de interés a pagar, represente para la entidad emisora un costo financiero desproporcionado medido con relación al promedio de plaza, para plazos y riesgos similares.

El inversor está exento del impuesto a las ganancias sobre intereses, ajustes y actualizaciones de capital que perciba como producto de las O.N..

Están exentos del impuesto al valor agregado las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, transferencia, amortización, intereses y cancelaciones de las O.N. y sus garantías.

También están exentos del impuesto a las ganancias los resultados obtenidos por la venta, cambio, permuta, conversión y disposición de O.N..

También están exentas del impuesto a la transferencia de títulos valores, siempre que la transferencia se efectúe a través de los mercados abierto y/o bursátil.

Pero para que estos beneficios fiscales sean aplicables deben darse las siguientes condiciones:

a) que se trate de emisiones de O.N. que sean colocadas por oferta pública.

b) que la emisora garantice que los fondos obtenidos sean destinados a inversiones en activos físicos situados en el país, integración de capital de trabajo en el país o refinanciación de pasivo, a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora.

c) que el plazo mínimo de amortización sea de 2 años. En caso de amortizaciones parciales la primera cuota de amortización no debe ser antes de los 6 meses y por un monto no superior al 25% de la emisión; la segunda cuota no será antes del año ni superar el 25% de la emisión. El total a amortizar dentro de los primeros 18 meses no podrá exceder el 75% de la emisión (los plazos se cuentan a partir de la fecha de colocación).

Están exentos del impuesto de sellos los actos, contratos y operaciones relacionadas con la emisión, suscripción, colocación y transferencia de las O.N. También alcanza a las garantías. Los aumentos de capital en virtud de O.C. también están exentos.

No solo fue importante para el desarrollo de las O.N. y del mercado de capitales, un tratamiento impositivo especial en cuanto al funcionamiento de las O.N., sino que también, para estimularlo, la C.N.V. sugirió al Ministerio de Economía, para el caso que éste decidiera llevar adelante un olvido fiscal, que una de las formas para poder acceder al mismo, sería que destinara los fondos a la compra de títulos valores con oferta pública.

OBLIGACIONES NEGOCIABLES ATÍPICAS

Las mismas pueden crearse y funcionar dentro del marco legal vigente.

a) *Obligaciones convertibles en acciones de otras sociedades*: Son aquellas que otorgan derechos a convertir las obligaciones en acciones de una sociedad distinta a la emisora. Esto puede darse en el caso de sociedades que forman parte

de un grupo económico, que mediante un acuerdo intersocietario, se destinan los fondos obtenidos por la emisora a la sociedad usufructuaria, sea como aporte de capital obteniendo las acciones correspondientes, siendo dicha transferencia a título de préstamo.

b) *Obligaciones con bonos de suscripción*: Se distinguen de las obligaciones simples por el hecho de llevar adherido un bono que otorga el derecho de suscribir acciones de la emisora o de una tercera sociedad en precio y condiciones determinadas. Ese bono es desprendible a efectos de su circulación. Se diferencia de las O.C. en que el ejercicio del derecho de suscripción no implica la cancelación del crédito. En las primeras, la opción es entre permanecer como acreedor o ser accionista, en las O.B.S.A. el titular tiene distintas alternativas: ceder el bono y conservar la condición de obligacionista, vender las obligaciones y conservar el bono, suscribir acciones sin desprenderse de las obligaciones o permanecer como obligacionista sin ejercer ni enajenar la opción.

El título de una O.B.S.A. dispone de dos valores mobiliarios que confieren una liquidez mayor que una O.C., dispone de un valor de renta fija (empréstito) y un valor de renta variable (valor de la opción de suscripción de acciones).

c) *Obligaciones de convertibilidad obligatoria*: Está prevista esta modalidad en la Ley 23697.

CONSIDERACIONES FINALES

Vimos así, a grandes rasgos, como es el mecanismo de las O.N., la necesidad de su instrumentación a efectos de provocar la afluencia masiva del ahorro hacia la actividad productiva, de la necesidad de reforma de la Ley 23576 en la materia tributaria, estableciendo exenciones impositivas, de manera tal de seducir a los eventuales inversores.

Así nacen las O.N. en nuestro país, dejando de lado los debentures, los que provocaban la reticencia del empresario argentino debida a la obligatoriedad de la figura del fiduciario y de sus poderes exorbitantes.

En los mercados desarrollados esta clase de títulos de la deuda de empresas, asume un rol cada vez más preponderante. Las emisiones se producen diariamente y se efectúan con automaticidad. En los Estados Unidos por ejemplo, las empresas reciben autorización de la C.V. por dos años y con eso les basta para realizar múltiples emisiones durante ese período. Para funcionar tienen un mercado secundario muy amplio denominado Over the Counter (es necesario que este título tenga un mercado secundario ya que el inversor lo que quiere es liquidez en cualquier momento).

Además existen organismos regulatorios muy estrictos que permiten conocer

al público el riesgo a que se exponen. Hay firmas de auditorios que califican cada uno de los papeles que salen al mercado y esa calificación llega a los inversionistas a través de prospectos, propagandas, etc. Esta actividad calificadora es esencial e insustituible para la inversión de riesgo. Lamentablemente en nuestro País no existen tales empresas todavía y el inversor deberá guiarse por indicadores imprecisos, ya que la autorización de la C.N.V. otorga para hacer la oferta pública sólo garantiza el cumplimiento de ciertos requisitos formales pero no las cuestiones económicas-financieras de las emisoras.

Este mercado se ha desarrollado con unas pocas empresas (Pluspetrol, Alpagatas, Denti, Massuh, Della Penna). Pero de a poco se va produciendo un cambio de mentalidad de los inversores que cada vez con mayor énfasis procuran colocar sus ahorros en nuevas modalidades de empréstito, y de las empresas que buscan su financiamiento por este tipo de modalidades.

A modo de ejemplo, rescatamos lo publicado por el Diario La Nación los días:

16-3-92: "La Empresa Petrolera ASTRA CAPSA emitirá cien millones de dólares en obligaciones negociables que servirán para financiar su plan de inversiones de este año en materia petrolera y gasífera, se informó oficialmente. La emisión de estas obligaciones negociables por un plazo de cinco años, fue otorgada a un consorcio integrado por CITIBANK, SANTANDER BANK y SWISS BANK, con la participación del grupo japonés NOMURA SECURITIES INTERNATIONAL. La novedad de esta emisión es que los inversores podrán vender los títulos a los tres años, y ASTRA tiene la posibilidad de recomprarlos en dos años. Por otra parte, no se exigió a la Compañía la constitución de garantías especiales. ASTRA acordó con los Bancos participantes una línea de financiamiento de corto plazo de las O.N., que será desembolsado en cualquier momento -a pedido de la empresa- y que se cancelará con el producido de la colocación de los bonos."

9-03-92: "La Empresa Alto Paraná S.A., dedicada a la fabricación y comercialización de pasta celulósica en el mercado local e internacional, ha decidido emitir obligaciones negociable por sesenta millones de dólares. En una primera etapa, emitió y suscribió ya obligaciones negociable no convertibles, a tres años de plazo por la suma de cuarenta millones de dólares, en una operación organizada por un consorcio de entidades internacionales y argentinas liderado por Yamaichi International (Europe) Limited. Estas obligaciones cotizan en la Bolsa de Luxemburgo y Alto Paraná S.A. ha manifestado su decisión de requerir oportunamente autorización para que se coticen en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Esta operación está fundamentalmente orientada a una adecuada reestructuración de pasivos cancelando compromisos financieros de corto plazo y permi-

tiendo mejorar la rentabilidad de la empresa....”

CONCLUSIONES

La Ley 23576 de Obligaciones Negociables, en un principio fue objeto de duras críticas ya que no permitía a las empresas competir con sus títulos de deuda, con los títulos públicos e imposiciones en entidades financieras, debido al tratamiento fiscal mucho más favorable de estos últimos.

Escuchadas las primeras críticas de todas las entidades vinculadas al mercado de capitales, se plantea, entonces, la necesidad de su reforma a fin de atemperar las diferencias y extender la exención del impuesto a las ganancias a los beneficiarios del exterior. A tal fin, y luego de sucederse varios proyectos, se sanciona la ley 23962 que amplía las exenciones impositivas, reduce las limitaciones aplicables al régimen de amortizaciones y a la deducibilidad por la emisora de los gastos y pagos relativos al empréstito.

La Ley 23576 con su reforma 23962, regula en forma eficaz todo lo atinente a este título valor. A su vez esta normativa debe ser completada con las distintas resoluciones de la C.N.V., algunas de las cuales hacen más expeditivos los procedimientos tendientes al lanzamiento de un título valor (en el caso de O.N.) con un buen “manual descriptivo-operativo” (en el caso el plexo normativo), si cuando quiera hacer uso del mismo, deba chocar con nuestra “tradicional y resignada” burocracia.

Además, siendo las obligaciones negociables un instrumento del mercado de capitales, es necesario que éste se desarrolle. Por lo tanto la 23576 va a ser útil, va a tener eficacia en la medida que aumenten las condiciones favorables para la expansión del mercado de capitales.

Todo plan económico, toda legislación de contenido económico, debe tener por finalidad que el mercado de capitales crezca, así podremos llegar a una economía moderna, eficiente y competitiva (tal cual surge de la expresión de motivos del decreto de desregulación 2284/91). Sódica; de lo contrario será letra muerta.

Por todo lo expuesto considero que la normativa actual sobre obligaciones negociables dada por la 23.576, reformada por la 23.962 es suficiente para la regulación de este eficaz instrumento de la deuda privada, no siendo necesaria reforma alguna.