

## **OBLIGACIONES NEGOCIABLES**

por Mario Oscar Kenny\*

### **I.- CONCEPTO**

Las obligación negociable es un valor mobiliario emitido en masa que representa un empréstito empresario, sea a corto, mediano o largo plazo.

En esencia, entre el titular de las obligaciones negociables y la emisora hay una relación de crédito que no se diferencia del contrato de mutuo, salvo por la característica de que la persona del acreedor es fungible. Esto significa que, al estar la relación de crédito representada en un valor mobiliario, éste puede ser negociado en el mercado, pasando de un inversor a otro. El cambio de acreedor, entonces, no implica modificación del contrato de préstamo.

Están reguladas por la ley 23.576 (modificada por la ley 23.962), y por circulares del Banco Central de la República Argentina (en cuanto a su emisión por entidades financieras).

### **II.- TIPOS:**

La ley contempla dos tipos de obligaciones negociables:

#### **a) Obligaciones negociables simples:**

Son aquellas que representan una estricta relación de crédito: son un vehículo para que el emisor pueda financiar su actividad empresarial recurriendo al mercado de capitales, mientras que para el obligacionista consiste en una inversión de renta fija (es decir, una inversión en la que se le promete la devolución del capital dado en préstamo en un plazo cierto, con más un interés).

Pueden ser emitidas por (ley, art. 1°):

.a) Sociedades por acciones: La decisión de emitir corresponde a la asamblea ordinaria, sin necesidad de que el estatuto lo prevea. Si la sociedad está admitida a la oferta pública de sus valores, puede delegar la efectiva emisión y la fijación de sus condiciones en el directorio.

.b) Sociedades cooperativas: También corresponde a la asamblea, sin necesidad de cláusula estatutaria, pudiendo delegar la efectiva emisión y fijación de sus condiciones en el consejo de administración.

.c) Asociaciones civiles: La emisión requiere de autorización por el estatuto, y debe resolverla la asamblea, pudiendo delegar la efectiva emisión y fijación de sus condiciones en el órgano de administración. Las mutuales, en cuanto son

---

\* Abogado, funcionario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Coautor del proyecto de Ley de Obligaciones Negociables (Ley 23.576). Profesor en las Universidades de Buenos Aires, Belgrano, Austral y Universidad Nacional del Sur.

consideradas un tipo de asociación civil, también pueden emitir obligaciones negociables.

.d) Sucursales de sociedades por acciones constituídas en el extranjero: La resolución de emisión debe ser adoptada por su representante y administrador en el país.

.e) Sociedades de Economía Mixta, Empresas del Estado y Sociedades del Estado.

Un caso especial a considerar es la posibilidad de emisión de obligaciones negociables por parte de las provincias, municipalidades y entidades públicas no inculdas en el punto e) precedente.

En principio, tales entes públicos no están comprendidos entre las entidades que pueden emitir obligaciones negociables en los términos de la ley citada.

Sin embargo, las provincias, municipalidades y sus entidades autárquicas pueden emitir títulos públicos, a los cuales se les aplica el mismo régimen tributario establecido para las obligaciones negociables, conforme a lo dispuesto en el artículo 79 del decreto 2284/91 (modificado por el decreto 2424/91).

De manera que los títulos de deuda que esas entidades públicas emitan - que según el artículo 979 inc. 7 del Código Civil son instrumentos públicos - estarán regidos:

- En su aspecto sustancial y en cuanto a la forma de los títulos, por las normas legales de su creación (v. gr., ley provincial u ordenanza municipal). Ello conforme a los arts. 743 y 744 del Código de Comercio.

- En cuanto al tratamiento tributario, por la propia norma de creación y las leyes provinciales en lo que se refiere a los tributos locales, y por los arts. 36 y 36 bis de la ley 23.576 de obligaciones negociables cuando se trate de los impuestos nacionales.

Respecto a la denominación que puede aplicarse a esos títulos de deuda pública, debe tenerse en cuenta lo dispuesto en el artículo 1º del decreto nº 289/90, que prohíbe utilizar la denominación de títulos típicos para aplicarlos a los títulos atípicos; norma que tiende a evitar confusiones y que es perfectamente aplicable al caso en estudio. Ello con más razón si se advierte que la aplicación de la denominación "obligaciones negociables" para los títulos públicos no importaría absolutamente ninguna ventaja en punto a las condiciones de emisión y al tratamiento impositivo de los mismos.

#### **b) Obligaciones negociables convertibles:**

Son aquellas que además de representar un empréstito, otorgan a su titular la opción de suscribir acciones de la emisora a un precio determinado o determinable (ley, art. 5). Si la opción se ejerce, la relación crediticia queda cancelada.

De esta manera el obligacionista, a su sola voluntad, puede transformarse de acreedor en accionista.

Este tipo de obligación negociable sólo puede ser emitida por sociedades por acciones. En las sociedades cerradas, la emisión debe ser resuelta por asamblea extraordinaria, mientras que en las sociedades abiertas corresponde a la asamblea ordinaria. En ambos casos se puede delegar en el directorio la época de la emisión, determinar sus condiciones y las pautas para el ejercicio del derecho de conversión en acciones (ley, art. 9).

El derecho de conversión puede hacerse valer en todo tiempo (a partir de la suscripción o desde cierta fecha o plazo: *convertibilidad permanente*) o en épocas o fechas determinadas (ley, art. 18). A fin de posibilitar operaciones de fusión, escisión o aumento de capital, el derecho de conversión permanente puede suspenderse por el plazo máximo de tres meses.

El obligacionista se convierte en accionista a su sola voluntad, desde el momento en que la emisora recibe por medio fehaciente la pertinente comunicación (ley, art. 20). Esta debe entregar o acreditar las acciones al obligacionista que ejerció el derecho de conversión dentro de un plazo máximo de treinta días, que se reduce a cinco días para las sociedades que realizan oferta pública de sus acciones (Normas de la Comisión Nacional de Valores, art. 29).

El régimen de aumento de capital y emisión de acciones que establece la Ley de Obligaciones Negociables para este tipo es distinto al que determina la Ley de Sociedades Comerciales, por cuanto:

. La decisión de la asamblea de emitir obligaciones convertibles implica de pleno derecho la decisión de aumentar el capital en la medida necesaria para hacer frente a los futuros pedidos de conversión (ley, art. 17). En consecuencia, la autorización de oferta pública o cotización de las obligaciones convertibles emitidas por sociedades cuyo capital está inscripto en dichos regímenes, implica la misma autorización respecto de las acciones que en el futuro se emitan para entregar a los obligacionistas que notifiquen su decisión de convertir (ley, art. 22).

. Las acciones son emitidas también de pleno derecho cuando la sociedad recibe la comunicación de conversión, pues desde ese momento el ex-obligacionista se transforma en accionista (ley, art. 20).

. Al cierre del período de conversión, o trimestralmente cuando ésta fuera permanente, el directorio debe constatar las emisiones de acciones producidas por efecto de las conversiones, e inscribir el consecuente aumento de capital en el Registro Público de Comercio (ley, art. 21).

Conforme a la ley y a la práctica del mercado, la emisión de obligaciones convertibles es vista como un aumento diferido del capital social, en cuanto se tiene la expectativa de que los obligacionistas se conviertan en accionistas cuando el precio de conversión (es decir, el precio al que la sociedad se compromete a entregar sus acciones en cancelación del préstamo) sea menor o al menos igual al precio de cotización de esas acciones en el mercado.

Por tal razón, la ley otorga a los accionistas de la emisora el mismo derecho de suscripción preferente y de acrecer que regula la ley 19.550 para el caso de acciones (ley, art. 11): es decir que los accionistas tienen derecho a suscribir con

preferencia a terceros obligaciones convertibles en proporción a su participación en el capital y a acrecer esa porción si otros accionistas no hubieran ejercido plenamente su derecho de suscripción preferente. Atento que los accionistas tienen derecho de preferencia cuando se colocan las obligaciones convertibles, carecen de ese derecho cuando las acciones son emitidas por efecto de la conversión (estas acciones corresponden exclusivamente al obligacionista que convirtió las obligaciones; ley, art. 17).

A su vez, y por el mismo motivo, existiendo en circulación obligaciones convertibles, sus titulares tienen derecho de preferencia junto con los accionistas para suscribir nuevas emisiones de acciones, debentures convertibles u obligaciones convertibles, salvo que las condiciones de emisión hubieran previsto para ese caso el reajuste del valor de conversión(ley, art. 23).

La ley regula detalladamente la protección del derecho de conversión, que implica resguardar al obligacionista de actos societarios que puedan causar la pérdida o disminución del valor económico del derecho de conversión. Al respecto no debe olvidarse que el titular de obligaciones convertibles es un accionista en potencia: él tiene derecho a que la sociedad, por un acto voluntario, no afecte las bases de su opción de conversión. La regla general es que si la sociedad, por cualquier acto voluntario (emandado de la asamblea y/o directorio), afecta el precio de cotización de las acciones en el mercado, en igual proporción deberá reajustarse el precio de conversión.

En consecuencia:

. Ciertos actos no pueden realizarse sin la conformidad de la asamblea de obligacionistas convertibles: retiro de la oferta pública o cotización de las obligaciones convertibles; la limitación o supresión del derecho de suscripción preferente; amortización o reducción voluntaria del capital; la modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades; la adjudicación de valores en cartera y la distribución en efectivo de reservas u otros fondos especiales inscriptos en el balance (salvo que las sociedades coticen en bolsa, y hayan previsto el reajuste del precio de conversión en estos casos); la fusión o escisión de la sociedad (ley, arts. 15, 24, 26 y 27).

. Pueden emitirse nuevas acciones u obligaciones convertibles a colocar por suscripción, pero debe darse derecho de preferencia a los obligacionistas convertibles, o prever el reajuste del valor de conversión (el reajuste tendrá en cuenta la disminución del precio de cotización de las acciones en el mercado, por efecto del aumento de capital; ley, art. 23).

. Ciertos actos dan derecho a la conversión anticipada ( si ésta es en épocas o fechas determinadas) sea para que los obligacionistas puedan ejercer el derecho de recesso como accionistas (la prórroga o reconducción del contrato de sociedad -excepto en las sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones; la transferencia del domicilio al extranjero; el cambio fundamental del objeto; la transformación de la sociedad; inexistencia de autorización para hacer oferta pública o cotización de las acciones, al inicio del período de conversión; ley, arts. 15, 16 y 22 ) o para que puedan cobrar la cuota de liquidación (en caso de disolución anticipada de la emisora; ley, art. 19) o para que puedan cobrar distribuciones en efectivo o en acciones (amortización o reducción voluntaria del capital; la modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades; la adjudicación de valores en cartera;

distribución en efectivo de reservas u otros fondos especiales inscriptos en el balance; ley, art. 26).

#### **b) Obligaciones negociables financieras:**

Las obligaciones negociables financieras son aquellas emitidas por entidades financieras.

Se trate de obligaciones simples o convertibles, constituyen una categoría especial, por cuanto su emisión y negociabilidad está regida, a más de las disposiciones de la ley y de su decreto reglamentario, por normas del Banco Central de la República Argentina (Comunicaciones A 1907 y 2177). Ello así por cuanto su colocación constituye una operación pasiva de crédito por parte de las entidades financieras.

Las disposiciones más destacables de dicha regulación son las siguientes:

- . En punto a plazo de amortización, intereses, valor nominal y publicidad, se aplica lo expuesto en el punto III.f) del presente.

- . Colocación: Al contado.

- . Negociación secundaria: Las entidades financieras podrán intermediar o comprar obligaciones negociables propias o emitidas por otras entidades financieras. Podrán adquirir obligaciones negociables propias, sin superar el 10% del valor de cada emisión suscripta.

- . Aplicación de los fondos: Los recursos provenientes de la colocación de las obligaciones negociables podrán ser aplicados a:

- . La financiación de empresas radicadas en el país para inversiones en activos físicos en el país, integración de capital de trabajo o refinanciación de pasivos.

- . Otorgamiento de préstamos.

- . Adquisición de títulos públicos nacionales.

- . Inversiones de capital en empresas radicadas en el país (siempre que provengan de emisiones a plazos mayores de un año, hasta un límite del 20% del empréstito).

#### **III.- CONDICIONES DEL EMPRESTITO:**

Las condiciones de emisión son fijadas en el acta de emisión, documento al que se refiere en forma equívoca el artículo 10 de la ley, que debe ser publicado por un día en el Boletín Oficial e inscribirse en el Registro Público de Comercio correspondiente al domicilio de la emisora.

#### **a) Moneda:**

Se pueden emitir y pagar en moneda nacional o extranjera.

## **b) Capital:**

El capital se puede amortizar al final del plazo o mediante amortizaciones periódicas (y en este último caso mediante el pago del capital a prorrata entre todos los obligacionistas, o mediante rescates periódicos de una determinada cantidad de obligaciones en circulación).

## **c) Renta:**

Normalmente las obligaciones negociables pagan un interés, sea en cuotas periódicas o al final del empréstito, que puede ser fijo o variable.

La variabilidad de la tasa puede ser de distinto grado: tasa flotante, tasas crecientes o decrecientes por períodos, tasa revisable en cada período.

También puede establecerse, en adición o en sustitución de una tasa de interés, la participación en utilidades de la emisora (o de las utilidades que rinda un determinado negocio de la emisora), e incluso premios (que generalmente consisten en una sobretasa).

No es raro que las obligaciones no lleven cláusula de interés, o que éste se pague al final, junto con el capital. Las obligaciones negociables que no pagan cuotas de interés ni amortización se las conoce como obligaciones "de cupón cero". Si no hay interés indicado en las condiciones de emisión, el mismo está implícito en el precio de colocación de tales valores, que será bajo la par.

## **d) Garantías:**

Las obligaciones negociables pueden llevar las siguientes garantías (ley, art. 3):

.Garantía común: es decir, no hay afectación de ningún bien en especial, sino que el patrimonio de la emisora es el único respaldo del empréstito. Por lo tanto, su titular es un acreedor quirografario.

.Garantía especial: es una garantía hipotecaria. Será hipoteca civil respecto de inmuebles; hipoteca naval respecto de buques y artefactos navales; hipoteca aeronáutica respecto de aeronaves y sus motores.

.Garantía flotante: es una garantía *sui generis*, que sujeta al cumplimiento de los servicios de renta y amortización todos los bienes de la sociedad, presentes y futuros, sean inmuebles, muebles o semovientes. Mientras la emisora no incurra en ciertas causales de exigibilidad, conserva la libre administración y disposición de sus bienes. Por eso es una garantía *flotante*: ella *flota* sobre el patrimonio del deudor, y se *crystaliza* sobre los bienes existentes cuando la sociedad se concursa o quiebra, se disuelve, pierde la cuarta parte del patrimonio neto existente a la fecha de emisión, o dispone de bienes en medida tal que no puede continuar con el giro normal de sus negocios.

.Garantía prendaria registral: la emisora afecta uno o más bienes muebles de valor suficiente, respecto de los cuales se inscribe una prenda en el Registro de Créditos Prendarios, actuando un fiduciario (banco, agente de bolsa o agente extrabursátil) como acreedor en dicho Registro.

.Garantía prendaria común: la emisora afecta uno o más bienes muebles que pasan a poder de un fiduciario (por ej.: prenda del paquete de control de una sociedad controlada; prenda sobre un conjunto de valores públicos, o sobre la facturación de la emisora,etc).

.Fianza: un tercero garantiza por la emisora el cumplimiento de los servicios de renta y amortización.

Vale destacar que las garantías prendarias y la fianza no están contempladas expresamente en la ley, pero su admisibilidad surge del último párrafo de su artículo 3, el que establece que las obligaciones negociables "Pueden ser igualmente avaladas o garantizadas por cualquier otro medio".

### **e) Subordinación:**

La subordinación es la contracara del privilegio: el acreedor titular de un crédito subordinado posterga su derecho respecto de otras deudas presentes o futuras de su deudor.

Ello implica que el titular de obligaciones negociables subordinadas, en caso de falencia del emisor, sólo tiene prelación sobre los accionistas de la emisora.

Generalmente, la subordinación es compensada mediante la convertibilidad de las obligaciones negociables.

La Comunicación A 2177 del Banco Central, que modificó en este aspecto la Comunicación A 1907, permite a las entidades financieras emitir obligaciones negociables subordinadas, simples o convertibles, a plazo no menor de cinco años, sin cláusula de rescate o amortización anticipada. Los empréstitos obtenidos en esas condiciones pueden computarse como *patrimonio neto complementario* a los efectos de la determinación de la responsabilidad patrimonial computable de las entidades financieras.

### **e) Gestión de los intereses de los obligacionistas:**

#### **e.1) Fiduciario:**

Conforme a lo dispuesto en el art. 13 de la ley, la emisora puede firmar con una entidad financiera o firma intermediaria en la oferta pública de valores un convenio por el que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que corectivamente correspondan a los obligacionistas durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación total.

Como garantía de una mejor protección de los intereses de la masa de obligacionistas, en la práctica internacional es común que una emisión de valores de deuda vaya acompañada de la designación de un fiduciario, que sirva de nexo entre la emisora y los obligacionistas considerados en conjunto.

La ley argentina -a diferencia de otras legislaciones- concibe la participación de un fiduciario como optativa, y restringida - en principio - a representar sólo los derechos e intereses que *colectivamente* corresponden a los obligacionistas. De ahí que el mandato del fiduciario no cubre las acciones y derechos que corresponden a estos últimos como atribución individual (por ej., la acción ejecutiva de

cobro ante el incumplimiento en los servicios de renta y de amortización, o la conversión de las obligaciones convertibles).

Sin embargo, la intervención de un fiduciario viene impuesta necesariamente en el caso que el empréstito esté garantizado por una prenda - con o sin desplazamiento -. En la primera, por que debe designarse un custodio de los bienes prendados, que se encargará incluso de su ejecución en caso de incumplimiento (conf. art. 585 del Cód. de Comercio); y en la prenda con registro, pues la ley respectiva determina la identificación precisa de un acreedor prendario determinado a efectos de la registración del privilegio.

## **e.2) Agente de fiscalización:**

A diferencia del fiduciario, que es un representante de la masa de obligacionistas, el agente de fiscalización ("*fiscal agent*") es una entidad que interviene en una emisión de obligaciones negociables con el sólo objeto de controlar el cumplimiento de los compromisos ("*covenants*") que a través de las condiciones de emisión hubiera contraído el emisor.

Es común en los empréstitos obligacionarios que el emisor se sujete a una serie más o menos extensa de compromisos, consistentes en obligaciones de hacer y de no hacer, tendientes todos a asegurar la capacidad de pago de aquél (Por ej., limitación a la distribución de dividendos o a la disponibilidad de activos; prohibición de emitir valores de deuda que tengan prelación sobre las obligaciones negociables consideradas; limitaciones al emprendimiento de nuevas actividades o abandono de las actividades actuales del emisor, etc.).

Dado que para los obligacionistas del público sería muy difícil controlar el cumplimiento o no de dichos compromisos, es usual la intervención de un agente de fiscalización que los monitoreará en el interés de aquéllos. Detectado un incumplimiento, el agente lo pondrá en conocimiento de los inversores por los medios de publicidad convenidos para que éstos adopten las medidas de protección que estimen adecuadas para sus créditos.

## **f) Forma de documentación de las obligaciones negociables:**

Las obligaciones negociables pueden ser cartulares o escriturales.

Las cartulares se representan en títulos individuales (ley, art. 8) o en certificados globales representativos de la totalidad o parte de la emisión, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo (ley, art. 30).

Las escriturales no se representan en títulos, sino por un sistema de cuentas llevadas a nombre de sus titulares en un registro de obligaciones negociables escriturales llevado por la emisora, bancos comerciales o de inversión o cajas de valores (ley, art. 31).

## **g) Ejecutabilidad:**

Las obligaciones negociables otorgan a su titular acción ejecutiva para reclamar el capital y los intereses, y para ejecutar las garantías otorgadas (ley, art. 29).

Cuando deban ejecutarse obligaciones negociables con garantía especial, el juez dispondrá la citación de los titulares de la misma clase y, en su caso, la notificación a la Comisión Nacional de Valores y Bolsas en las que coticen.

Igual solución, por analogía, debería intrumentarse en caso de ejecutarse obligaciones negociables garantizadas con prenda.

En caso de concurso o quiebra se aplicarán las disposiciones de la ley 19.551 sobre los debentures. Cuando no existiere representante de los obligacionistas, será designado en asamblea convocada por el juez del concurso.