

¡ADIÓS A LOS DEBENTURES!**GABRIELA ALBRECHT**

Resumen: El análisis se basa en la impracticabilidad de los debentures, figura que nunca fue utilizada y no lo será, por lo cual sería una perfecta oportunidad desterrarla del Anteproyecto de la Ley General de Sociedades (ALGS), especialmente existiendo una Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576 (LON) más versátil y moderna.

Se comparan ambas normas haciendo hincapié en las ventajas comparativas de las LON y las modificaciones que serían propicias para complementar las disposiciones vigentes.

Palabras Claves: Debentures, Anteproyecto de la Ley General de Sociedades, Fideicomiso Corporativo, Ley de Obligaciones Negociables

Abstract: The analysis is based on debentures impracticability, it is a figure that was never used and will NOT be, so it would be a perfect opportunity to banish it from the Draft Corporations Law (DCL), especially when there is a Negotiable Obligations Law N° 23.576 (NOL) more versatile and modern. Both standards are compared focusing on the comparative advantages of the LONs and necessary modifications to complement existing provisions.

Key Words: Debentures, Draft Corporations Law, Corporate Trust, Negotiable Obligations Law

I. Análisis de los motivos de la inviabilidad de los debentures

Antes de comenzar el análisis vale la pena mencionar que en el ALGS se incluyó a las sociedades por acciones simplificadas (SAS) dentro de las que pueden emitirlos, dejando afuera a las sociedades de responsabilidad limitada que hasta el avènement de las SAS eran un tipo muy utilizado en las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), el resto de los artículos son una copia de la Ley General de Sociedades (LGS) vigente.

1) Sociedades autorizadas a emitir debentures

La LON admite un amplio espectro de entidades que pueden emitir estas obligaciones *“Las sociedades por acciones, las sociedades de responsabilidad limitada, las cooperativas y las asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley General de Sociedades 19.550, t. o. 1.984 y sus modificaciones, pueden contraer empréstitos mediante la emisión de obligaciones negociables, conforme las disposiciones de la presente ley.”*¹, inclusive pueden hacerlo los tres niveles del Estado.

Los debentures sólo pueden ser emitidos por las sociedades por acciones, incluida las sociedades con participación Estatal Mayoritaria, en comandita por acciones y por acciones simplificadas.

1 LON art.1

2) Condiciones para su emisión.

El art. 353 del ALGS indica que *“podrán, si sus estatutos lo autorizan, contraer empréstitos en forma pública o privada, mediante la emisión de debentures.”*¹. El estatuto cuando se refiere a la capacidad jurídica para adquirir derechos y contraer obligaciones, debe expresamente prever la emisión de este tipo de deuda, sin embargo la LON no presenta esta restricción: *“En las sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada y cooperativas, la emisión de obligaciones negociables no requiere autorización de los estatutos y puede decidirse por asamblea ordinaria, o bien por el órgano de administración de la sociedad, de así preverlo el estatuto social. Sin perjuicio de ello, el ingreso de la emisora al régimen de oferta pública de valores negociables deberá ser resuelto por asamblea.”*². Esta exigencia de los debentures limita su utilización.

En el art. 234 y 235 inc. 6) del ALGS confiere a la Asamblea Ordinaria la potestad de decidir la *“emisión de obligaciones, debentures y otros títulos de deuda no convertibles en acciones, aunque no se encuentre prevista en el estatuto y de obligaciones u otros títulos de deuda convertibles en acciones cuando se trate de sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones.”* y a la Asamblea Extraordinaria la *“emisión de obligaciones, debentures u otros títulos de deuda convertibles en acciones por sociedades que no estén autorizadas a la oferta pública de sus acciones.”*, disposiciones en concordancia con la LON². Cabe resaltar que el art. 235 inc. 6) no está en concordancia con la exigencia del art 353, el primero no exige que esté prevista en los estatutos mientras que la específica de debentures si.

3) Clases de Títulos de Deudas

Ambas disposiciones³ admiten la emisión de títulos:

- en pesos o moneda extranjera⁴.
- con o sin garantías ^{7,2}
- convertibles o no⁵
- en serie o individual⁶
- al portador o nominativos⁷

En el art. 4 de la LON admite la emisión de ON en moneda extranjera, indicando que la *“suscripción”* pueda ser en moneda nacional, extranjera o en especie, aunque se está refiriendo a la *“integración”* ya que la suscripción tiene que ver con el compromiso de los obligacionistas en invertir su dinero en la sociedad y la integración en la forma en que se realiza el aporte.

Es importante también la no aplicación del art. 765 en las ONs, mientras que en las disposiciones de debentures nada dice y posibilita a la sociedad emisora liberarse de la obligación dando el equivalente en moneda de curso legal, cuestión que favorece la elección de ONs.

La variedad de garantías que ofrece la LON es más amplia que la de debentures, cuestión que merece un análisis en particular que se desarrolla más adelante.

El texto de las ON en relación con la conversión de deuda en acciones tiene más contenido que la de debentures, coinciden las normas sobre el derecho preferencia, acrecer, integridad del capital

2 LON art. 9

3 ALGS art. 354 – LON VER

4 ALGS art. 354 y LON art. 4

5 ALGS art. 354 y 362 – LON art. 5, 9, 11, 12,15,16,17,22,23,24,26,27.

6 ALGS art. 365 – LON art. 2

7 ALGS art. 363

social, derecho de receso, supresión del derecho de preferencia (art.197 inc2 LGS), transformación, reducción del capital social (amortización, reducción, distribución utilidades y reservas) si la analizamos a la LGS en su conjunto.

Tanto en la ONs como debentures admiten la emisión de obligaciones al portador, disposiciones que contravienen el art. 1 de la L.24.587 de Nominatividad de Títulos Valores Privados. Ninguna mención se hace al respecto, más aún hoy que el Grupo de Acción Financiera (GAFI) exige a la comunidad internacional políticas de Estados que brinden una mayor transparencia en la información de personas jurídicas y en el combate al lavado de activos. Por otra parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) recomienda a los países cuyas leyes admitan a las personas jurídicas emitir títulos valores al portador se los prohíba o establezcan mecanismos para asegurar la identificación de los tenedores, a fin de garantizar que no se utilicen indebidamente para el blanqueo de capitales o financiación al terrorismo⁸.

4) Forma de representación de los valores negociables

El ALGS prevé la emisión de debentures en forma cartular estableciendo el contenido de los títulos en el art. 364, sin contemplar la posibilidad de su desmaterialización.

La LON contempla ambas formas, tanto en el art. 7 y 31 que se refieren al contenido del título y requisitos de las obligaciones escriturales, respectivamente. En este último caso, en las condiciones de emisión de las ONs deben indicar que las mismas no se representaran en títulos debiendo inscribirse en cuentas llevadas a nombre de sus titulares en un registro de obligaciones negociables escriturales llevados por la emisora, bancos comerciales o de inversión o cajas de valores.

En general, son pocos los emisores que llevan su propio registro, es la Caja de Valores SA la entidad que lleva el registro, depósito y custodia. La transmisión de ONs y la constitución de gravámenes sobre ellas deben ser notificadas a la emisora o entidad que lleve dicho registro.

La masificación y el volumen de negocios ha llevado a desestimar los títulos físicos en pos de las anotaciones en cuenta, cuestión que como dijimos no está contemplada en los debentures.

5) Garantías de la emisión

Tanto los debentures como ONs pueden emitirse con o sin garantías. Si bien el patrimonio es prenda común de los acreedores, o sea que el deudor responde por las obligaciones contraídas con sus acreedores con el conjunto de bienes que conforma su patrimonio⁹, es posible constituir otras garantías para paliar el riesgo de incobrabilidad de estas obligaciones.

“Los debentures serán con garantía flotante, con garantía común, o con garantía especial.

La emisión cuyo privilegio no se limite a bienes inmuebles determinados, se considerará realizada con garantía flotante.¹⁰

Las obligaciones negociables *“pueden emitirse con garantía flotante, especial o común... En el caso de constitución de garantías prendarias de créditos presentes y futuros... Pueden ser igualmente avaladas o garantizadas por cualquier otro medio, incluyendo Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), fondos de garantía y/o garantías unilaterales en los términos del artículo 1.810 del Código*

8 Es intención de la Argentina ingresar como miembro a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y para ello debe cumplimentar con ciertos requisitos económicos, sociales, institucional, de desarrollo, de gobierno, tributario, etc. siendo la nominatividad de los títulos valores uno de ellos.

9 ALGS art. 354 y 360 – LON art.3

10 ALGS art. 354

*Civil y Comercial de la Nación y por cualquier otro tipo de garantía contemplada en el ordenamiento jurídico vigente. Pueden también ser garantizadas por entidades financieras comprendidas en la ley respectiva. Se podrán emitir obligaciones negociables con recurso limitado y exclusivo a determinados activos del emisor pero no a todo su patrimonio, pudiendo constituirse o no garantías sobre dichos activos*¹¹

Por el recorte del art. 3 de la LON se puede observar que el espectro de garantías de estos valores es más prolífico (hipoteca, prenda, aval –sui generis-, fianza, fideicomiso de garantía, garantía de cumplimiento a primera demanda, garantía de entidades financieras, SGR, etc.) y no está limitado, sino que admite cualquier tipo de garantías.

Las garantías de la ONs se constituyen por las manifestaciones que el emisor realiza en las resoluciones que dispongan su emisión y deben inscribirse, cuando corresponda según su tipo, en los registros pertinentes no exigiendo para la garantías prendarias e hipotecarias la aceptación de los acreedores, siendo su constitución y cancelación por declaración unilateral del emisor. Además de la inscripción de emisión en el Registro Público¹², también se exige hacerlo en los Registros pertinentes, si correspondiera.

En los debentures hay una gran distinción entre garantía flotante⁸ y especial, si bien en ambas debe constar su detalle en el documento de emisión, la forma de constitución de las flotantes no siguen las formalidades establecidas para los derechos reales manteniendo el emisor su administración y disponibilidad (garantía sin desplazamiento)¹³ con lo cual es bastante endeble la seguridad que brinda a los debenturistas este tipo de garantías.

Por otra parte, en las hipoteca permite extender el término de inscripción del privilegio a cuarenta (40) años, plazo que es una utopía en nuestro país¹⁴.

6) Participación Fiduciario

Según lo expresado en el art. 13 de la LON la participación de un “fiduciario” es voluntaria, si se optara por celebrar un contrato de fideicomiso el fiduciario podría ser un Banco Comercial, Banco Inversor, Compañía Financiera o cualquier agente autorizado por la Comisión Nacional de Valores debiendo constar en las condiciones de emisión.

En los debentures la participación de un fiduciario es obligatoria, en el art. 366 establece: *“La sociedad que decida emitir debentures, debe celebrar con un banco un contrato de fideicomiso por el que éste tome a su cargo:*

1o) La gestión de las suscripciones;

2o) El contralor de las integraciones y su depósito, cuando corresponda;

3o) La representación necesaria de los futuros debenturistas, y

4o) La defensa conjunta de sus derechos e intereses durante la vigencia del empréstito hasta su cancelación total, de acuerdo con las disposiciones de esta Sección.”

11 LON art.3

12 LON art.10

13 ALGS art. 355, 356, 357, 358

14 CCCN – art. 2210.- “Duración de la inscripción. Los efectos del registro de la hipoteca se conservan por el término de veinte años, si antes no se renueva.”

Surge del texto que el fiduciario tiene que ser un “Banco”, exigencia que rige sólo para el período de emisión y suscripción pudiendo la asamblea de debenturistas¹⁵ designar otra persona vinculada con la sociedad según lo indican los arts. 264, 286 y 370. Además, establece una enumeración de las tareas a cargo del fiduciario.

El art. 372 complementa al inc.3) precisando el alcance de esa representación legal, sin embargo, las facultades del fiduciario no acaban en las indicadas en los arts., las cuales son propias de un Fiduciario Corporativo, sino que contempla otras que otorgan un poder de decisión extraordinario y constituye uno de los motivos que no se haya usado.

El art. 356 prevé la ejecución de la garantía flotante ante mora, la pérdida de activos o se produzca alguna causal de disolución resolviendo el fiduciario estas medidas, sin conformidad previa del órgano de administración. Esta medida inconulta puede ocasionar un daño serio a la sociedad perjudicando al resto de los acreedores.

El art. 373 inc. 1) no presenta ninguna observación ya que los acreedores institucionales gozan del derecho de información, sin embargo, el inc. 2) y 3) los habilita a participar en reuniones de Directorio y peor aún a pedir en ciertos casos la suspensión del Directorio, constituyendo una intromisión abusiva en la gestión y en los derechos de los accionistas, sin perjuicio de la acción de nulidad conferida por el art. 378. Continuando con esa tónica los arts. 374 y 375 posibilitan que el juez sin más trámite suspenda al Directorio y nombre en su reemplazo al fiduciario con amplias facultades de administración, sin intervención judicial, inclusive podría llegar a la enajenación de bienes y/o liquidación de la sociedad, si la asamblea de los debenturistas lo aprobara.

Todas estas medidas constituyen un empoderamiento de los debenturistas frente los restantes acreedores y de alguna manera provoca un desequilibrio de los poderes dentro de la organización.

Asimismo, en caso de quiebra de la sociedad¹⁶ cuando ésta haya emitidos debentures sin garantía especial, el fiduciario es el liquidador coadyuvante necesario conjuntamente con el

Síndico. Esta participación puede ser desproporcionada y agravante para los restantes acreedores con idéntico privilegio.

7) Fideicomiso Corporativo

a) Antecedente Normativo

El Corporate Trustee es un negocio jurídico característico de los países del Common Law siendo en el ámbito del mercado de capitales donde más es utilizado. En Estados Unidos está regulado por la “Trust Indenture Act of 1939” (TIA).

La TIA es una ley federal de Estados Unidos que prohíbe la emisión pública de bonos que excedan los 5 millones de dólares sin un acuerdo formal (indenture).

El trust indenture (contrato de fideicomiso) es un contrato celebrado entre el emisor y un administrador independiente (fiduciario) para proteger los intereses de los tenedores de bonos. En él se establecen los términos y condiciones que deben cumplimentar el emisor, prestamista y fiduciario durante la vigencia del bono.

15 ALGS art. 369

16 ALGS art. 379.

La TIA complementa la Securities Act of 1933 administrada por la Stock Exchange Commission (SEC).

Las disposiciones sujetas a análisis contienen esta figura, pero con facultades del fiduciario exorbitantes y sin una delimitación normativa respecto a este tipo de fideicomiso tan particular.

b) Propuesta

Sin intentar desarrollar en extenso este tema, si excluimos de la LGS las disposiciones de debentures y se reconoce en la LON la posibilidad de emitir ONS y/o debentures bajo el mismo entramado jurídico sería necesario regular la relación fiduciaria en dicho texto o separadamente.

Considero como la opción más apropiada su regulación en el CCCN bajo en una Sección independiente dentro del capítulo de Fideicomisos. Es un fideicomiso en el cual no se transfiere la propiedad de bienes, sino que la función del fiduciario es la representación y defensa de los obligacionistas.

Los Fideicomisos Corporativos prestan servicios de administración, custodia y pago en relación con la emisión, canje, transferencia y registro de títulos de deuda o capital.

Tienen un rol doble, por un lado, da seguridad al emisor de cumplir efectiva y eficientemente los deberes asignados bajo el contrato, y por otro lado monitorea el cumplimiento de los términos de emisión y toma las medidas necesarias para proteger los intereses de los tenedores.

En cuanto a la forma y contenido, el contrato podría celebrarse por instrumento público o privado con firmas certificadas por escribano público o por medios digitales con firma digital de acuerdo a la reglamentación que a tal efecto se dicte.

El instrumento podría contener:

- 1) Propósito (s) y / o naturaleza de la deuda a ser creada,
- 2) Naturaleza y descripción de las obligaciones o bonos a emitir,
- 3) Parámetros de administración durante la vida de las obligaciones o bonos,
- 4) Naturaleza, método y lugar de reembolso del capital e intereses.
- 5) Relación entre el emisor, el fiduciario y los prestamistas.
- 6) Derechos y obligaciones de las partes respectivas en el contrato,
- 7) Descripción de la garantía (si existiera),
- 8) Eventos que pudieran ser considerados como situaciones de incumplimiento.
- 9) Acciones a tomar en caso de incumplimiento.

Si la suscripción fuera pública debería requerirse la conformidad de la CNV.

Los deberes del fiduciario deben constar en el contrato, destacándose:

- 1) gestionar las suscripciones e integraciones: impresión o inscripción de la emisión de las obligaciones o bonos, efectiva integración y depósito, cuando corresponda,
- 2) mantener los registros, cuentas y documentación requeridos,
- 3) pagar el capital e intereses,
- 4) constituirse en el beneficiario de la garantía, si corresponde,
- 5) salvaguardar y evaluar la garantía, si las hubiera,
- 6) invertir efectivo inactivo, si lo permite o lo indica el contrato,
- 7) asegurar que el emisor cumplimente con los requisitos legales,

- 8) monitorear los eventos de incumplimiento estipulados en el contrato durante la vida de las obligaciones o bonos,
- 9) proteger los intereses de los tenedores de obligaciones o bonos en caso de incumplimiento.

La Asamblea de Obligacionistas y/o Debenturistas sería el órgano responsable de resolver aquellos actos que importen la disposición de sus derechos y/o emisora. Las disposiciones de la LGS podrían ser de aplicación supletorias en relación con la publicación de asamblea, quorum, mayorías, etc.

8) Fusión e escisión

Si la emisora se fusiona o escinde con otra sociedad, el art. 358 del ALGS exige la autorización de la asamblea de debenturistas mientras que la LON en el art.27 sólo la conformidad si fueran ONS convertibles.

La LGS les confiere a los acreedores en caso de fusión o escisión el derecho de oponerse, pero ello no impide que prosigan las negociaciones, debiendo ser desinteresados o debidamente garantizados. La exigencia de la aprobación de los debenturistas significa darle un mayor privilegio a este grupo de acreedores equiparable a los de un accionista.

Es razonable requerir la aprobación de los obligacionistas cuando son convertibles porque el acreedor si puede asumir la calidad de accionista o socio habilitando así a un procedimiento especial para tales acreedores.

9) Acción ejecutiva

Otra ventaja comparativa de las ONS frente a los debentures es la acción ejecutiva que le confiere en el art. 29 para reclamar capital, actualizaciones, intereses y para ejecutar las garantías otorgadas.

El anteproyecto mantiene la misma tesitura que la ley para los debentures, NO los reconoce como títulos ejecutivos y por tanto NO habilita dicha vía, otra razón más para elegir las ONS como modalidad de financiamiento.

10) Responsabilidad

Los Directores de las sociedades son responsables solidarios por las violaciones a las disposiciones de la LON (art.4) y Debentures (art. 386 del ALGS). La LON suman a los Síndicos y Consejos de Vigilancia, lo cual es apropiado considerando la función de controllers que ambos desempeñan, además hace mención a la “administración” que sería aplicable para otros tipos societarios u organizativos, así como también podría dar lugar a extender dicha responsabilidad a otros funcionarios que participan (Gerentes) de la administración de una organización.

El art. 387 del ALGS aclara que el fiduciario no contrae responsabilidad personal, salvo por culpa grave o dolo, cuestión ya prevista los arts. 1674 al 1676 del CCCN (pautas de actuación, rendición de cuenta, dispensa prohibida) que serían de aplicación para las ONS, si así se resolviera en las condiciones de emisión.

11) Beneficios impositivos

Sin entrar en su análisis, los arts. 36 a 43 de la LON establecen las condiciones para la emisión de ONS con beneficios impositivos, otro atractivo adicional para preferirlas frente a los debentures.

II. Conclusión:

Estas líneas proponen una reorganización de las normas y retirar del ordenamiento jurídicos disposiciones que nunca fueron utilizadas.

Se propone adecuar la LON para que quede como única norma que regule la emisión de títulos de deuda, ya sea debentures, bonos y/o obligaciones negociables, manteniendo la estructura actual.

La incorporación de la figura del “Fideicomiso Corporativo” en el CCCN sería el marco jurídico de la actuación del fiduciario tanto serviría para la emisión de títulos de deuda como de capital.

III. Bibliografía:

Anta, Carlos Alberto (2004). Obligaciones Negociables y garantías especiales. Universidad del Museo Argentino. Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas. Doctorado en Ciencias Jurídicas y Sociales. Seminario de Derecho Privado. Disponible: https://www.palermo.edu/Archivos_content/derecho/pdf/1.pdf

Estados Unidos. Federal Deposit Insurance Corporation (2005). Trust Examination Manual. Disponible: https://www.fdic.gov/regulations/examinations/trustmanual/section_6/section_vi.html#b_10_asset-backed_securitized_debt_issues

Pinedo, Itúrriz de Cappellini, Ada Rosa del Valle, Verasay, Pamela. “Anteproyecto de Ley General de Sociedades 2019 N° Expediente 1726/19”. 5 de junio de 2019. Disponible: <https://www.senado.gov.ar/parlamentario/comisiones/verExp/1726.19/S/PL>

República Argentina. “Ley General de Sociedades N° 19.550. Boletín Oficial N° 22.409 del 25 de abril de 1972

República Argentina. “Ley N° 23.576 de Obligaciones Negociables” (texto actualizado por Ley N° 27.220). Boletín Oficial N° 26.431 del 27 de julio de 1988.