



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Financiamiento mediante obligaciones negociables convertibles

Marcos, Damián Julio

2004

Cita APA: Marcos, D. (2004). Financiamiento mediante obligaciones negociables convertibles. Buenos Aires : Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Estudios de Posgrado

Este documento forma parte de la colección de tesis de posgrado de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

**Posgrado de Especialización en Administración Financiera
Universidad de Buenos Aires**

Trabajo final

**FINANCIAMIENTO MEDIANTE OBLIGACIONES
NEGOCIABLES CONVERTIBLES**

Col. 1502/0317

**Autor: Damian Julio Marcos
DNI 22.723.586**

Tutor: Dr. Celestino Carbajal

CATALOGADO

*402. G.3352, G.2333, N.2020
M.F.M.O.
Trab. Posgr.*

Mayo de 2004

PROLOGO

Con el objetivo de elaborar el trabajo final de la carrera de Especialista en Administración Financiera, he decidido efectuar un desarrollo metódico de un tema de estudio del posgrado relacionado con el financiamiento de empresa. De los temas interesantes del curso me captaron la atención las opciones, y tal es así que encontré que en el mercado argentino existía una herramienta de financiación que combinaba el préstamo de una sociedad con la posibilidad de la opción por los acreedores para convertirse en accionistas. El instrumento financiero es la obligación negociable convertible.

Una vez elegido el tema, comencé a efectuar visitas a varias bibliotecas, a participar en cursos, en presentaciones de estos instrumentos en la Bolsa de Comercio, leí información de este instrumento por internet, visité la Hemeroteca de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y consulté las páginas de internet de las empresas argentinas que poseen este instrumento, así como otras páginas del exterior.

En el desarrollo del trabajo se incluyen aspectos conceptuales y prácticos. Se reconoce la limitación en el alcance de los temas conceptuales, como ser la valuación de las obligaciones convertibles, tema que ameritaría un trabajo aparte. Sin embargo considero que puede alcanzarse a entenderse la teoría con algunos ejemplos prácticos mencionados.

Para estudiar el tema quiero destacar que el interés de este trabajo, mientras lo iba desarrollando, me llevaba a resolver una pregunta personal consistente en saber o tratar de deducir cuál podría ser la ventaja del uso de este instrumento financiero para nuestro mercado argentino. Es por ello que con el desarrollo teórico, la consulta a ciertos especialistas, y la investigación de los usos actuales que efectúan las empresas argentinas analizadas, pretendo develar esta inquietud, que espero pueda ser manifestada en las conclusiones de este trabajo.

El espíritu del trabajo es aportar a nuestro posgrado la profundización teórica de este instrumento y comentar sus aplicaciones actuales, y espero que sea un aporte tanto para el lector que analice este instrumento como una fuente de financiamiento empresarial, como para cualquier persona interesada en conocer una alternativa de inversión.

INDICE

	Página
I. INTRODUCCION	1
II. OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES Y OTROS INSTRUMENTOS SEMEJANTES	
1. Debentures, obligaciones negociables y obligaciones negociables convertibles	3
2. Modalidades de obligaciones convertibles	9
III. CARACTERISTICAS GENERALES DE LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES	
1. Características generales de las obligaciones negociables convertibles	11
2. Antecedentes históricos de las obligaciones convertibles.	12
3. Regimen argentino. Consideraciones generales.	17
4. Ventajas y limitaciones de las obligaciones convertibles.	22
5. Tratamiento tributario argentino.	24
IV. VALUACIÓN DE CONVERTIBILIDAD DE LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES	
1. La convertibilidad de las obligaciones negociables	26
2. Función económico-financiera de la convertibilidad	26
3. Elementos del derecho de conversión	28
4. Carácter facultativo del derecho de conversión	29
5. Valoración de una obligación o bono convertible	30
6. Las dos dimensiones del premium	36
7. Ilustración numérica	38
8. Valuación del bono convertible. Análisis sintético para la opción	40
V. PROTECCION DEL DERECHO DE CONVERSION	
1. La protección de los obligacionistas	44
2. El aumento de capital o potencial del capital de la emisora por suscripción	45
3. Las operaciones contables que afecta el capital accionario	49
4. Operaciones sociales que pueden significar un tratamiento inequitativo para los nuevos o antiguos accionistas.	52
5. Alteraciones fundamentales del estatuto social.	54
6. Fusión o escisión de la empresa	55
7. Disolución anticipada de la emisora	57
8. Rescate anticipado	58
VI. EXPERIENCIAS EN EL MERCADO ARGENTINO	
1. Acíndar Industria Argentina de Aceros S.A.	60
2. Alpargatas Sociedad Anónima Industrial y Comercial	65
3. Alto Palermo S.A.	68
4. Banco Suquía	71
5. Cresud S.A.C.I.F.A.	73
6. IRSA	75
7. Solvay Indupa S.A.	80
VII. CONCLUSIONES	82

INDICE (continuación)

	Página
APENDICE 1: OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES: REQUISITOS DE LA OFERTA PUBLICA Y COTIZACION EN BOLSA	84
APENDICE 2: ACINDAR: INFORMACION ADICIONAL	87
APENDICE 3: ALPARGATAS SOCIEDAD ANONIMA INDUSTRIAL Y COMERCIAL: INFORMACION ADICIONAL	90
APENDICE 4: IRSA INVERSIONES Y REPRESENTACIONES SOCIEDAD ANONIMA: INFORMACION ADICIONAL	93
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	96

I. INTRODUCCION

Es bien sabido que una adecuada estructura de financiamiento de las empresas requiere proporciones de recursos propios y de préstamos a corto, mediano y largo plazo, atendiendo a las circunstancias y a las actividades o proyectos involucrados. Una de las modalidades atractivas para obtener capitales en préstamo es la emisión de obligaciones.

Nuestro objeto de estudio serán las obligaciones negociables convertibles, y para un mejor entendimiento de este instrumento comenzaremos analizando en el Capítulo II los debentures, las obligaciones negociables simples y convertibles vigentes en el mercado argentino, analizando sus características, similitudes y diferencias. Asimismo analizaremos también las distintas modalidades de obligaciones convertibles, es decir, la acción preferida convertible, los bonos u obligaciones converibles y los warrants, observando sus semejanzas y diferencias.

En el Capítulo III estudiaremos las características generales de las obligaciones negociables convertibles, los antecedentes históricos mundiales y el derecho comparado, y los antecedentes argentinos. A continuación comentaré cuáles son los temas referentes a las obligaciones negociables convertibles dentro de la legislación argentina. Por último veremos las ventajas y limitaciones de este instrumento, como así también el tratamiento tributario argentino.

La valuación de la convertibilidad de las obligaciones, dada su gran importancia, está desarrollada en el Capítulo IV. Aquí tratamos de comentar la función económica-financiera de la convertibilidad, los elementos del derecho de conversión, y la valoración del convertible. Para una adecuada interpretación de cómo valorar el convertible se analizará primero al momento del vencimiento, y luego su valoración antes del vencimiento. Para cada uno de estos análisis se efectuará un estudio del valor del bono, del bono convertible, y por último el valor de conversión.

Dado que toda emisión de convertible se efectúa con un valor superior a un bono simple, efectuaré un análisis del premium. A continuación presentaré una ilustración de valoración de los premiums y los rendimientos, y por último la valuación del bono convertible como una opción, tanto como si fuera de tipo europea (cuyo ejercicio es a una fecha precisa) o americana (cuyo ejercicio es en un período). Aquí mencionaremos la existencia de tres metodologías de valuación de convertibles, es decir, los modelos de Black y Scholes, Brennan y Schwartz y el modelo binomial de fijación de precio de las opciones. Por lo comentado en el Prólogo no profundicé sus estudios por no ser objetivo especial del trabajo su análisis.

Por la importancia que tiene la protección de los derechos de conversión he presentado el Capítulo V. Así veremos que para determinadas operaciones sociales la legislación protege mediante la necesidad del acuerdo de la asamblea de obligacionistas, y, para otros casos mediante el ajuste a los precios de conversión. Veremos conceptualmente en cada situación que se presente en la empresa cómo están protegidos

los derechos de los obligacionistas, inclusive con algunos ejemplos. También mencionaré cómo afectan en la conversión la disolución anticipada de la sociedad y los rescates anticipados.

En el Capítulo VI analizaré los casos de empresas argentinas que poseen obligaciones negociables convertibles a diciembre de 2003. Desarrollaré para cada uno, cuáles han sido las condiciones especiales de emisión, las objetos por los cuales se han consituído, la situación de pago de renta y amortización, y la evolución y situación actual de la empresa a esa fecha.

Por último presentaré las conclusiones del presente trabajo en el Capítulo VII.

II. OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES Y OTROS INSTRUMENTOS SEMEJANTES

1. Debentures, obligaciones negociables y obligaciones negociables convertibles

Dentro de los instrumentos de financiación que pueden utilizar las empresas argentinas podemos encontrar los debentures, obligaciones negociables y obligaciones negociables convertibles. Trataremos de hacer un análisis de cada uno.

1.1 Debentures y Obligaciones Negociables

Cuando una sociedad emite debentures u obligaciones negociables emite una deuda representada por títulos valores, que pueden o no poseer garantía real sobre bienes de la sociedad o con la garantía personal de otros de entes. Consiste en un préstamo, donde el prestamista en vez de ser una persona es un conjunto de personas, para quienes esto constituye "una inversión".

Como surge del concepto referido la emisión de obligaciones implica asumir una deuda. Ello permite obtener un préstamo de dinero, un mutuo, a largo plazo, de acreedores innominados (los inversionistas) a cambio del pago de una renta y la devolución del capital invertido.

La emisión de obligaciones es una forma de financiación en lugar de recurrir a aumentar su capital o a solicitar préstamos a los bancos o entidades financieras.

Mientras los debentures están previstos en la Ley de Sociedades Comerciales 19.550 (L.S.C.) (arts. 325 y ss.) las obligaciones negociables se rigen por la ley 23.576, con las modificaciones de la ley 23.962.

A continuación presentaremos un cuadro con las características sobresalientes del **debenture**:¹

Concepto	La sociedad emite obligaciones para obtener un préstamo de dinero, de monto importante y a largo plazo o bien para refinanciarlo		Para ello emite estos títulos de crédito llamados "debentures"
Emisión (art.325)	Únicamente sociedades por acciones	S.A. incluidas las S.A. con participación estatal mayoritaria	S.C.A. cuando sus estatutos lo autoricen.
Clases (art. 326)	En cuanto a la moneda	Nacional o extranjera	
	En cuanto a su conversión en acciones	Convertibles o no en acciones	

¹ Villegas, Manual de Sociedades Comerciales, Tomo II, 1997 pág. 335

	En cuanto a su conversión en acciones	Convertibles o no en acciones	
	En cuanto a la garantía	Con garantía flotante	Tienen el respaldo de todos los bienes y derechos de la sociedad emisora
		Con garantía especial	Con garantía de inmuebles y otros bienes susceptibles de hipoteca (barcos de + 10 ton, aeronaves, minas)
		Con garantía común	Sin garantía flotante ni especial
Procedimiento (arts. 338 y 339)	Contrato	La sociedad emisora	Celebra un contrato con el banco – contrato de fideicomiso
		Forma por instrumento público	Se inscribe en el Reg.Pub.de Com.
	Banco	Debe colocar los debentures	Actúa hasta la asamblea de debenturistas – puede designar otro fiduciario

Una característica sobresaliente de este título está delineada por la L.S.C., la cual exige que para la colocación de los debentures se debe contratar con un banco fiduciario que asumirá la representación de los debenturistas. Esta exigencia rige sólo durante el período de emisión y suscripción de los debentures. Posteriormente, la asamblea de debenturistas puede designar a cualquier persona, siempre que no esté afectada por las causales de inhabilidad e incompatibilidad previstas en la ley (art. 341 y 342). Pueden ser uno o varios los fiduciarios.

“Las **obligaciones negociables** constituyen una de las diversas formas de contraer deudas instrumentadas mediante la emisión de títulos valores emitidos en masa o en serie, lo cual permite fraccionar la deuda del emisor que motivó su emisión, facilitando así su colocación”². Son títulos valores emitidos por una compañía o ente autorizado, representativos de un empréstito a corto, mediano o largo plazo, comúnmente en forma escritural, que confieren al titular el derecho de reembolso de un capital y una renta, conforme a las condiciones de emisión. Se deben emitir en forma nominativa, de acuerdo con la ley 24.587

Son una alternativa de inversión que actualmente ofrece el mercado de capitales de la República Argentina, en el cual confluyen los ahorros del público, utilizados para financiar inversiones de mediano y largo plazo. En la década del 90 representaron una herramienta eficaz que brindó al sector privado una interesante alternativa de financiación. En general es fundamental la seriedad y la trayectoria de las empresas para que los inversores opten por ellas.

² Raquel Traiman, Derecho Privado Económico, Buenos Aires, 2000. Pág. 180.

Es muy atractiva para el mercado la inserción de este tipo de obligaciones, ya que pueden adaptarse a diversas clases de actividades económicas y aún emitirse a través de cámaras empresarias o asociaciones.

Las empresas deben considerarlas como herramientas muy útiles en su evolución y desarrollo, ya que son un recurso intermedio para su financiación entre el capital de crédito, proveniente de entidades financieras, y el autofinanciamiento.

Las partes intervinientes en la concreción de las obligaciones son el **emisor** y el **obligacionista**. Entre ellas existe un contrato de mutuo o préstamo regido por las normas legales ya mencionadas y supletoriamente por el Código Civil o el Código de Comercio, según que la emisora revista o no la calidad de comerciante, y que la correspondiente emisión constituya o no un acto de comercio. Así, las obligaciones negociables emitidas por sociedades por acciones (art. 384, ley 19.550) y cooperativas (art. 118, ley 20.337) se rigen por las reglas del mutuo comercial (arts. 558 y ss., Cód. de Comercio), mientras que las emitidas por asociaciones civiles y entidades estatales lo hacen en principio por el Código Civil (arts. 2240 y ss.)

El mutuo es un contrato que se perfecciona con la entrega de la cosa objeto del contrato, y en el caso de las obligaciones negociables se perfecciona con el pago de la suscripción, es decir, con la entrega del dinero por parte del suscriptor a la emisora. Asimismo, es formal, ya que el art. 10 de la ley 23.576 exige la instrumentación del acto de emisión y su inscripción en el Registro Público de Comercio.

Podemos presentar las **principales características** de las **obligaciones negociables** en el cuadro siguiente, siguiendo a Porto³:

Concepto	Son títulos valores representativos de deuda, emitidos en masa por empresas que necesitan financiación de corto, mediano o largo plazo	
Sujetos	Emisores u obligados	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Sociedades Anónimas ➤ Sociedades en Comandita por Acciones ➤ Sucursales de Sociedades por Acciones constituidas en el extranjero ➤ Cooperativas ➤ Asociaciones Civiles ➤ Entidades Financieras <ul style="list-style-type: none"> a) Bancos de Inversión b) Bancos Comerciales c) Bancos Hipotecarios con autorización del BCRA d) Compañías Financieras con autorización del BCRA
	Tenedores o acreedores	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Inversores individuales: personas físicas o jurídicas ➤ Inversores institucionales: AFJP, Fondos Comunes de Inversión, Compañías de Seguro, etc.
	Sociedades Calificadoras de Riesgo (SCR)	<p>Son sociedades anónimas, constituidas con el objeto social exclusivo de calificar títulos valores u otros riesgos, aprobadas por la CNV.</p> <p>Su participación es obligatoria para calificar ON que quieran tener oferta pública.</p>

³ Jose Manuel Porto, Alternativas de financiación e Inversión, Ed. Omar Buyati, Bs.As., 2000, pa'g. 191 y sig.

Objeto	Destino de los fondos	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Inversión en activos fijos ➤ Capital de trabajo ➤ Refinanciación de pasivos ➤ Otorgamiento de préstamos personales e hipotecarios (entidades financieras)
Modalidades de emisión	Moneda	➤ Nacional o extranjera
	Tipos	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Simple los tenedores tienen derecho exclusivamente al cobro de los intereses pactados y a la amortización del capital nominal del bono. ➤ Convertibles: el inversor tiene derecho a los beneficios del bono simple mas una opción de compra (call) de acciones de la sociedad emisora, que podrá ejercer o no. Solo podrán emitir este tipo de obligaciones, las Sociedades por Acciones ➤ Con cláusula de reembolso: La cláusula call provision, otorga al emisor la opción de comprar su propio instrumento, según un precio especificado, antes del vencimiento establecido en el contrato.
	Intereses:	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Tasa fija: se estipula una tasa fija para toda la operación ➤ Tasa variable: <ul style="list-style-type: none"> a) distintas tasas fijas para distintos períodos b) una tasa testigo local (BAIBOR=Bs.Aires Interbanks Offered Rate) o internacional (LIBOR=London Interbank Offered Rate): ajustándose el devengamiento y/o pago de intereses, según el valor de la tasa base, generalmente en períodos semestrales. ➤ Mixta: Un porcentaje anual fijo más una tasa variable, ej. LIBOR + 2 puntos porcentuales anuales. ➤ Ajustables: Pueden contener cláusulas de reajuste de capital, con mas intereses –por Ley de Convertibilidad de 1991, se prohibió todo tipo de ajuste de capital. ➤ Cupón cero: Al momento de comprar la obligación emitida, se paga un valor menor al monto nominal a cobrar al vencimiento. Ese descuento representa una tasa de interés implícita, y es fijada por el inversor en función de la oferta y demanda de mercado, para ese tipo de deuda, plazo y riesgo.
Capital	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Amortizaciones parciales: se cancela el principal en pagos periódicos, generalmente de igual porcentaje. Pueden tener períodos de gracia ➤ Amortización total: se realizan pagos periódicos de intereses y una amortización única al vencimiento (sistema americano de amortización). A estos bonos de reembolso único se los conoce como Bullet Bonds. 	

	Forma de colocación	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Por oferta privada: se contactan directamente, o través del underwriter, emisores e inversores, sin efectuar oferta pública. ➤ Por oferta pública: cumpliendo los requisitos de la Ley 17.811 y las normas de la CNV, entre los cuales figura la exigencia de contar con dos calificadoras de riesgo, emitidas por SCR distintas e independientes, antes de autorizar su oferta pública.
	En cuanto a la garantía	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Flotante: avaladas con derechos reales sobre bienes muebles ➤ Hipotecaria: avaladas con derechos reales sobre bienes inmuebles (Mortgage-Backed-Bonds) ➤ Común: con el aval quirografario del patrimonio de la empresa emisora. ➤ Bancaria: entidades financieras actúan como avalistas de empresas emisoras. ➤ Otro tipo de avales: cualquiera que se estipule. Ej.: flujos de fondos derivados de un contrato de servicios local o de exportación, etc
	Clases de emisión	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Pueden emitirse de diversas clases, con derechos diferentes; dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos. ➤ Pueden dividirse en series. No pueden emitirse nuevas series de la misma clase, mientras las anteriores no estén totalmente suscriptas.
Otros conceptos	Plazo	El plazo mínimo de amortización no puede ser inferior a 30 días. No existen plazos máximos. El plazo máximo lo determina del mercado.
	Costo	El costo total estará conformado por: 1. Costo de emisión: Dentro de este grupo ubicamos todos los costos correspondientes a la autorización, preparación de las láminas, comisiones del underwriter, publicidad, etc. 2. Costo de financiación: El costo financiero dependerá de la tasa libre de riesgo, más el riesgo inherente al país y al emisor del título. Se deberá evaluar el costo adicional de una garantía, contra la mejor calificación del título, y una menor tasa demandada por los inversores.

Los obligacionistas poseen los siguientes **derechos**:

- A que la emisora les pague la renta comprometida a la fecha de su vencimiento.
- Al reembolso del capital, en la moneda de pago y en las fechas comprometidas.
- A solicitar la convocatoria a la asamblea en los casos en que no la convoquen el directorio o síndico de la emisora. La puede pedir el fiduciario, en su caso, u obligacionistas que representen el cinco por ciento del monto de la emisión (art. 14, ley 23.576)

Respecto de las **garantías** de las obligaciones negociables, o sea, de las seguridades que la emisora otorga a todas las obligaciones de una misma clase, serie o emisión, podemos decir que en general consisten en el pago del capital e intereses en tiempo oportuno, y además, para las obligaciones convertibles, en el cumplimiento de la obligación de conversión accesoria a la deuda.

Las **principales diferencias** con los **debentures** son:

- Pueden ser emitidas además por cooperativas y asociaciones civiles y sociedades de empresas extranjeras.
- Pueden llevar garantías adicionales de terceros, comúnmente de bancos u otras entidades financieras.
- No es obligatoria la contratación de fiduciario.
- Tienen un tratamiento impositivo especial, desgravado de Ganancias y del IVA cuando se colocan por oferta pública.

Las obligaciones negociables son un medio apto para superar los inconvenientes y dificultades de los debentures, que, como sabemos, habían caído en desuso por su costoso y lento procedimiento de emisión, y por las facultades de intervención de la administración de la sociedad conferidas por el fiduciario.

A esta altura parece interesante distinguir las obligaciones negociables de las **acciones**, ya que las primeras representan una deuda de la emisora y su titular es un acreedor sin participación alguna de ella, mientras que las segundas conforman una parte del capital social y consecuentemente le otorgan a su titular el carácter de socio.

1.2 Diferencia entre obligaciones simples y convertibles

“Las **obligaciones simples** son aquellas que representan un emisor, liso y llano, contraído por la emisora frente a los obligacionistas; por lo tanto, no mediando incumplimiento de partes, sólo otorgan al obligacionista derecho de reembolso del capital y, en su caso, al pago de intereses conforme a las condiciones de emisión. En cambio, las **obligaciones convertibles**, además de otorgar al obligacionista la calidad de acreedor de la emisora, le conceden la opción de dar por cancelada la deuda antes de su vencimiento mediante la suscripción de acciones de la emisora a un precio predeterminado o determinable mediante un procedimiento establecido en las condiciones de emisión.”⁴

El art. 5 aclara que sólo las sociedades por acciones pueden emitir obligaciones convertibles. Esta conversión sólo puede ser en acciones de la emisora y el derecho de conversión constituye una opción exclusivamente ejercitable por el obligacionista. De esta manera se ofrece la posibilidad de pasar de acreedor de la emisora a socio, conforme al ejercicio de la opción contenida en el caso de que el título sea convertible.

Estas obligaciones son susceptibles de rescate, mediante su compra por la emisora, pudiendo ser el mismo voluntario u obligatorio, caso este que debe estar previsto en las condiciones de emisión.

Como menciona Bollini⁵, un bono convertible u obligación negociable convertible es aquel en el cual uno recibe un pago de interés pero figura en el mismo la posibilidad de

⁴ Raquel Traiman, op. Citado, pag. 185

⁵ Carlos Bollini, Operaciones bursátiles y extrabursátiles, Abeledo-Perrot, 1996, pag. 223

canjearlo por acciones de la misma compañía o de otra. Obviamente en dicho bono se especifica cuándo puede temporalmente convertirlo así como cuál será la relación de cambio entre éste y aquéllas. Es así que este instrumento, se entiende es requerido por otra cosa que no es el rendimiento. Veremos más adelante cuáles son las ventajas de este instrumento que permiten captar la atención de los inversionistas.

Otra diferencia entre ambos instrumentos consiste en el órgano que toma la decisión. En las sociedades por acciones y cooperativas, la emisión de obligaciones negociables no requiere autorización de los estatutos y puede decidirse por asamblea ordinaria. En cambio, cuando se trate de obligaciones convertibles en acciones, la emisión compete a la extraordinaria, salvo en las sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones, que pueden decidirla en todos los casos por asamblea ordinaria.

2. Modalidades de obligaciones convertibles

Podemos mencionar, siguiendo a Apreda⁶ que en general hay tres tipos de obligaciones convertibles:

- **Acción preferida convertible:** incluye un par de instrumentos, la acción misma y una opción de compra de acciones ordinarias, para vencimiento, cantidad y precios acordados en el contrato. Se suele estipular una fecha a partir de la cual, se podrá ejercer el derecho de la opción.
- **Bono convertible (u obligación negociable convertible):** incluye un par de instrumentos: un bono y un call sobre determinado número de acciones ordinarias, para vencimiento, cantidad y precios acordado por contrato. Poseen las mismas consideraciones para el período de ejercicio que en las acciones preferidas.
- **Warrants o derechos de suscripción:** es una opción para comprar cierto número de acciones ordinarias para vencimiento, cantidad y precios establecidos por contrato.

Tipo de obligación convertible	Instrumento incluido		
	Acción	Bono	Opción de compra de acciones
Acción preferida convertibles	Sí		Sí
Bono convertible:		Sí	Sí
Warrants o derechos de suscripción			Sí

Podemos encontrar semejanzas entre los bonos y las acciones preferidas convertibles:

- Otorgamiento de ingresos periódicos ciertos, los servicios de interés.
- Liquidez, mediante la negociación de los títulos en el mercado secundario.
- Son pasivos del ente emisor y exigibles como derechos de acreedor
- Pueden ejercer el "call" sobre acciones ordinarias por similares mecanismos.

⁶ Apreda, Rodolfo, Obligaciones Negociables, Bonos y Opciones, Editorial Club de Estudio, BsAS, 1992, pag. 145

Podemos encontrar **diferencias** entre los bonos y las acciones preferidas convertibles:

- a) el vencimiento de los bonos es cierto y previsible, mientras que las acciones, en principio aseguran un flujo de dividendos permanentes sin vencimiento.
- b) Los bonos tienen servicios financieros ciertos (intereses) independientes de los rendimientos de la empresa. Las acciones preferidas, en cambio, están relacionadas con la gestión operativa de la empresa, y por lo tanto, por sus utilidades.
- c) Las acciones preferidas poseen propiedad en la empresa careciendo de voto, salvo supuestos especiales o mora en el pago de dividendos. Los bonos son títulos de deuda.
- d) Los bonos poseen menor riesgo que las acciones preferidas

El **warrant** es un derecho a comprar en un momento futuro un número determinado de acciones a un precio fijo. Es decir, es una colocación de calls en el mercado, de mediano y largo plazo. Es un derecho y no una obligación, dado que el inversor podrá optar por ejercitar dicho warrant (y comprar las acciones) o por no ejercitarlo, dejándolo vencer.

En cambio, la emisión de **bonos o acciones convertibles** implican captación de fondos con compensaciones periódicas (intereses o dividendos fijos), consistiendo verdaderos pasivos por haber recibido la empresa efectivos créditos. Desde el punto de vista contable, los bonos y acciones son cuentas de pasivo y los warrants se exponen en nota a los estados contables.

También podemos mencionar otras **diferencias** entre **bonos convertibles** y **warrants**:

- a) La emisión de warrants, al menos en Estados Unidos, son normalmente emitidos en forma privada, mientras que la mayor parte de los bonos convertibles se efectúan en oferta pública.
- b) El warrant es muy utilizado por las compañías americanas para compensar a sus altos directivos y para compensar con opciones a los underwriters de emisiones de deuda.
- c) Para el ejercicio del warrant se requiere efectivo, mientras que el bono se canjea. Difieren en el momento en que afectan al capital de trabajo de la empresa. Mientras en los bonos el dinero lo recibe al principio, en el warrant solo al momento de su ejercicio.

En la práctica se ofrecen **obligaciones con warrants** que si bien tiene cierto parecido con la **obligación convertible**, tiene algunas diferencias importantes:

- a) En la obligación convertible no se conoce en el momento de su emisión el precio al que se valorarán las acciones. En el warrant este precio sí está determinado.
- b) La obligación convertible es un único título (si el inversor acude a la conversión deja de ser obligacionista y se convierte en accionista). En las obligaciones con warrants será al mismo tiempo obligacionista y accionista luego de comprar acciones en efectivo.
- c) El paquete "bono más warrants" posee negociación independiente al poder vender uno de ellos por separado. En cambio una obligación convertible eso no es posible.

III. CARACTERISTICAS GENERALES DE LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES

1. Características generales de las obligaciones negociables convertibles

Desde un punto de vista económico las obligaciones negociables convertibles son instrumentos de naturaleza dual, debido a la presencia de los siguientes elementos:

- Un bono: título de renta semejante a las obligaciones simples. Le ofrece al inversor una rentabilidad determinada hasta su vencimiento.
- Una opción de compra de acciones: un call. El inversor podrá en cualquier momento o durante un período determinado optar por cambiar estas obligaciones por acciones de la empresa emisora de acuerdo a las condiciones especificadas previamente por el emisor.

A cambio de ofrecer esta posibilidad de conversión, las obligaciones convertibles ofrecen un tipo de interés inferior al de las obligaciones ordinarias. Las obligaciones convertibles, como el resto de las obligaciones, cotizan en el mercado.

Es importante destacar que una vez convertido en una acción común ésta no puede cambiarse por bonos o acciones preferidas. La posibilidad tiene que estar dada en el precio o en el término de colocación. En el momento de la conversión, la sociedad crea acciones nuevas que corresponden a un aumento de capital.

La característica más importante del bono u obligación convertible es que la opción de conversión es decisión del titular del activo y no de la sociedad emisora, de forma que sólo será ejercitada si el titular la considera deseable.

El total de los intereses a pagar en una emisión de obligaciones a largo plazo es una fracción considerable del importe total de la emisión, sobre todo cuando se trata de empresas relativamente nuevas, en fuerte expansión, pero con balances poco sólidos todavía. Estas empresas en crecimiento son las principales emisoras de obligaciones convertibles, que se emiten con un cupón reducido pero que permiten a los titulares convertir las obligaciones en acciones a un precio determinado y a un factor de conversión determinado. Veremos en el capítulo VI qué empresas argentinas actualmente tienen emitido este instrumento y cuál ha sido el destino de los fondos.

Puesto que la convertibilidad es permanente, los precios de los bonos convertibles reflejan en cualquier momento la subida de la acción subyacente a partir del momento en que el precio de la acción en el mercado supera el de conversión, por lo que muchos inversores realizan sus plusvalías vendiendo directamente el bono en el mercado en lugar de convertirlo en acciones. El ejemplo anterior asume que no hay una prima de conversión.

La obligación no reflejará las subidas de la acción subyacente hasta que el precio de la acción en el mercado no haya superado el precio de conversión. En el caso de desdoble de acciones cuyos emisores haya emitido también obligaciones convertibles, se ajustan los precios de conversión en función del desdoble.

Las obligaciones convertibles suelen representar riesgos mayores que otros tipos de obligaciones emitidas por el mismo emisor.

Desde el punto de vista del inversor, pueden equipararse a acciones (una vez superada la prima de conversión) con un "dividendo" ("el cupón de la obligación") asegurado y representan un riesgo menor que la propia acción, pues el cupón limita la posible

depreciación de la obligación al nivel en que resulte una inversión atractiva como obligación simple, obligación que el emisor deberá siempre amortizar a su vencimiento.

La existencia de diferentes clases de acciones y obligaciones permite definir un número amplio de **tipos de conversión**, como, por ejemplo, acciones ordinarias convertibles en acciones privilegiadas, acciones sin voto convertibles en acciones con voto, obligaciones de una clase o plazo convertibles en obligaciones de otra clase o plazo, etc. Sin embargo, entre todas las combinaciones posibles, la forma de conversión más conocida y utilizada es la conversión de obligaciones en acciones.

En las obligaciones negociables convertibles aparecen **distintos interesados** que deben armonizarse:

- los **obligacionistas** que son los acreedores sociales, titulares de un instrumento de renta, y titulares de una opción para convertir sus créditos en capital, que ejercerá cuando el precio de las acciones de la sociedad emisora aumente por la mejor estructura de capital que ésta consiga y el rendimiento de los proyectos o actividades a los que se destine el producido del empréstito.
- la **sociedad emisora**, generan la posibilidad de eliminar la deuda incrementando correlativamente el capital social sin desembolsos. Y a la cual le deben permitir ejercer otras operaciones sociales;
- los **accionistas** anteriores y posteriores a la emisión del instrumento convertible, a los cuales se les deben preservar sus derechos y la prevalencia del interés social.

Los **compradores** que intervienen sobre el mercado de las OC son diferentes. En primer lugar profesionales: gestores, en el sentido amplio, de fondos de acciones (búsqueda de una cierta seguridad), o de fondos de obligaciones que operan con la finalidad de obtener rendimientos superiores a los ofertados por una inversión obligacionista pura. También intervienen gestionan carteras de valores constituidas únicamente con OC. Es así que, por ejemplo, en Francia existen quince fondos dedicados exclusivamente a las OC y que gestionan más de 3 millares de Euros.¹

Por otro lado, como en todo mercado derivado, también existen arbitrajistas que retiran ventajas de las incoherencias entre las cotizaciones de las acciones y las de las OC. En un primer tiempo compran OC y a continuación venden las acciones correspondientes; su posición está enteramente cubierta y se resume en una inversión obligacionista y una compra gratuita de put. Sus ganancias se valorizan tanto más cuanto valor toma el put. Por último, intervienen sobre dicho mercado, ciertos particulares que desean constituir una cartera de valores en OC que sea menos arriesgada o volátil que la que proviene de una inversión directa en acciones.

2. Antecedentes históricos de las obligaciones convertibles.

2.1 Antecedentes mundiales y del derecho comparado

A pesar de una idea muy extendida, las Obligaciones Convertibles (O.C.) no son un producto innovador, ni siquiera reciente, procedente del mundo universitario anglosajón o de Wall Street. Fueron introducidas en Estados Unidos al final del siglo XIX por las empresas de ferrocarriles y de teléfonos para financiar su expansión.

¹ Página de web www.inverca.com/manuales/financieros

En los países de Europa Occidental se regulan distintas modalidades de obligaciones o títulos de renta convertibles. Sin embargo, se comenta que en los países anglosajones ha nacido la convertibilidad y a partir de allí se ha partido su expansión.

Estos sistemas de conversión fueron usados en general en períodos de depresión económica en Europa, en tanto que en Estados Unidos de Norteamérica y en Canadá el fenómeno se dio en todo tiempo, aun en épocas de auge. Con lo cual la situación económica no es un parámetro para inferir cuándo es conveniente la emisión de títulos convertibles, al menos no es una determinante absoluta e infalible.

Efectuaremos breves comentarios de lo acontecido en los principales países²:

Inglaterra	<p>Aparece el antecedente más lejano. Es el caso de la <i>London Water Company</i> compañía de la cual era accionista el rey Carlos I, quien convirtió sus acciones en obligaciones. Obsérvese que aquí la conversión se operó de acciones a obligaciones.</p> <p>En 1724, accionistas que representaban la mitad del capital de otra compañía, la <i>York Building Company</i>, convirtieron sus acciones en obligaciones.</p>
Alemania	<p>Las primeras obligaciones convertibles en acciones son del año 1924, y su finalidad fue atraer capitales norteamericanos.</p> <p>Después de la segunda contienda bélica mundial reaparecen con singular vigor con la finalidad de resucitar el mercado financiero.</p>
Estados Unidos de Norteamérica	<p>Objetivo: usados para reorganizar la estructura societaria de las emisoras.</p> <p>Evolución: tienen períodos de gran auge, unidos a los lapsos de florecimiento industrial que van de 1916 a 1920 y de 1924 a 1929. Las obligaciones convertibles son muy usadas tanto en épocas de crisis como de bonanza.</p> <p>Forma de uso: se suele dotar al título de <i>convertibilidad</i> para hacerlos más atractivos como una manera de dotarlas de <i>Marketability</i>. Otras veces la emisora si bien aspira a un aumento de su capital no siendo momento oportuno para hacerlo, entonces encara la emisión de un bono u obligación convertible, evitando quizás una baja en la cotización de sus acciones, y siempre que los estudios previos a la adopción de la decisión de emitir nuevas acciones u obligaciones indiquen que el mercado reaccionará produciendo una baja en el precio de las acciones o de alguna manera o por algún dato indiciario esa baja sea esperada.</p> <p>Razones del éxito: se debe en gran medida a la magnitud del mercado de capitales de ese país, a su buena organización, vastedad y fuerza como así también a la presencia de una clase inversora, agresiva y poco conservadora.</p> <p>Modalidades de emisión de títulos convertibles:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) títulos convertibles en acciones de la emisora o en acciones de una sociedad vinculada a la emisora –es decir del mismo grupo societario- 2) obligaciones a corto plazo convertibles en obligaciones a largo plazo; 3) conversión de acciones preferidas en acciones ordinarias; 4) conversión de acciones en obligaciones;

² La mayor parte de esta información proviene de la obra Alemandi-Bausela, Obligaciones Negociables Nuevo régimen jurídico Ley 23.962, Rubiza-Culzoni editores, 1999, Pág. 131 y sig.

	<p>5) obligaciones a las que se agrega un certificado en el que consta o se representa un contrato por el cual la emisora asume la obligación de vender al poseedor mismo, un cierto número de acciones y a un precio determinado.</p> <p>Instrumentos usados:</p> <p>a) Convertible Bonds: la conversión implica la desaparición del título original, el título de renta –la obligación-;</p> <p>b) Bonds with Stock Purchase Warrant: el Stock Purchase Warrant, que es el derecho de comprar acciones, no hace desaparecer la obligación a la que se vincula.</p>
Francia	<p>Historia:</p> <p>1953- Primera regulación</p> <p>1966- reproduce casi sin variantes la anterior, salvo en que autoriza la emisión indirecta, además de la directa que ya estaba presente en ley anterior.</p> <p>Características:</p> <p>Es admitida para las S.A., fijando la ley el procedimiento para tal emisión, quién la decide, la posibilidad legal de delegar ciertas facultades en el órgano de administración y la compatibilización con las normas relativas al derecho de suscripción preferente del aumento de capital que tienen quienes son accionistas al tiempo de la emisión del empréstito.</p> <p>La emisión de obligaciones por <u>vía indirecta</u> hace necesaria la intervención de un tercero que habrá de suscribir las acciones emitidas simultáneamente con los títulos de deuda, es decir con las obligaciones. Este tercero habrá de canjear las acciones cuando el obligacionista se lo requiera, todo conforme a lo que surja del compromiso. Uno o más bancos pueden actuar como suscriptor intermediario en la emisión de tipo indirecto de obligaciones convertibles en acciones.</p> <p>El banco (o los bancos) que actúen como terceros suscriptores perciben los dividendos en el lapso que se extiende des la emisión y hasta la conversión, ejercida por el obligacionista que haga uso de la opción de convertir. La conversión es opcional para el obligacionista. También es el banco el que percibe las reservas que se distribuyan o algún otro tipo de renta o intereses por las acciones suscriptas y obviamente antes del canje al obligacionista que ha convertido. Cobran remuneración por sus servicios.</p> <p>Las OC solo podían ser convertidas en acciones en fechas determinadas o durante cortos períodos de tiempo; más allá las OC conservaban el estatuto de obligaciones. Los inconvenientes pesaban tanto para el inversor, que no gozaba mas que de un período de tiempo muy corto para esperar transformar una deuda en fondos propios, como para los suscriptores que no podían retirar todas las ventajas de dicho producto.</p> <p>Por otro lado, la emisión de OC restringía considerablemente la vida social de las empresas, sobre todo porque para preservar el derecho preferencial de los obligacionistas, todos los aumentos de capital efectuados entre la fecha de la emisión y de la conversión tenían que fraccionarse entre accionistas y poseedores de OC. Además, en dicha época, el ajuste de la paridad debida por uno o varios aumentos de capital no estaba autorizado.</p>

	<p>1969, y su decreto de aplicación, para que el legislador se decida a flexibilizar el régimen de las OC para que puedan ser convertidas en cualquier momento y para que, en los supuestos de distribución o de aumento del capital el coeficiente de conversión sea ajustado. Desde entonces, las empresas francesas utilizaron a justo título, dicho medio para financiarse sobre el mercado. Recuperaron su retraso frente a las otras sociedades extranjeras cuya ley era más conciliadora, hasta tal punto que se sitúan en cabeza de los emisores europeos.</p> <p>En los años 80 vieron la luz varios productos basados sobre el principio de las convertibles, sobre todo las OCABSA (obligaciones convertibles con bono de suscripción de acción), formadas por una obligación convertible a la que está unido un bono de suscripción que abre derecho a adquirir una acción a un precio fijado de antemano, durante un período determinado; las ABSOC o acciones con bono de suscripción de obligación convertible; las ORA u obligaciones reembolsables en acciones, producto muy similar a la OC, cuyo reembolso se efectúa en acción en vez de numerario.</p> <p>En la década de los 90, las emisiones con un pequeño cupón sustituyeron a las con un cupón fuerte; lo que sigue vigente hoy día; y por último en el 99, las OCEANE (OC canjeables por acciones nuevas o existentes) hicieron su aparición y representan más de 35% de las emisiones.</p>
Suiza	Consagra el sistema indirecto de emisión de obligaciones convertibles. El tercero suscriptor –el banco- actúa por cuenta de la emisora, la que deberá retomar obligatoriamente, todas aquellas acciones que no sean requeridas por los obligacionistas, por no elegir éstos éstos la conversión.
Italia:	El Cód. Civ. de 1942 no regulaba la posibilidad de emisión de obligaciones convertibles en acciones, pero la doctrina y leyes posteriores han avalado su existencia en la práctica del mercado de capitales italianos.
España	<p>Las O.C. están reguladas en la Ley de Sociedades Anónimas.</p> <p>Los puntos legales más relevantes son:</p> <ul style="list-style-type: none"> - La emisión de O.C. ha de ser aprobada en Junta General de Accionistas. - No pueden emitirse O.C. por una cifra menor al valor nominal - No se puede convertir en acciones cuando el valor nominal de los bonos sea inferior al de las acciones. - Existe derecho preferente de suscripción para los accionistas y obligacionistas de anteriores emisiones de bonos convertibles.

El apogeo de las obligaciones convertibles lo disfrutaron las convertibles japonesas emitidas en el Euromercado en eurodólares durante la década de los 70. El alza de la Bolsa de Tokio hizo que los precios de los bonos convertibles llegaran a multiplicarse, pues muchos inversores no japoneses prefirieron invertir en dólares antes que en yenes en unos instrumentos que subían con la acción, pero que en caso de una bajada de la bolsa mantenían también un precio mínimo, que era el que correspondía a su calidad de obligación pura y simple. Además, al ser eurobonos, las convertibles japonesas en dólares estaban exentas de todo tipo de impuestos.

Hoy en día el principal mercado de obligaciones convertibles es el de los Estados Unidos, seguido por el Euromercado. En España, la obligación convertible tradicional ha

sido un sucedáneo bastante pobre de la convertible internacional, pues como hemos dicho limita considerablemente los periodos y los precios de conversión (que en el formato internacional son ilimitados).

2.2 Antecedentes en Argentina

A fines de la década del 80, se fue dando una tendencia muy marcada hacia el reemplazo de los créditos directos de las entidades financieras a las empresas privadas, por emisiones de títulos de deuda negociables en los mercados internacionales. Paralelamente, las modalidades de emisión se adaptaban rápidamente a las nuevas exigencias y se observaba imaginación para crear nuevas formas de títulos de deuda (simples, convertibles en acciones, canjeables, con participación en las ganancias, con derechos de suscripción de acciones de la misma sociedad, ajustables, con cupón cero, etc.)

Sin embargo, el mercado de obligaciones estaba extinguido en la Argentina. Las causas de esta situación eran diversas. Por un lado nos encontrábamos con una crisis económica-financiera, el retroceso de la inversión privada, la inflación y el endeudamiento público interno y externo importantes. Por el otro teníamos una gran falta de adaptación de las modalidades de títulos de deuda expresamente legisladas, que eran los debentures (Ley 19.550) y los bonos nominativos convertibles (Ley 19.060).

Habían sido escasas las emisiones de debentures y ninguna se había negociado en bolsa. Tampoco habían tenido aceptación los bonos creados por la Ley 19.060.

Por tal motivo era necesario crear nuevos instrumentos para apuntalar y desarrollar el mercado de títulos de deuda. Es así que la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la Comisión Nacional de Valores redactaron conjuntamente en 1983 un proyecto de ley de obligaciones negociables, simples y convertibles en acciones intentando superar los inconvenientes de la legislación vigente, con el objetivo de ofrecer una regulación abierta a diversas modalidades de negocios.

Dado que se estimaba que se demorarían las resoluciones legislativas, buscó explorar las posibilidades que ofrecían las normas del Código de Comercio para inventar títulos legalmente "atípicos", es decir no previstos expresamente. Con ese fin, la Comisión Nacional de Valores dictó la Resolución General N° 85/83 y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires las Resoluciones 13/83 y 13/84, a las que se sumó la Comunicación "A" 984 del Banco Central de la República Argentina (10/2/87).

Sin embargo, existieron varios factores que actuaron en contra para su desarrollo, como ser entre otros la inequidad fiscal frente a los títulos públicos, que se emitían al portador y estaban exentos de impuestos que gravan los valores privados.

Al mismo tiempo, el Proyecto de Ley de Obligaciones Negociables (L.O.N.) siguió su curso y se convirtió en ley. Ella permite que puedan emitir acciones negociables las sociedades por acciones, las cooperativas y las asociaciones civiles (se agrego luego a las sociedades de empresas extranjeras). Las obligaciones podrán ser simples en todos los casos y convertibles en acciones cuando sean emitidas por sociedades cuyo capital se represente de esa forma. Estas modalidades de obligaciones son las que estudiaremos en el resto del trabajo, y en el punto 3 siguiente las principales consideraciones de la ley.

En particular, las obligaciones negociables convertibles eran una modalidad inexplorada en nuestro mercado, si bien su técnica era en muchos aspectos similar a la de acciones preferibles convertibles en ordinarias. En los últimos tiempos, había cobrado

significación en numerosos países en los que antes no estaban difundidas. Veremos qué títulos están vigentes en nuestro país en el capítulo VI.

3. Regimen argentino. Consideraciones generales

En nuestro país, ya lo hemos dicho, gozaban del carácter de convertibilidad los bonos la ley 19.060/71, y aún siguen vigentes los debentures convertibles en acciones que regula la L.S.C.

A más de estos dos mencionados, la L.O.N. (Ley 23.576), regula la posibilidad de emisión de un título convertible.

Varios artículos de la citada norma se ocupan de ellas, así los artículos 5°, 6°, 11, 12, 17, 18, 19, 20 al 27 inclusive tienen aplicación en las obligaciones negociables convertibles.

Adjuntamos un esquema sintético de la regulación legal³:

- a) Se aplican los artículos 5°, 6°, 11, 12, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23 y 24 de la O.N.
- La decisión de emitir obligaciones negociables convertibles implica la de aumentar el capital social
- b) Decisión de la emisión
 - Asamblea extraordinaria (art.235, ss.y concs., L.S.C.)
 - Asamblea ordinaria : cuando la sociedad emisora hace oferta pública de sus acciones (arts. 234 y concs, L.S.C.)
 - c) Derechos de los accionistas al tiempo de decidirse la emisión de obligaciones negociables convertibles
 - Suscripción preferente } (art. 194 a 196, L.S.C.)
 - Acrecer }
 - Receso (art.245, L.S.C.)
 - d) Derecho de suscripción preferente y de acrecer de los accionistas
 - Supresión {
 - Del derecho de suscripción preferente (caso del art. 197, inc.2°,L.S.C.)
 - Del derecho de acrecer y limitación del derecho de preferencia (a 15 días) cuando haya underwriting resuelto por asamblea extraordinaria (art. 12 L.O.N.)
 - Del derecho de preferencia cuando haya underwriting resuelto por asamblea extraordinaria, voto favorable de por lo menos el 50% del capital suscrito con derecho a opción y no más del 5% de votos en contra de dicho capital (art. 12 L.O.N.)
 - e) Epoca de conversión (art.18,L.O.N.)
 - Permanente
 - En época o fecha determinada
 - f) Notificación de la conversión (art.20,L.O.N.)
 - g) Comunicación al Registro Público de Comercio y a la autoridad de control (art 21, L.O.N.)
 - h) Protección de los obligacionistas convertibles (art. 22, L.O.N.)
 - i) Protección de los obligacionistas convertibles pendiente la conversión (arts. 23, 24, 25, 26, 27 y concs., L.O.N.)

³ Alemandi-Bausela, ob. cit., Pág. 144

a) Conversión

En el artículo 5°, la ley establece una norma reguladora de los derechos de los obligaciones negociables convertibles en acciones. Así, se establece que el valor de conversión y su reajuste no pueden establecerse de tal manera que la conversión perjudique la integridad del valor nominal del capital social.

En tanto que en el artículo 6°, siempre para el caso de títulos convertibles, se pauta que la conversión habrá de ajustarse en su caso, a los requisitos y limitaciones que para las inversiones extranjeras establezca la ley específica.

Esto refiere a la conversión en el caso de extranjeros, e inclusive lo atinente a remisión de dividendos, entrada y salida del país –que es libre conforme al tercer párrafo del artículo 4°-, transferencia, y en definitiva a las distintas alternativas del título en tanto sea un instrumento de inversión extranjera.

b) Decisión de emisión

El artículo 9° establece una diferencia con las obligaciones simples: la emisión de las convertibles compete a la asamblea extraordinaria, salvo en el caso de sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones, que pueden decidirla por asamblea ordinaria.

Conforme el artículo 17, la resolución que decida la emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones simultáneamente implica la decisión de aumentar el capital social en proporción necesaria para atender a los futuros pedidos de conversión.

Se puede delegar en el órgano de administración: la fijación de la época de emisión; precio de colocación; forma y condiciones de pago, tasa de interés y valor de conversión, indicando las pautas y límites al efecto. Las facultades delegadas deben ejercerse dentro de los dos años de celebrada la asamblea respectiva.

c) Derecho de los accionistas al tiempo de la emisión

Los accionistas de la emisora, conforme el art. 17, carecen del derecho de suscripción preferente sobre las acciones que se emitan por el aumento de capital operado al emitirse obligaciones negociables convertibles en acciones.

Aquí se nota la incidencia de la ley 23.576 sobre la legislación de la 19.550, y concretamente sobre los derechos de quienes ya son accionistas al tiempo de decidirse el aumento. Cede el derecho de suscripción preferente y por ende es también inaplicable el derecho de acrecer. Esto es así porque ya tuvieron la posibilidad de ejercerlo cuando la asamblea extraordinaria decidió la emisión de estos títulos convertibles.

De todas maneras la ley 23.576 busca guardar un adecuado equilibrio entre estos derechos de los socios, en principio inalienables, que sólo podrían ser desplazados en los excepcionales supuestos del artículo 197 de la L.S.C. y los derechos de aquellos titulares de obligaciones negociables convertibles en acciones.

Por ello el artículo 11 establece que son aplicables los artículos 194 a 196 de la ley societaria, y dispone que los accionistas que posean derecho a suscripción preferente y de acrecer en la suscripción de nuevas acciones pueden ejercerlos en la suscripción de obligaciones convertibles. O sea que, primero, podrán suscribir los que son accionistas al momento de la emisión de estas obligaciones convertibles. Pero en el caso que un accionista no pueda o no quiera suscribir dichos instrumentos, la ley le posibilita a los accionistas disconformes ejercer el derecho de recesso, vale decir que si hay un encuadramiento, en lo referente a plazos y requisitos de ejercicio, conforme el artículo 245 de la L.S.C. podrán

receder, es decir, “retirarse de la sociedad con reembolos de su participación social”. No existe la posibilidad de receder en las sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones y en los supuestos del artículo 12.

Si no recedieron aquí, en este momento, tal cual lo fija el artículo 17 ya comentado, no podrán hacerlo luego.

De esta forma se busca equilibrar los derechos de quienes son accionistas con los de los que se posicionan en títulos convertibles miran hacia la eventualidad de que se altere el control político de la emisora, por la incorporación de nuevos socios por vía de conversión.

d) Supuestos de supresión o de limitación temporal al derecho de preferencia de los accionistas

En el art. 12 podemos mencionar los siguientes casos:

1) Una asamblea extraordinaria puede suprimir el derecho de suscripción preferente de obligaciones convertibles por parte de los socios en el caso-ya mencionado más arriba- del artículo 197, inciso 2° de la L.S. C., es decir, cuando las obligaciones negociables convertibles se integren con aportes en especie o se den en pago de obligaciones preexistentes.

2) También la asamblea extraordinaria podrá suprimir el derecho de acrecer y limitar a no menos de 15 días el plazo para ejercer el derecho de suscripción preferente en el caso de que la emisora haya recurrido al underwriting. La ley establece “cuando la sociedad celebre un convenio de colocación en firme con un agente intermediario, para su posterior distribución entre el público”.

3) El último supuesto de supresión del derecho de preferencia se configura, también cuando la emisora haya celebrado un contrato de underwriting, y la decisión de supresión la haya tomado una asamblea extraordinaria, con el voto favorable de por lo menos el 50% del capital suscrito con derecho a opción y no existan votos en contra que superen el 5% de dicho; es decir, para este supuesto de máxima o sea de supresión y no sólo de reducción de plazo de ejercicio del derecho de suscripción preferente, se necesita una mayoría calificada y arduar.

e) Epoca de la conversión

El **artículo 18** establece que las obligaciones negociables en acciones podrá estipularse en las condiciones de emisión, básicamente en dos modalidades:

1- Conversión permanente: en todo tiempo a partir de la suscripción o desde cierto plazo o fecha, y

2- Conversión en una época o fecha determinada.

La primera modalidad podrá suspenderse para facilitar operaciones de fusión, escisión o aumento de capital y por el término máximo de 3 meses.

El inversor prefiere normalmente la convertibilidad en todo momento, dado que si debiera elegir solo al vencimiento puede ser que la conversión a esa fecha no sea muy conveniente.

Las emisoras ciertas veces prefieren la modalidad de conversión solo al vencimiento debido a que desea contar con una estructura de capital estable por determinado tiempo, para beneficiar a los accionistas actuales por preveer ganancias importantes en el futuro cercano. También pueden tener el deseo de beneficiarse con el descuento impositivo que genere el pago de intereses a los obligacionistas. En estos casos fijan el período de conversión en fecha posterior a los pagos de intereses, limitando así por un tiempo la conversión.

Es de considerar que la emisora tiene otra alternativa para lograr que los tenedoras no efectúen conversiones en tan poco tiempo, como por ejemplo establecer un alto precio de conversión.

f) Notificación de la conversión

El **artículo 20** dispone que el obligacionista que ejerza la conversión será considerado socio –accionista- desde que notifique a la emisora su decisión de convertir. La notificación habrá de realizarse por un medio fehaciente. A falta de ejemplificación legal, podría ser carta documento, telegrama colacionado o actuación notarial. Dentro de los 30 días la sociedad deberá entregarle las acciones que la correspondan (hasta este momento eran acciones subyacentes) o certificados provisorios, negociables y divisibles.

El ejercicio del derecho de convertir es individual, es decir, el propio obligacionista decide la conversión. De esta manera no se permite la decisión de convertir se adopte en asamblea de obligacionistas para evitar ciertas situaciones abusivas por parte de las mayorías.

“La autorización de oferta pública o cotización de ON convertibles emitidas por sociedades cuyo capital esté 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.

Si la sociedad emisora no está admitida a la oferta pública o cotización de sus acciones y obtiene tal autorización para las obligaciones convertibles, debe cumplir los trámites para la inscripción de su capital en tales regímenes con anterioridad al inicio del período de conversión. Si no lo hace o si la solicitud es denegada, los titulares de ON convertibles tienen opción para pedir el reembolso anticipado, o la conversión y el ejercicio simultáneo del derecho de receso.”⁴

g) Comunicación al Registro Público de Comercio y a la autoridad de control

Al cierre del período de conversión o trimestralmente, cuando la conversión fuere en todo tiempo, el directorio comunicará a la autoridad de control y al Registro Público de Comercio para su inscripción, el monto de las emisiones y el consecuente aumento de capital, los que constarán en un acta.

El **artículo 21** continúa estipulando que si las acciones fueren admitidas a la oferta pública, la comunicación se hará en los plazos y con los requisitos que establezcan las reglamentaciones específicas.

Para mayor detalle de los trámites relacionados con la oferta pública y cotización en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se aconseja al lector ir al Apéndice 1.

h) Protección a los tenedores de obligaciones negociables convertibles

Está regulado en el primer párrafo del **artículo 22** que los títulos convertibles colocados por la oferta pública y se encuentre cotizando, y siendo que la emisora tenga su propio capital inscripto en estos regímenes –es decir oferta pública y cotización- el obligacionista que convierta, goza del derecho de que se le entreguen acciones que estén dotadas de esas autorizaciones.

Asimismo en la segunda parte del mismo artículo se otorga al titular de obligaciones negociables convertibles, la opción de pedir el reembolso anticipado, o la conversión y el

⁴ Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Obligaciones Negociables Convertibles: Requisitos para la oferta pública y cotización en Bolsa, Marzo de 1999, pág 3

ejercicio simultáneo del derecho de receso cuando la emisora no estuviere admitida a la oferta pública o cotización de sus acciones y si obtuviera esas autorizaciones para sus obligaciones negociables convertibles, y no gestionarse (o la solicitud le fuere denegada) la inscripción de su capital previamente al inicio del período de conversión.

i) Protección de los de los tenedores de obligaciones negociables convertibles pendiente la conversión.

En este punto veremos que la ley 23.576 se ocupa de proteger a los tenedores de obligaciones negociables convertibles, entregándole distintos derechos, tales como: la **conversión anticipada, conformidad de asamblea de tenedores de esos títulos, reajuste del valor de conversión y derecho de ser garantizados o reembolsado**. Estos derechos que se ponen en marcha cuando aparecen algunos de los supuestos expresos que la misma disposición legal fija para su ejercicio.

- En el **artículo 23** se establecen pautas reguladoras de los derechos de los inversionistas en lo referente a nuevas o posteriores emisiones de obligaciones o debentures convertibles, y aún cuando esté pendiente la conversión de las obligaciones ya emitidas. Se debe haber previsto en las condiciones de la nueva emisión, alternativamente lo siguiente: 1) derecho de preferencia a los obligacionistas en los mismos casos, plazos y condiciones en que se otorga a los accionistas, y 2) el reajuste del valor de conversión, de acuerdo a la fórmula que se establezca al efecto.

Para el primer caso mencionado en el párrafo anterior, conforme el **artículo 24**, se requiere la conformidad de la asamblea de tenedores de obligaciones convertibles. Esta aprobación se exige por ser un derecho que forma parte del status del inversor que la ley le reconoce.

- La ley en el **artículo 25** lista, aunque sólo simplificativamente, ciertas modificaciones o situaciones de la emisora que generen reajustes del valor de conversión para adecuar la participación del obligacionista a la nueva realidad de la sociedad. Así, se requiere tal reajuste en los siguientes casos: 1) modificación del valor nominal de las acciones; 2) reducción obligatoria del capital; 3) capitalización de utilidades; 4) capitalización de reservas; 5) ajustes contables u otras operaciones sociales por las que se entreguen acciones liberadas.

En estos casos se altera el valor de conversión porque se modifica la cantidad de acciones, mientras que los mencionados en el artículo siguiente son por la modificación del capital.

- El **artículo 26** enumera ciertas contingencias que requieren la previa conformidad de la asamblea de los tenedores de obligaciones negociables y otorgan derecho de conversión anticipada. Estas son: 1) amortización o reducción voluntaria de capital; 2) modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades; 3) adjudicación de valores en cartera, y 4) distribución en efectivo de reservas u otros de fondos especiales inscriptos en el balance, excluidas las reservas formadas para el pago de dividendos ordinarios.

Para aquellas sociedades que coticen sus acciones en bolsa, puede preverse en las condiciones de emisión de las obligaciones, el reajuste del valor de conversión por esas distribuciones y si es así, no es aplicable la exigencia de conformidad previa de la asamblea de obligaciones convertibles, y no aparece tampoco el derecho de conversión anticipada. Esto sería así porque ya aceptaron suscribir las obligaciones con esas condiciones.

- La fusión o escisión de la emisora de obligaciones negociables convertibles requiere conformidad de la asamblea de los tenedores de las mismas. Los ausente y disidentes tienen

derecho a ser garantizados o reembolsados, conforme el artículo 83 de la ley 19.550 (t.o. 1984). Esta disposición, regulada en el **artículo 27**, establece también que el derecho de ser garantizados o reembolsados se aplica igualmente a los tenedores de obligaciones negociables simples.

Aprobada la operación por la correspondiente asamblea, las obligaciones negociables serán convertibles en acciones de la nueva sociedad, de la escindida o de la incorporante, según corresponda. Deberá corregirse el valor de conversión, en función de la relación fusión o escisión.

- Otra vicisitud a tener en cuenta en la vida de la emisora es su disolución antes del vencimiento de los plazos convenidos para la conversión. Si este supuesto sucede, los tenedores de obligaciones negociables convertibles pueden optar por la conversión anticipada, tal cual lo prescribe el **artículo 19**.

- En los supuestos de transferencia del domicilio al extranjero, cambio fundamental del objeto y transformación de la sociedad, los obligacionistas tienen el derecho de receso, en la forma y plazo previsto para los accionistas ausentes en la asamblea.

4. Ventajas y limitaciones de las obligaciones convertibles.

a) Ventajas para el emisor

- Entre otras, el emisor ofrece normalmente un costo de financiación más bajo medido por **tipo de interés inferior** al procurado por una obligación clásica con la misma duración, como una obligación negociable común. La reducción de la tasa procede porque se otorga el derecho a los portadores de obligaciones convertibles (OC) de convertirlas en acciones en cualquier momento, o a una fecha determinada, a un precio estipulado en las condiciones de emisión. Dicho derecho (“call portador”) siempre tiene un valor positivo más o menos elevado en función, por un lado, de la duración del período de ejercicio, y por otro, de que el valor de la OC esté más o menos cercana del valor límite inferior actuarial de la OC. En cierta manera, la diferencia de rendimiento entre una OC y una obligación clásica se origina por el valor del “call portador”.
- “Implican la posibilidad de **cancelar la deuda aumentando correlativamente el capital** social sin desembolsos. Tomada la decisión de emitir obligaciones convertibles, para ella, el comportamiento favorable del mercado accionario le representará un beneficio directo, por la incorporación de nuevos accionistas que hayan convertido sus obligaciones.”⁵ De esta manera este instrumento es asimilable a una eventual ampliación de capital diferida. “Debido a ello, las empresas de mayor envergadura (Axa, PPR, Vivendi, France Télécom...) han recurrido a emisiones de OC con la finalidad de procurarse capitales. Hay que señalar sin embargo que las ventajas procuradas por dicho tipo de producto no permiten afirmar que « domina » a todos los otros activos financieros; tanto es así que las empresas también recurren al mercado por medio de empréstitos clásicos (obligación) o por aumentos de capital en numerario.”⁶
- Pueden obtener financiamiento de inversores extranjeros, con libre entrada y salida del país de las O.N., como también abonar los servicios de amortización y renta en otras plazas del exterior.

⁵ Julio Macchi y otros, La inversión bursátil, Editorial Tesis, Buenos Aires

⁶ Página de internet www.financefi.co (página de Francia)

- Cualquier empresa que cotice en Bolsa, puede hacer oferta pública de las O.N., lo que permite la colocación de los títulos en el Mercado Bursátil o Extrabursátil.
- Tiene la posibilidad de emitir los títulos con cláusula de rescate anticipado, lo que la asegura contra futuras fluctuaciones del mercado.
- Se produce una menor dilución de las reservas, que si hubiese emitido acciones mediante una ampliación de capital. A las obligaciones convertibles también se les llama capital propio diferido.
- La empresa siempre va a fijar un precio de conversión superior a la cotización de las acciones.
- Ventajas impositivas: Ver punto 5. Tratamiento tributario argentino.

b) Ventajas para el inversor

- Es un título financiero que ofreciéndole unas características muy similares a las que ofrece un título de renta fija, además, deja abierta la posibilidad de poder convertirlo en un título de renta variable.
- Combina la seguridad de la inversión en renta fija con el potencial de revalorización del precio de la acción. Este potencial puede, además, ser materializado por parte del titular del bono a través de la venta del mismo, sin tener que acceder a la conversión. A su vez, el convertible garantiza al inversor la protección que los bonos ofrecen en los mercados bajistas.
- Para los grandes inversores, la ventaja radica en la posibilidad de obtener mayor rendimiento al adquirir el título como suscriptor primario, con menor precio de entrada – compra bajo la par-
- Facilidad para entrar y salir libremente del país con las O.N., como también cobrar sus dividendos en el exterior.
- Posibilidad de adquirir acciones de la empresa emisora, a mejor precio, a través de O.N. convertibles.
- Configuran un instrumento de renta fija, que puede contar incluso con beneficios adicionales y que además ofrece la alternativa de mayores ganancias en cuanto la “performance” de las acciones de la sociedad emisora se incrementa por la mejor estructura de capital que ésta consiga y por el rendimiento de los proyectos o actividades a los que se destine el monto del empréstito.
- El riesgo es menor que un título de renta variable, ya que, en caso de quiebra el obligacionista cobrará antes que el accionista.
- El obligacionista convertirá las obligaciones en acciones sin ningún tipo de coste para el inversor, si considera que las expectativas de la empresa se han cumplido.
- Ventajas impositivas: Ver punto 5. Tratamiento tributario argentino.

c) Limitaciones para el emisor

- La **emisora** habrá de pesar y analizar consienzudamente la oportunidad y conveniencia de dotar a sus títulos de deuda con el carácter de convertibilidad toda vez que quienes suscriben podrán, si ejercen la opción, pasar a ser socios y por tanto habrán de participar en los dividendos de la emisora, disminuyendo los beneficios a percibir por los anteriores accionistas, por lo tanto, al operarse la conversión suele observarse una baja en la cotización de las acciones; la otra desventaja que habrá de tener en cuenta la emisora es que por la conversión de obligaciones en acciones podría alterarse el sistema de control

de la sociedad, pudiendo llegar a una pérdida de peso y representatividad de los grupos accionarios mayoritarios.

- También existen ciertos inconvenientes o desventajas para el suscriptor de la obligación a la hora de asumir el riesgo; esto es así pues el precio de una obligación convertible es más alto que el de una obligación simple no convertible. Por lo tanto correrá el riesgo de que las acciones de la emisora no tengan una performance positiva, es decir que la cotización de las mismas no suba por el precio de ejecución o *striking price* (que es lo que al obligacionista le corresponderá pagar por las acciones subyacentes si decide convertir). Seguramente no convertirá si en el mercado esas acciones están más baratas que lo que él puede pagar si ejercita el call conforme a las condiciones de emisión. De tal forma, si la cotización no sube, la conversión no será beneficiosa y el mayor precio pagado será dinero perdido. No olvidemos que el call es un activo deteriorable y que en sí mismo tiene un precio o premio que no es a cuenta del precio de las acciones y que, si no se ejercita el derecho a convertir no sólo se pierde el call sino que se pierde el premium pagado.

d) Limitaciones para el inversor

- **Liquidez:** no todas las Obligaciones Negociables se “negocian” con periodicidad, existiendo limitaciones de mercado para vender a precios razonables, en caso de urgencia financiera. Muchas emisiones están destinadas a grandes inversores, que mantienen el bono durante toda su vigencia, y privilegian la rentabilidad sobre la liquidez
- **Riesgo:** Salvo que cuenten con garantías especiales, tienen en caso de concurso o quiebra los derechos de un acreedor común o quirografario. Se debe tomar en cuenta la categoría que las S.C.R. asignaron a la emisión. No obstante, aún con una buena calificación, existe un riesgo, que generalmente es proporcional con la rentabilidad a obtener.

5. Tratamiento tributario argentino

Las obligaciones negociables poseen un tratamiento impositivo preferencial si son emitidas y cumplen los requisitos enumerados en el art. 36 de la Ley 23.576. Estas condiciones son:

- 1) Que sean colocadas por oferta pública, contando para ello con la respectiva autorización de la Comisión Nacional de Valores

“Este requisito no impide que la colocación primaria se realice a través de un *underwriting* (donde no hay entonces una oferta pública en el sentido estricto), siempre que el contrato respectivo imponga al *underwriter* el compromiso de ofrecer las obligaciones negociables al público por cualquier medio apto a tal fin (licitación, remate, ventas en bolsa, etc)”⁷ Hay que notar que la norma exige la colocación efectiva y no la mera autorización de la oferta pública.

- 2) Que la emisora garantice ante la Comisión Nacional de Valores, que los fondos obtenidos se apliquen a:
 - inversiones en activos fijos situados en el país
 - integración de capital de trabajo en el país
 - refinanciación de pasivos

⁷ Kenny, Mario-Obligaciones Negociables- Editorial Abeledo Perrot-1996

- a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora, cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados
- cuando las emisoras sean entidades financieras, podrán asignar los fondos a préstamos, en los que los prestatarios, deberán otorgar el destino arriba mencionado.

El tratamiento impositivo especial está referido a los gravámenes nacionales está establecido en el Art.36 "bis":

- A) **Impuesto al Valor Agregado:** la ley exime del impuesto a las prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación de las obligaciones negociables y sus garantías. Vemos que no limita a las de carácter financiero sino que también alcanza a los servicios, cualquiera que sea su prestador.
- B) **Impuesto sobre la transferencia de títulos valores:** quedará exenta, siempre que la misma se efectuó en los mercados abierto y/o bursátil.
- C) **Impuesto a las ganancias:** Se exime de este gravamen a los resultados provenientes de la compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición de las obligaciones negociables y a los intereses, actualizaciones y ajustes de capital. Es decir que quedan comprendidas las ganancias de capital y las ganancias por renta de los títulos.

El art. 37 regula el tratamiento impositivo especial referido al **impuesto a las ganancias**, otorgando la posibilidad de deducir en cada ejercicio la totalidad de los intereses y actualizaciones devengados por la obtención de los fondos provenientes de la colocación que se encuentren autorizados por la Comisión Nacional de Valores para su oferta pública. También permite la deducción de los gastos y descuentos de emisión y colocación con un tope. Es decir, que cuando el costo financiero para la sociedad emisora sea desproporcionado con relación al vigente en el mercado para riesgos y plazos similares. "De esta forma se quiere evitar que mediante el procedimiento de autopréstamos se pueda obtener la posibilidad de efectuar deducciones del impuesto a las ganancias".⁸

En lo relativo al **Impuesto sobre los Ingresos Brutos**⁹, los intereses y resultados por compraventa de ON tienen el siguiente régimen:

- Con o sin oferta pública, se encuentran exentos en Entre Ríos, Mendoza y Sta.Fe
- Con o sin oferta pública, se encuentran gravados, en la provincia de Córdoba.
- En la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, se encuentran exentas, las emisiones con oferta pública y/o aquellas que sin oferta pública, cumplen con el resto de los requisitos de la LON.
- En la provincia de Buenos Aires, las emisiones de ON con oferta pública se encuentran exentas; y si se emiten sin oferta pública, se encuentran gravados para empresas y exentos para perceptores personas físicas

⁸ Villegas, Carlos- Régimen de Obligaciones Negociables Ley 23.576, Editorial Astrea, 1992, pág.152.

⁹ Porto, José, op. citado, pág. 201

IV. VALUACIÓN DE CONVERTIBILIDAD DE LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES

1. La convertibilidad de las obligaciones negociables

Las obligaciones negociables convertibles, como ya hemos visto, permiten al inversor (obligacionista) decidir en un momento futuro entre mantener dichas obligaciones o convertirlas en acciones de la sociedad. En el momento de emitir estas obligaciones se fija el sistema que se utilizará para determinar la relación de conversión (es decir, número de acciones a recibir por cada obligación), así como en que momento(s) futuro(s) el obligacionista podrá optar por acudir a la conversión.

La ley argentina permite que las sociedades por acciones puedan emitir obligaciones negociables convertibles en acciones, a opción del obligacionista (tenedor). La emisora no debe, por este medio afectar la integridad del valor nominal del capital social.

Así, el suscriptor de un título convertible es titular, como ya hemos dicho anteriormente, “de dos derechos diferenciados de uso alternativo: solicitar el reembolso del capital, o solicitar una acción en sustitución de la obligación suscrita en integrada. El mecanismo de la conversión se legitima por la decisión de la emisora al imprimirle no sólo el carácter de la circulabilidad sino también su función económica, que deriva de la posibilidad de la sustitución jurídica de crédito en serie *stricto sensu* en uno de participación societaria”¹

El obligacionista siendo acreedor, asumiendo la solvencia de la emisora, se asegura un piso, el valor económico del capital a cuyo reembolso tiene derecho. Pero, como socio potencial se beneficia de la esperanza de ganancia de la acción subyacente, es decir, aquella por la cual tiene derecho de conversión de la obligación que posee.

2. Función económico-financiera de la convertibilidad

En la Argentina normalmente se consideraba que las empresas utilizarían las obligaciones convertibles para los casos en que las acciones estuvieran subvaluadas. Cuando el precio de mercado de las acciones se encontrara extrañamente bajo, se puede atraer la atención de inversionistas que adquieran mediante estos títulos que brindan las garantías propias que se otorgan a los acreedores. Una vez que el mercado alcance nuevamente su nivel por cuestiones macroeconómicas, las acciones deberán aumentar y así traerán la atracción a la conversión.

Pero en el caso que dichas estimaciones no prosperen, los inversores-prestamistas no pierden sus derechos, ya que por el carácter de acreedores de la sociedad, ésta tiene la obligación de efectuarles el reembolso del crédito y el pago de los intereses.

Desde el punto de vista de las emisoras, ellas desean obtener un incremento indirecto de su capital en mejores condiciones de las que podrían haber obtenido al momento del lanzamiento de las obligaciones convertibles.

¹ Yomha, Carlos-Tratado de las Obligaciones Negociables-Ediciones Depalma Bs As-1994 pág. 286

La empresa emisora sabe que en el futuro su rentabilidad o el valor patrimonial proporcional de la acción se incrementará y, por lo tanto, aumentará la cotización de sus acciones, logrando así que la conversión sea un buen negocio para el inversor. Pero dado que la sociedad garantiza al titular de la obligación convertible con sus bienes el reintegro de su préstamo más los intereses, aprovechará la oportunidad que le brinda al inversor de convertirse en accionista cuando la empresa posea un valor de su acción superior al del lanzamiento. De esta manera surge el sobreprecio llamado prima de conversión, el cual será analizado más adelante en el punto 6.

Si bien ya hemos analizado las ventajas de las emisiones de obligaciones convertibles para las emisoras y los inversionistas, volveremos a destacar los motivos económico-financieros que llevan a ambos a la emisión y suscripción de este instrumento.

2.1 ¿Cuáles son los motivos de la sociedad emisora?

1 – Si nos preguntamos por qué la sociedad que descuenta un futuro incremento del valor de sus acciones emite obligaciones convertibles en lugar de una emisión tradicional de capital, encontramos la respuesta en que es posible que este tipo de emisión **evita el efecto a la baja de cotización** que acompaña todo nuevo ingreso de acciones al mercado bursátil. Es por ello que prefiere utilizar el recurso de obligaciones convertibles porque le permite diferir en el tiempo el ingreso de nuevas acciones en el mercado. Además el precio usualmente fijado para la conversión es superior al actual al momento de la emisión de las obligaciones, evitando así el efecto negativo que pudiera tener sobre las acciones que ya se estuvieran cotizando.

2 – La sociedad también puede desear hacer una colocación en condiciones menos onerosas por ser un préstamo a largo plazo. Dado que el tenedor de las obligaciones tiene la posibilidad de efectuar la conversión en el futuro y llegar a ser accionista para disfrutar de los beneficios futuros, es por ello que puede resignar a una porción de su retribución, mediante una **menor tasa de interés** pagada por la emisora.

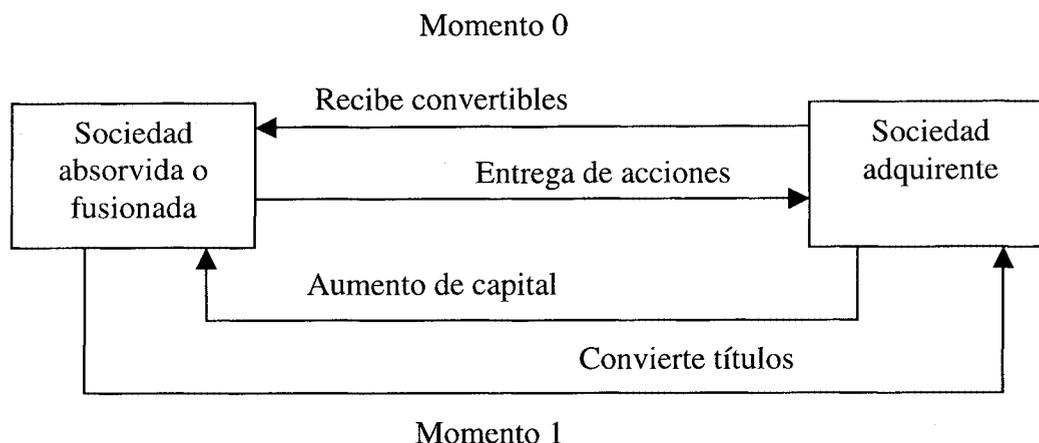
3 – Asimismo, si la emisora desea expandirse al **mercado internacional**, es posible que los inversores extranjeros les interese poseer las obligaciones convertibles a los efectos de evaluar en una primera instancia el desarrollo, seriedad y perspectivas de la sociedad, antes de participar como accionista.

4 – Este tipo de instrumento también suele utilizarse al aplicar una **política de concentración por fusión o absorción**. La obligación convertible ha sido muy utilizada en situaciones donde es necesario asegurar cierta renta a los accionistas de una sociedad que se desea absorber. En este caso, en lugar de ofrecerle acciones de la absorbente se les entrega obligaciones convertibles.

En el caso de que haya un mejor manejo de los activos absorbidos y se incremente el valor patrimonial de las acciones adquirentes, la sociedad absorbente se puede liberar del reembolso de la inversión por la conversión de los accionistas de la sociedad fusionada. Muchas veces se emiten para estos casos acciones preferibles convertibles.

Se puede observar lo comentado en el siguiente esquema²

² Apreda, ob.cit., pág. 152



5 – Para **reestructurar la deuda** de la emisora logrando refinanciación a largo. Suele utilizarse para cancelar deudas de corto plazo mediante deudas de largo plazo y/o conseguir nuevo endeudamiento con una mejora en su costo financiero.

2.2 ¿Cuáles son los motivos de los inversores?

1 – Al ser un acreedor, el titular tendrá derecho al **reembolso de su capital y pago de intereses**, como así también, eventualmente si lo desea, exigir la ejecución forzada para utilizar su derecho antes que cualquier accionista. Desde este punto de vista se puede decir que la obligación convertible tiene un nivel inferior de seguridad otorgado por su valor como crédito.

2 – La obligación convertible **tiene un "piso", pero no tiene, al menos teóricamente, un "techo"**. Es por ello que el titular de este título puede sentirse atraído por su contenido especulativo. Al ser convertible en acciones, la obligación es arrastrada por el incremento del valor de la acción subyacente.

3 – Las obligaciones pueden también ver en la convertibilidad un **reaseguro contra inflación**. Al ser titulares de un derecho de opción a una parte proporcional del conjunto de activos de la emisora, esta facultad, en teoría puede protegerlos contra la depreciación monetaria en el caso que sus activos aumenten de valor.

4 – Finalmente, puede suceder que en el tenedor pueda desear ser un **accionista "encubierto" de la emisora**. Esto suele suceder en las instituciones financieras que por disposiciones legales, o aun empresas que posean contratos con entidades financieras, posean ciertas restricciones para asumir el carácter de accionistas de otras empresas. Es así que por medio de las obligaciones convertibles obtienen indirectamente el derecho a ser accionistas potenciales y beneficiarse en el caso de la suba de la acción subyacente.

3. Elementos del derecho de conversión

- a) **Obligación negociable:** es un título en serie o valor, que implica un crédito contra la emisora, con la particularidad que deben ser emitidos por sociedades por acciones.
- b) **Sujeto pasivo:** sociedad por acciones emisora del título convertible. Conforme lo comenta Yomha ³, "nada impide que se emitan obligaciones negociables canjeables en

³ Yomha, Carlos, op.ci.t, pág. 289

acciones de otra empresa” el es así porque dicha obligación será un título con todas las características que la ley señala como necesarias, a las que se le añade la opción de canje”

Generalmente se emiten las obligaciones negociables convertibles transformables en acciones ordinarias de la emisora. Yomha también aclara⁴ que “no se puede excluir que las acciones subyacentes sean del tipo preferidas, con o sin derecho a voto, puesto que la ley no hace, en este aspecto, ningún tipo de distinción”. No obstante también aclara que es una situación probable dado que la obligación convertible y la acción preferida son títulos con funcionamiento bursátil casi superpuestos dado que ambas son menos riesgosas y especulativas que una acción ordinaria.

- c) **Titular del derecho de conversión:** el obligacionista. La ley no permite que esta opción de conversión sea efectuada por la emisora.
- d) **Opción de conversión:** la tiene el obligacionista en el sentido de la aceptación de la oferta de la emisora de convertir las obligaciones en acciones. La emisora renuncia a la facultad de revocar la oferta. Una vez aceptada por el obligacionista queda perfeccionada la proposición sin necesidad de ninguna otra instancia. Es decir, el obligacionista se transforma en accionista por su declaración de voluntad sin necesidad de declaración posterior por parte de la emisora.

4. Carácter facultativo del derecho de conversión

Una vez que el obligacionista ejerza la opción no podrá volver nuevamente a ser titular del crédito como obligacionista. Es decir, si requiere la conversión no puede optar por el reembolso. Así la sociedad emisora estará obligada en forma excluyente a satisfacer la solicitud de conversión.

Así queda claramente establecida que esta facultad es propia y estrictamente en sentido técnico una “opción”. Esto es así porque

- Así lo especifica el art. 5 de la ley
- No se requiere otro acto de voluntad de la emisora para crear las acciones subyacentes. Es por ello que el art. 17 de la ley claramente establece que la resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la decisión de aumentar el capital social, en la proporción necesaria para atender los futuros pedidos de conversión.

En el caso de que la emisora no desee efectuar la entrega de las acciones, simplemente necesitará verificar la existencia de la decisión de conversión por parte del inversionista. Asimismo el art. 20 de la ley en su primer párrafo establece que será considerado accionista quien ejerza la acción de conversión desde que notifique su decisión a la sociedad por medio fehaciente. La decisión se transforma en irrevocable en el momento en que la opción es ejercida.

De esta manera la ley establece así un sistema ágil para el obligacionista que cambia su status legal por el de accionista, evitando otros formalismos que vayan en detrimento del tenedor del título.

⁴ Yomha, Carlos, op.ci.t, pág. 291

5. Valoración de una obligación o bono convertible

Como sabemos un bono convertible es un paquete o cartera constituida por un bono y una opción de compra de acciones. Para poder valorar el convertible debemos analizar los dos elementos relevantes incluidos en él: el valor del bono y el valor del bono convertible. El valor de conversión es al que se vendería un bono si tuviese que ser convertido inmediatamente.

Consideramos más fácil de entender los convertibles si los analizamos primero como bonos y luego como opciones de compra, tal cual lo analiza Apreda⁵. Para ser más claro en el análisis de sus valuaciones, y siguiendo a Brealey y Mayer⁶ podremos a su vez, analizar sus valoraciones en dos momentos diferentes: valuación al vencimiento y antes del vencimiento.

5.1 Valoración al Vencimiento

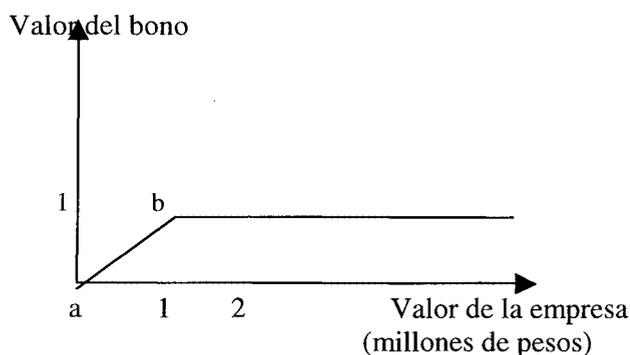
Suponiendo que tenemos bonos por valor de 1 millón de pesos de una empresa X con la posibilidad de conversión en cualquier momento por 1 millón de acciones ordinarias podemos analizar las siguientes valoraciones:

5.1.1. Valor del bono

Si el valor de la empresa, dada su crisis posee una suspensión de pagos y no se puede pagar a todos los bonistas, se encuentra por valores inferiores al millón de pesos, el valor como bono no será de 1 millón de pesos, sino el valor que surja de la valuación de la empresa luego de liquidar al resto de los acreedores. Para un caso en detalle habría que analizar las garantías ofrecidas a los tenedores de obligaciones.

Pero simplificando el análisis podríamos ejemplificarlo como los valores que van del punto a al punto b, siendo el primero de estos el peor escenario donde la empresa no pueda realmente reembolsar suma alguna a los bonistas.

A partir de que el valor de la empresa sea un millón de pesos, cualquiera sea su valor, el valor del bono siempre será de un millón de pesos.



⁵ Apreda, op.cit., pág. 152 y sig.

⁶ Brealey y Myers, Fundamentos de financiación empresarial, Mc Graw Hill, Quinta edición, 1998, Capítulo 22

5.1.2. Valores de conversión

Supongamos que la empresa tiene un millón de acciones ordinarias en circulación y los tenedores de convertibles tengan derecho a la mitad del valor de la empresa.

Valor de la empresa = Valor de las acciones ordinarias + valor de los bonos convertibles

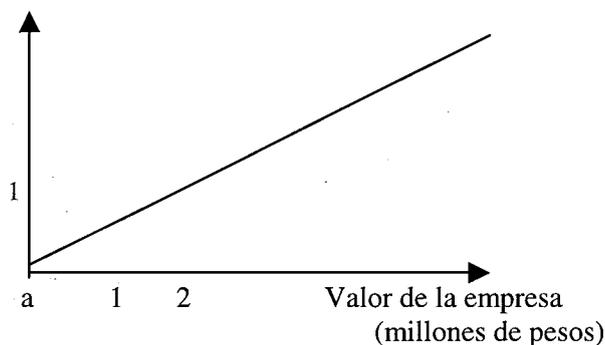
Valor de acciones ordinarias = 1\$ x 1 mill. Acciones ordinarias = 1 mill.\$

Valor de bonos convertibles = 1\$ x 1 mill. = 1 mill. \$ (cada bono convertible puede cambiarse por 1 acción ordinaria)

Si es convertido, el valor del bono convertible aumenta en proporción del valor de la empresa.

Entendemos que los convertibles de la empresa no pueden venderse por menos de su valor de conversión. Si se hiciera, los inversores inteligentes comprarían el convertible, lo cambiarían rápidamente por acciones y las venderían. La utilidad sería la diferencia entre el valor de conversión y el precio del convertible.

Valor de conversión
(millones de pesos)



Relación de conversión

El convertible tiene una relación de cambio por acción preestablecida, que representa que al “ejercer el derecho de call se va a canjear tantas acciones por cada bono.” Es decir:

$$\text{Relación de conversión} = \frac{\text{Número de acciones}}{\text{Por cada bono}}$$

Precio de conversión

El precio preestablecido para cada acción surge de relacionar el valor de emisión del título, generalmente a su valor nominal o a la par, con el número que establece la relación de conversión. En general tiene una prima importante sobre la acción al momento de la emisión.

$$\text{Precio de conversión} = \frac{\text{Valor a la par del bono}}{\text{Acciones a recibir}}$$

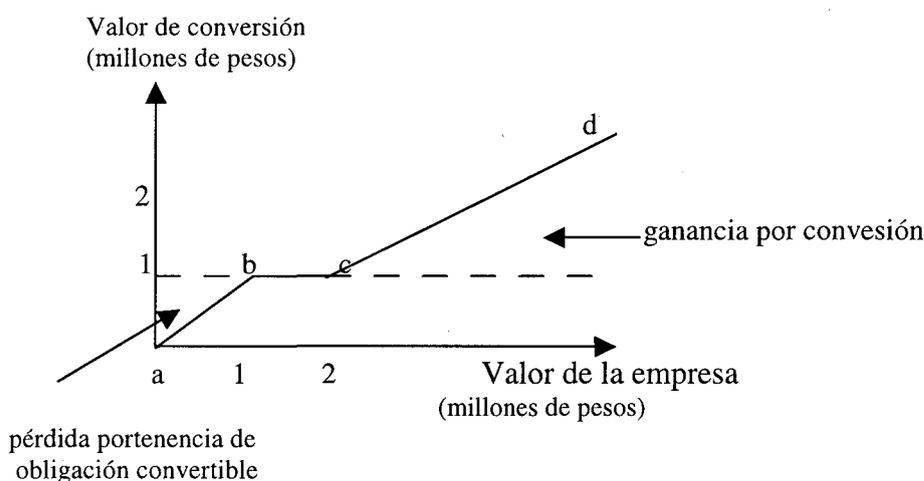
El valor de conversión

“El bono convertible tiene asociado un valor que viene de la evolución en el tiempo de la acción, en función de su precio de mercado. Es decir se actualiza el valor de la relación de conversión a precios corrientes.”⁷

Valor de conversión del bono = (Relación de conversión) x (precio de mercado de la acción)

5.1.3. Valor del convertible

De lo analizado al momento vemos aparecen dos límites bajos para el precio de un convertible: su valor de bono y su valor de conversión. Los tenedores no convertirán si el valor de un bono excede el valor de conversión; pero sí lo harán si el valor de conversión supera al valor del bono. Es decir, el precio de un convertible al vencimiento se representa por la mayor de las dos líneas de las figuras de los puntos 5.1.1 y 5.1.2.



Del gráfico se desprende:

Tramo ab= suspensión de pagos. Pérdida por tenencia de obligación convertible medida por eje vertical= valor recuperado – valor de préstamo (1 millón \$).

Tramo bc = bono reembolsado por completo. Resultado neutro.

Tramo cd = convertir. Ganancia obtenida por conversión medida por eje vertical = valor recuperado – valor de préstamo (1 millón \$)

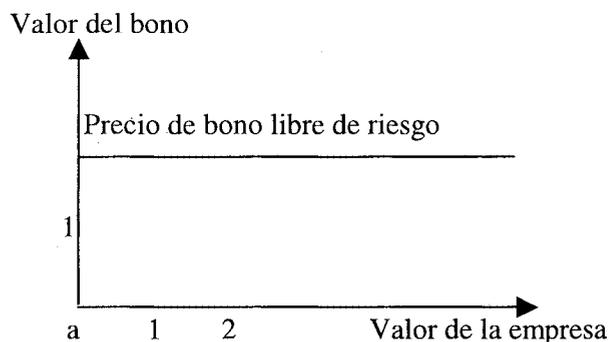
Al llegar al vencimiento, el poseedor del convertible puede elegir entre recibir el reembolso del principal sobre el bono o convertirlo en acciones ordinarias. El valor del bono convertible es por lo tanto el más alto entre el valor del bono y el valor de conversión.

⁷ Apreda, ob.cit., pág. 154

5.2 Valoración antes del vencimiento

5.2.1. Un bono de referencia

En los mercados donde existen bonos convertibles, una empresa particular tiene referencias objetivas de un mercado de bonos sin riesgo, para plazos y nominales semejantes al que desea valorar. Se podría tomar como ejemplo los bonos del Tesoro de los Estados Unidos.



En el gráfico se puede observar que la línea recta horizontal representa que el valor del bono no depende del tamaño de la empresa particular.

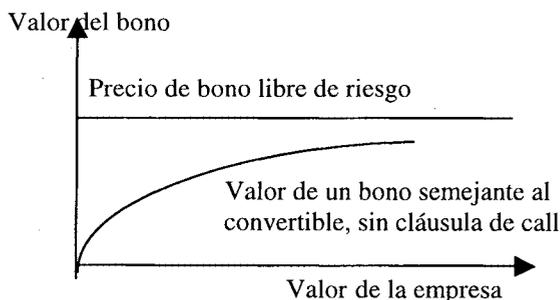
Se entiende que en el mercado el valor del bono es en determinado momento el que surge de una tasa descontada de riesgo.

Este gráfico se puede ajustar más si consideramos un caso en particular.

5.2.2. El valor como bono del convertible

Según visto la definición de bono convertible, debemos calcular un valor equivalente al que tendría de no poseer cláusula de convertibilidad, es decir, calcular el valor de un semejante, emitido por la misma emisora, sin call.

Así, cuando el convertible no está cerca del vencimiento, el valor del bono es representado con la línea curva de la figura siguiente:



Como se puede ver en el gráfico, si el valor de la empresa aumenta en el mercado, también se espera que ocurrirá lo mismo con el valor del bono, asemejándose a un valor

similar al libre de riesgo. Esto es así conforme lo explican Brealey y Myers⁸ debido a que el valor de esta opción aumenta con el vencimiento.

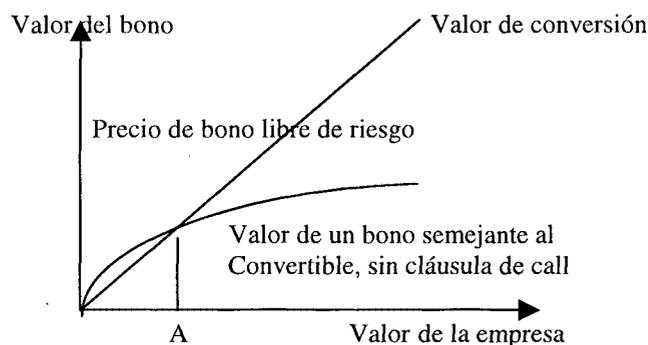
Pero cuando el valor de la empresa se desploma, el valor del bono también se encuentra en niveles muy bajos.

5.2.3. Valor del convertible

Podemos emplear el mismo concepto que para lo visto para la valuación al vencimiento. Veamos qué sucede cuando analizamos el valor como bono y el valor de conversión.

Cuando la valuación de la empresa o valor de mercado de la acción, disminuyen de tal manera que ubica el precio de la empresa por debajo del de conversión, es razonable que el valor de un bono semejante al convertible sin la opción de call se mantenga por encima del valor de conversión.

Habrà un momento en el cual los valores de conversión sean mayores que los valores esperados del bono, en el cual se aproxima de manera asintóticamente, tal cual visto en el punto 5.2.2 supra, al valor del bono libre de riesgo.



El punto A representa el valor de la acción (o de la empresa) en el cual se encuentra equilibrado el valor del bono sin cláusula de convertibilidad y el valor de conversión del bono convertible.

El eje horizontal puede representarse el valor de la empresa por la cantidad de acciones a ese momento.

A. Valor del convertible. Límite inferior

Nuevamente el límite más bajo del precio de un convertible antes del vencimiento es de nuevo el menor entre el valor del bono y el valor de conversión.

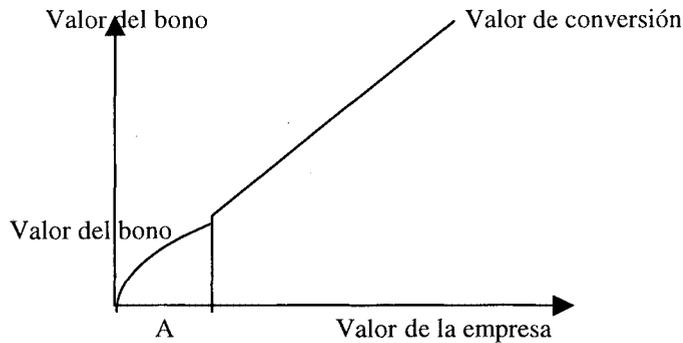
Este límite se genera debido a que si el valor de mercado del convertible se pusiera por debajo de un bono sin cláusula de conversión, es decir, por debajo de su valor como bono, los poseedores del bono se desprenderían de él y comprarían bonos convertibles, dado que tendrían así un mayor valor por contar con el bono más la opción de convertirse en accionistas.

Tampoco el convertible puede venderse a un valor inferior al de conversión, dado que si así se hiciera los inversionistas comprarían bonos para convertir en acciones y obtener la diferencia, presionando a que el precio del convertible se incremente.

⁸ Brealey y Myers, ob.cit., pag. 451

Este análisis se efectúa considerando que antes del vencimiento los tenedores de los convertibles no están obligados a hacer una elección inmediata a favor o en contra de la conversión. Ellos tienen el derecho de esperar, y más adelante tomar la decisión que les brinde más beneficio. Por ello, antes del vencimiento un bono convertible siempre vale más que su valor en el límite más bajo.

Si los tenedores estuviesen obligados a tomar una decisión inmediata respecto de convertir o no, el valor del convertible sería el más alto entre el valor del bono y el valor de conversión.



B. Valor del mercado del convertible. Análisis de la línea superior y del premium

Ya hemos efectuado todo el análisis para aclarar la tendencia general del precio de mercado del convertible y de la línea inferior de su valor. De lo analizado hasta el momento, podemos afirmar lo siguiente, conforme lo mencionado por Apreda:

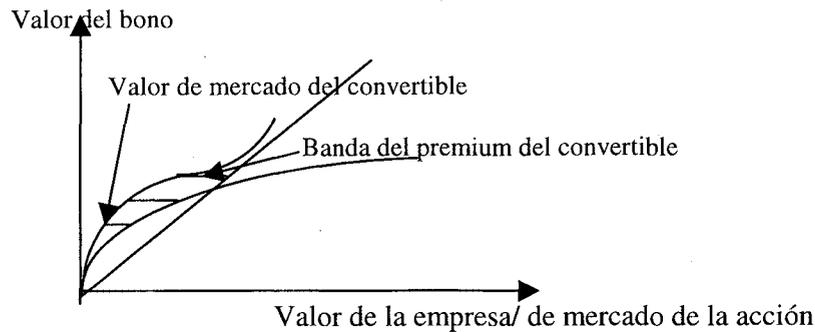
- “El valor de mercado del convertible está por encima de su valor como bono.
- El valor de mercado del convertible está por encima de su valor de conversión.
- La diferencia entre el valor de mercado y cualquiera de los dos anteriores se llama premium, y siempre es positiva.”⁹

El primer análisis es considerar que el convertible es mayor su valor como bono porque no solo brinda intereses periódicos, asegura negociabilidad y otorga un derecho de preferencia como acreedor para el tenedor, sino también tiene una opción de compra.

El precio de venta real del convertible se comportará como la línea superior, que se diferenciará del valor más bajo debido al valor de una opción de compra sobre la empresa. Esta opción solo puede ser ejercida renunciando al bono. Esto significa la opción de convertir es una opción de compra con un precio de ejercicio igual al valor del bono.

En el gráfico presentado más abajo se puede observar que el premio no puede ser negativo dado que como mencionamos en el punto 5.2.3. A, si el convertible se vende por debajo del valor como bono de conversión, esta situación no perduraría en el tiempo por la aparición de los arbitrajistas.

⁹ Apreda, ob.cit., pág. 155



Veremos que hay una prima a favor del convertible frente al valor de la acción, por su relativa seguridad respecto de aquella. Si se empeora la situación para las acciones, la consideración del convertible como bono “no puede seguir el quebranto proporcionalmente, porque su dimensión como bono establece un piso”. “La curva de valor de mercado tiende a acercarse a la de valor de conversión”¹⁰

Dado que los titulares de convertibles no tienen que tomar una decisión hasta el vencimiento, el valor del bono convertible es mayor que el valor del bono o el valor de conversión.

6. Las dos dimensiones del premium

Sabemos que en el mercado los bonos convertibles se colocan a precios superiores al valor que poseen como bono y a su valor de conversión. Seguiremos los pasos mencionados por Apreda:

Paso 1

Conforme lo visto en gráficos anteriores, ante una disminución en el precio de las acciones de la empresa, se produce una disminución en el precio de su valor como convertible. Pero le queda un adicional como un simple bono. Podemos entender así que a mayor volatilidad del precio en la acción subyacente, hay mayor cobertura a través del bono:

$$\begin{aligned} & \text{Precio de mercado del bono convertible} \\ \text{Menos:} & \\ & \text{Valor convertible del bono} \\ = & \text{Premium sobre el valor de conversión} \end{aligned}$$

Paso 2

El poseedor del título, por el solo hecho de poder convertir en acciones, tiene un valor adicional al que tendría de un simple bono:

$$\begin{aligned} & \text{Precio de mercado del bono convertible} \\ \text{Menos:} & \\ & \text{Valor que tiene como bono} \\ = & \text{Premium sobre el valor que tiene como bono} \end{aligned}$$

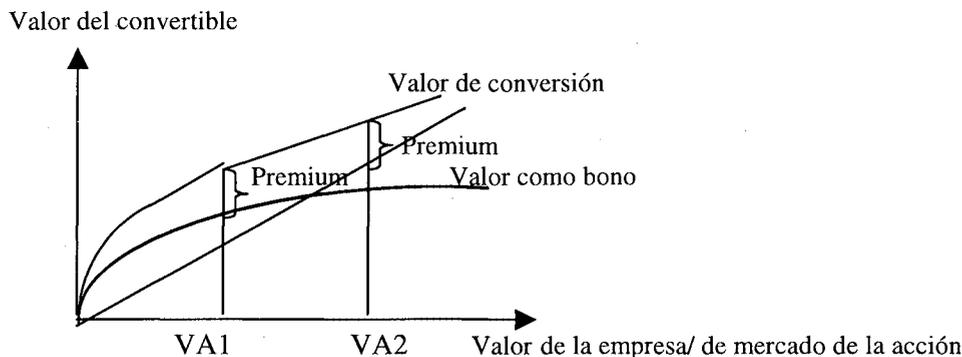
¹⁰ Apreda, ob.cit., pág. 156

Debemos destacar que si el valor de la acción subyacente es muy bajo respecto del precio de conversión, la ventaja comparativa de un bono convertible desaparece.

Paso 3

De lo visto en los pasos anteriores podemos considerar que al momento de hacer valer en el mercado el bono convertible, hay que considerar dos dimensiones de análisis:

- Premium sobre el valor de conversión
- Premium sobre el valor como bono



En el gráfico vemos en el eje horizontal el valor del precio de sus acciones medidas por ejemplo en volúmenes que se negocien en el mercado. En cambio en el eje vertical se tiene una unidad que proviene de la cantidad de unidades anteriores multiplicadas por la relación de conversión para lograr el trazado de la curva del valor de conversión.

La línea gruesa muestra el tramo de los “pisos” del valor de mercado del convertible de acuerdo con la siguiente cláusula:

$$\text{Piso valor mercado} = \text{MAX} (\text{Valor convertible}, \text{Valor bono})$$

Los premiums marcados en el gráfico son diferentes a los vistos en los pasos 1 y 2. En el paso 1 vimos el premium como diferencia entre la curva del convertible hasta el valor de conversión, mientras que en el 2 hasta el bono. Aquí los premiums se analizan en forma neta, es decir, desde la curva del convertible hasta la curva “Piso valor mercado”.

Como ya analizáramos anteriormente la convexidad de la curva de valor como bono (cada vez más lenta su crecimiento) se debe a que un incremento en la cotización de la acción hace que el bono, que en realidad es un pasivo con cargos financieros ciertos para la empresa, no sea más atractivo para ésta. A esa altura a la empresa le conviene rescatar la deuda para evitar el pago de los intereses y autofinanciarse.

Del análisis de la figura podemos destacar:

a) en VA 2:

Al aumentar el valor de la acción, menos es el valor como bono

Premium sobre el valor como bono: alto

Premium sobre el valor convertible: bajo

Al haber aumentado tanto su valor como convertible, éste se encuentra cercano al valor accionario, por lo tanto conviene convertir, dado que la empresa, si así lo tuviera habilitado, podría ejercer la *call provision* (reembolso anticipado), limitando del beneficio del tenedor de convertir a un precio atractivo comparado con el valor de mercado.

b) en VA 1:

A menor valor de la acción, mayor es su valor como bono

Premium sobre el valor como bono: muy bajo

Premium sobre el valor convertible: alto

Comentarios:

- Para tener un mejor posicionamiento en el mercado el costo de entrada y salida de un convertible debería ser menor que el de una acción, o el del bono directo.
- Lo mencionado arriba le otorga un mejor premium.
- Los dividendos afectan el valor del premium, en general, en sentido inverso; es decir a mayor dividendo corresponde bajos premiums.

7. Ilustración numérica

Veamos un ejemplo de bono convertible con las siguientes **características** al momento de la emisión del bono:

Valor nominal (C)	1.000 unidades
Plazo (n)	10 años
Tasa de interés (i1)	10% anual
Relación de conversión	25 acciones por 1.000 valor nominal
Cotización de la acción	34

Supuestos:

- El momento de la evaluación es al poco tiempo de la emisión del bono convertible.
- No se consideran costos de entrada y salida, ni los costos fiscales.
- Se considera un dividendo esperado anual de 2 unidades monetarias.

Resolución:

Precio de conversión: 40 unidades monetarias

Se calcula = Valor Nominal / Relación de conversión = 1.000 / 25

Supuesto precio de acción al momento de emisión: 35

Precios de mercado:

Acción: 48 unidades monetarias

Bono sin cláusula de convertibilidad: 1010 unidades monetarias

Para el bono debe considerarse que a una tasa de descuento del 8% (i2), aplicando la siguiente fórmula para bonos, determinaríamos el valor del bono al momento cero -C (o)-:

$$C(o) = C + [C \times i1] \times a(n;i2) \times (i1 - i2)$$

$$C(o) = 1.000 + [1.000 \times 0,10] \times a(10;0,08) \times (0,10 - 0,08)$$

$$\text{siendo } a(n;i2) = \frac{1}{i2} \times \left[1 - \frac{1}{(1+i2)^n} \right] =$$

$$a(n;i2) = \frac{1}{0,08} \times \left[1 - \frac{1}{(1,08)^{10}} \right] =$$

$$C(o) = 1.000 + [100] \times 6,71008 \times 0,02$$

$$C(o) = 1.013,42 \text{ unidades monetarias}$$

Este sería el valor de break-even que permite al mercado establecer las 1010 unidades monetarias.

Valores de referencia para el convertible:

Valor de conversión: 1.200 unidades = 48 x 25 (Precio Acción x Relación de conversión)

Valor como bono: 1.010 unidades monetarias

Valor del convertible: 1.230 unidades monetarias

Call provision: La empresa fija un precio de reembolso igual al nominal más 3 años de intereses, que pueden ser ejercidos luego de los últimos 6 años.

Valor de rescate: 1.300 unidades monetarias = 1.000 + (1.000 x 0,10 x 3)

Premiums:

Sobre el valor de conversión:

$$\frac{\text{Convertible} - \text{Valor de conversión}}{\text{Valor de conversión}} = \frac{1.230 - 1.200}{1.200} = 2,5\%$$

Sobre el valor como bono:

$$\frac{\text{Convertible} - \text{Valor como bono}}{\text{Valor de cómo bono}} = \frac{1.230 - 1.010}{1.010} = 21,78\%$$

O bien podría valuarse así

$$\frac{\text{Convertible} - \text{Valor como bono}}{\text{Convertible}} = \frac{1.230 - 1.010}{1.230} = 17,89\%$$

Precio de paridad de la acción:

$$\frac{\text{Convertible}}{\text{Número de acciones a convertir}} = \frac{1.230}{25} = 49,2$$

Rendimientos(anuales):

$$\text{Por la acción} = \frac{\text{Dividendos}}{\text{Precio}} = \frac{2}{48} = 4,17\%$$

$$\text{Por el convertible} = \frac{\text{Interés}}{\text{Convertible}} = \frac{100}{1.230} = 8,13\%$$

$$\text{Por el bono} = \frac{\text{Interés}}{\text{Valor Bono}} = \frac{100}{1.010} = 9,90\%$$

Conclusiones:

- El premium sobre el valor sobre el valor de conversión del 2,5% significa que falta un incremento de ese porcentaje para que el precio de la acción llegue al break-even, es decir, el valor en el cual en principio es indistinto para el tenedor la opción de convertir o no. Esto se puede ver también en el cálculo de la paridad:

$$\frac{\text{Valor del convertible} / \text{Relación de conversión}}{\text{Precio de mercado de la acción}} = \frac{1.230 / 25}{48} = \frac{49,2}{48} = 1,025$$

Observando esta forma de determinar el *premium*, en función del valor del bono, es en realidad la expresión de una tasa de descuento, dado que indica “el descuento que “aguanta” el precio del convertible, por caída del precio de las acciones, hasta llegar al piso que proporciona el bono a secas”¹¹

- Si disminuye demasiado el precio de la acción, la empresa deberá hacer otra valuación de riesgo, implicando un cambio en el precio del bono subyacente, que también caerá la cotización, aunque siempre haciendo piso del convertible.
- La validez de estos valores depende del momento elegido para hacer estos cálculos y las estimaciones de algunos de los valores. No se debe considerar estos análisis como estimaciones exactas. Por ejemplo efectuamos presupuestos de los bonos considerando de estimaciones de flujos futuros de caja, y los comportamientos esperados de las acciones.

8. Valuación del bono convertible. Análisis sintético para la opción

En esta parte del capítulo de valuación intentaremos explicar los conceptos a tener en cuenta en la valuación de una opción, dependiendo si se trata de una opción de tipo europea (cuyo ejercicio es a una fecha precisa) o americana (cuyo ejercicio es en un período).

8.1 Análisis de una opción de tipo europea

Análisis al momento del vencimiento:

Efectuaremos los análisis de conveniencia o no del ejercicio de la opción considerando que existe un call (opción de compra) para el tenedor del bono u obligación

¹¹ Apreda, ob.cit., pág. 162

negociable convertible y un put (opción de venta) dado por el derecho del emisor de rescatar el instrumento convertible.

Suponiendo que pueda ocurrir:

- El precio de ejercicio (P_e) supera al precio de la acción (P_s)
 $P_e > P_s$

En este caso el dueño del call no va a ejercer la opción dado que puede comprar en el mercado a un precio inferior. El valor del call es cero para la cartera al momento de vencimiento.

Aquí observamos que esta posición hubiera sido equivalente a la de un bono con reembolso único (ejemplo obligaciones negociables comunes), al vencimiento, por el importe del precio de ejercicio.

- El precio de ejercicio sea inferior al precio de la acción
 $P_e < P_s$

Si se ejerce la opción de compra se obtendría el beneficio de la adquisición de la acción a un valor inferior a la del mercado.

Es importante destacar que en una obligación negociable convertible habría que comparar la ganancia obtenida por esta diferencia de precios, con respecto al costo de oportunidad generado por haber obtenido una tasa de rendimiento inferior que lo que podría obtener el titular del convertible en el caso de haber comprado una obligación negociable a secas, que posea intereses superiores. En el caso que no exista esta obligación negociable para su comparación habría que calcularla con el rendimiento que podría generar una inversión de similar riesgo. De esta forma la ganancia neta de la tenencia de la ONC se estimaría así:

$$P_e - P_s - \text{Costo oportunidad}$$

siendo: Costo de oportunidad = premium pagado o rendimiento no obtenido de inversión de similar duración y riesgo.

Análisis al momento inicial de valuación:

Debemos descontar los valores obtenidos a una tasa compatible con el plazo y que brinde al tenedor una rentabilidad similar a un plazo fijo del mercado de dinero. Si consideramos a "r" como tasa descontadora, el valor de la cartera viene dado por la siguiente expresión¹²:

$$P_c = P_s(t) + P_p(t) - \frac{P_e(t+m)}{(1+r)^m}$$

siendo: P_c = precio del call

P_p = precio del put

t = momento de valuación

t+m = momento al vencimiento

¹² Apreda, ob. Cit. Pag.173

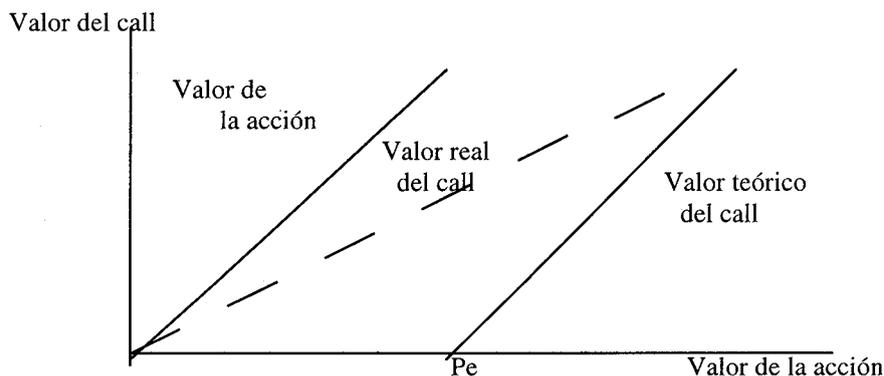
Así hemos determinado el valor de la opción de compra en el momento de la evaluación para esta cartera de cobertura considerando inclusive el descuento a una tasa de interés compatible con el plazo del convertible y que le asegure al operados una rentabilidad semejante al plazo fijo del mercado de dinero. Este precio deberíamos compararlo con el precio de mercado del título para analizar la conveniencia o no del ejercicio de la conversión.

8.2 Análisis de una opción de tipo americana

Se diferencia del análisis al momento inicial de valuación en el tipo europeo, al considerar el precio a futuro de la acción (simbolizamos con $P_s(t+m; fut)$). Por lo tanto, el valor del call viene dado por la siguiente expresión:

$$P_c = P_s(t+m; fut) + P_p(t) - \frac{P_e(t+m)}{(1+r)^m}$$

Si analizamos el momento de valuación en cualquier momento de la vigencia de la opción, el valor real del call se situará entre el valor de la acción y el valor teórico del call, tal cual se puede observar en el siguiente gráfico:



8.3 Valuación por fórmula de Black y Scholes, el modelo de Brennan y Schwartz y modelo binomial

La fórmula que presentaremos de **Black y Scholes** tiene aplicación directa para valorar una opción de compra, y es muy utilizada por los operadores y de conocimiento de todos los analistas financieros.

Se aplica para una acción que no paga dividendos antes del vencimiento del contrato, se supone que la desviación estándar no varía a lo largo de la vida útil del contrato a prima. Hay que elegir una tasa de interés libre de riesgo, como ser bonos del Tesoro (en los Estados Unidos).

Por no contituir objeto de este trabajo la aplicación práctica de esta fórmula, tan solo nos limitaremos a presentar su expresión:

$$P_o = P_s \times N(d_1) - P_e \times \text{EXP}(-rt) \times N(d_2)$$

Donde:

$$d_1 = \frac{\ln(P_s/P_e) + [r + \frac{1}{2}O] \times t}{O \times t}$$

$$d_2 = \frac{\ln(P_s/P_e) + [r - \frac{1}{2}O] \times t}{O \times t}$$

Siendo:

P_o = precio de la opción en valores corrientes

P_s = precio de la acción en valores corrientes

P_e = precio de ejercicio de la opción

t = tiempo restante hasta el momento del vencimiento

r = tasa de interés, libre de riesgo, por capitalización continua

O = desviación estandar de la tasa de rendimiento anual de la acción, por capitalización continua

$N(d)$ = indica la probabilidad de que una variable aleatoria distribuida normalmente, sea menor o igual a d . Se entiende que la variable es estándar, con media cero y desviación estándar igual a 1.

En 1980 **Brennan y Schwartz** expusieron un desarrollo para valuar los bonos convertibles. Se aconseja la lectura de su artículo "analysing convertible bonds", del Journal of Financial and Quantitative Analysis (Nov. 1980).

Estos autores consideran las cláusulas de demanda o redención, del riesgo de quiebra, y las relaciones entre el valor de la acción fundamental y el valor del bono convertible cerca del vencimiento. Su fórmula implica un sistema de ecuaciones diferenciales parciales que se puede resolver empleando métodos numéricos en computadora.

Se puede encontrar una descripción muy clara de las etapas a seguir para arribar a la ecuación diferencial usada para la evaluación del convertible en la obra de Apreda¹³. La ecuación diferencial allí presentada es demostrada en la obra citada de Brennan y Schwartz.

Como mencionan Weston y Copellan¹⁴, el modelo recién citado no permite una ilustración numérica sencilla de la valuación de bonos convertibles. Por eso proponen utilizar el **modelo binomial de fijación de precio de las opciones**. Se recomienda su lectura y observación de un caso práctico claramente expuesto en la obra citada.

¹³ Apreda, ob. cit., pág. 178 y sig.

¹⁴ Weston y Copellan, Finanzas en Administración, pág. 912

V. PROTECCION DEL DERECHO DE CONVERSION

1. La protección de los obligacionistas

Si bien ya comentáramos en el capítulo III punto 3.h y 3.i las principales disposiciones de nuestra ley relacion, volveremos a ver este tema en este capítulo con más detalle debido a la importancia que tiene este tema para que exista un interés real de los inversionistas en este título convertible.

En el capítulo II hemos visto que al suscribir una obligación convertible el tenedor renuncia a una parte de los intereses que se reconocen a los tenedores de obligaciones simples. Este menor valor o descuento funciona como una opción de convertir. El impedimento de la conversión o afectación económica o jurídica de ese derecho perjudica injustamente las expectativas del tenedor de las obligaciones convertibles. Por ello en este capítulo analizaremos la forma de prevenirlas o evitarlas.

Es importante la **protección del obligacionista**, pendiente la conversión, en las situaciones de nuevas suscripciones de acciones, dividendos en acciones, capitalizaciones de reservas, ajustes de capital, etc.

En nuestra legislación el sistema de **protección proyectado** se basa en el **reajuste del valor de conversión**. “El concepto es muy simple: el precio de conversión disminuirá proporcionalmente para tener en cuenta la disminución del valor de las acciones que se entregarán al obligacionista cuando éste ejerza su derecho. Disminuyendo el precio de conversión el obligacionista recibirá más acciones y verá compensada de ese modo la disminución experimentada en el valor de pesos por efecto de las **operaciones sociales** que dan lugar a la corrección”¹.

La situación inversa se produce cuando la sociedad **reduzca su capital** por pérdidas, en el cual se aumentará el precio de conversión, pues los obligacionistas si desean pasar a ser accionistas deberán aceptar la nueva situación patrimonial de la sociedad y recibir menos acciones que las originariamente previstas.

A fin de preservar los derechos de los obligacionistas, la ley establece varios **recaudos**. Entre ellos, los siguientes²:

- La amortización o reducción voluntaria del capital, la modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades, la adjudicación de valores en cartera u la distribución en efectivo de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, excluidas las reservas formadas para el pago de dividendos ordinarios, requieren la conformidad de la asamblea de los tenedores de obligaciones convertibles y otorgan derecho a la conversión anticipada a quienes votan en contra y a los ausentes.
- La fusión o escisión de la sociedad emisora de ON convertibles requiere la conformidad de la asamblea de los tenedores de éstas, sin perjuicio del derecho de los ausentes y disidentes de ser garantizados o reembolsados conforme al artículo 83 de la Ley N° 19.550.

¹ Julio Macchi y otros, La Inversión bursátil, Editorial Tesis, pág. 77

² Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Obligaciones Negociables Convertibles: Requisitos para la oferta pública y cotización en Bolsa, 1999, pág. 2

Aprobada la operación, las obligaciones serán convertibles en acciones de la nueva sociedad, de la escindida o de la incorporante, según el caso. Se corregirá el valor de conversión en función de la relación de fusión o escisión.

- Se requiere el consentimiento de la asamblea de obligacionistas en los casos de retiro de la oferta pública o cotización de las obligaciones o de las acciones cuando aquéllas fueren convertibles.

Los disconformes y los ausentes tienen derecho de reembolso. Que debe ser ejercido en la forma y plazos previstos para el receso de los accionistas.

- Igual derecho corresponde en el supuesto que la disolución de la sociedad por sanción firme de cancelación de oferta pública o de la cotización de sus acciones, quedare sin efecto por resolución de asamblea extraordinaria reunida dentro de los sesenta días (con las mayorías previstas por el art. 244 último párrafo Ley N° 19.550)

Los obligacionistas tienen derecho a ejercer la **conversión anticipada** en la ley 23.576 y que se enuncian en los puntos siguientes:

1) Cuando la sociedad emisora prorroge el contrato social o lo reconduzca, salvo si la emisora hace oferta pública de sus acciones (art. 15, última párrafo, ley 23.576);

2) Cuando la sociedad emisora mude su domicilio al exterior o cambie de modo fundamental su objeto social (art. 15, último párrafo, ley 23.576)

3) Cuando la sociedad emisora se transformara en otra (cambie su tipo social), y

4) En todos los casos en que ocurra la disolución de la sociedad deudora antes de vencidos los plazos convenidos para la conversión de las obligaciones (art. 19, ley 23.576).

A continuación veremos, siguiendo a Yohma³, las distintas situaciones que implican que se busque un método de protección de los derechos de los obligacionistas. Por último presentaremos también un mecanismo de protección de los derechos de los emisores a través de la posibilidad del reembolso anticipado.

2. El aumento de capital o potencial del capital de la emisora por suscripción

2.1 La dilución de los derechos del obligacionista

Cualquier emisión de acciones a un valor inferior al valor patrimonial proporcional implica, para el accionista que no suscribe, una disminución del valor de la acción que posee. Por el aumento se habrán incrementado el número de acciones en circulación sin incremento del patrimonio de la emisora. Por ello la Ley de Sociedades comerciales otorga en toda nueva emisión de acciones, el derecho de preferencia a los accionistas. La Ley de Obligaciones Negociables su art.11 le otorga a los accionistas el mismo derecho respecto nueva suscripción de obligaciones convertibles.

El concepto de dilución que venimos analizando también es aplicable para los obligacionistas que sientan el peligro de toda nueva emisión de acciones o de obligaciones (o debendtures) convertibles. Todo aumento de capital actual o potencial (emisión de convertibles) puede implicar un perjuicio para los obligacionistas actuales.

³ Yohma, ob. cit. Capítulo IX

Para prevenirse de esta dilución los obligacionistas podrán requerir la conversión y así participar de la ampliación de capital a título de accionistas. Pero si en ese período no puede darse la conversión, o bien les sea inconveniente debido al precio prefijado para la conversión, pueden defender sus derechos mediante alguna técnica de protección que analizaremos a continuación.

2.2 Las posibles técnicas de protección⁴

En un primer momento en el derecho norteamericano se dejaba al obligacionista sin protección. El derecho francés, según Yohma, “optó primero por prohibir algunas de estas operaciones sociales mientras estuviese pendiente la conversión, o diseñó un complejo sistema de reserva de derechos, que imitaba las soluciones aplicadas para defender los derechos de los accionistas impedidos durante la guerra de suscribir aumentos de capital”. Por ejemplo se prohibía toda nueva emisión de obligaciones convertibles.

Tanto el derecho norteamericano como el francés cambiaron de criterio y comenzaron a modificar la relación o precio de conversión, respectivamente, lo que permitía tener en cuenta el perjuicio económica que generaba al obligacionista por no poder participar en la operación, dado su carácter de acreedor en lugar de socio. Las fórmulas correctivas que modificaban esa relación o precio de conversión permitían compensar el efecto del “aguamiento” de capital por el nuevo valor de las acciones.

En el **derecho norteamericano** hubo una evolución con el transcurso del tiempo. En una primera época el precio de conversión se modificaba cada vez que la sociedad emitía acciones (o títulos convertibles) y el precio actual o potencial de la acción se fijaba por debajo del precio de conversión comprometido al obligacionista. Se buscaba que la emisora no reduzca el valor del subyacente al ingresar títulos a menor precio que el fijado para las acciones subyacentes. Esta protección se conocía como “conversion price formula”

Más tarde se empleó la “market price fórmula”, diferenciada de la anterior en prever reajustes del precio de conversión solo cuando:

- a) se emitiera la nueva emisión con derecho de suscripción preferente para los actuales accionistas, y
- b) la acción se ofrezca a un precio inferior al de mercado existente al momento de la emisión de las acciones referidas.

Esta es la cláusula usual en el mercado actual. En este caso no se protege directamente el valor de conversión, sino al obligacionista de todo tratamiento que no le permita la igualdad con los actuales accionistas.

La cláusula no actúa si no hay derecho de preferencia para los accionistas actuales, ni tampoco si se lanza la emisión al precio de mercado de las acciones, dado que en este caso se considera que el obligacionista podría también adquirir acciones a igual precio que los otros accionistas en el mercado bursátil. Sin embargo, sabemos bien que en general todo aumento de capital para tener éxito requiere la fijación de suscripción a un precio más bajo que el de cotización para incentivar la adquisición.

Se puede expresar la fórmula de la siguiente manera:

$$PC' = PC \times \frac{n + (N \times P)}{n + N}$$

⁴ Yohma, Carlos, ob.ci.t, pág. 326 y siguientes

siendo,

PC' = precio de conversión reajustado

PC = precio de conversión inicial

c = cotización de la acción

n = número de antiguas acciones

N = número de nuevas acciones

P = precio de emisión de las nuevas acciones

La fracción $\frac{(N \times P)}{c}$ representa el número de acciones que se podría adquirir con

el valor total de los suscriptores deberían abonar si estas acciones se suscribieran a valor de mercado.

Ejemplo:

Considerando un precio de conversión inicial de \$500, una cotización de la acción de \$ 450, una emisión de 40 acciones adicionales a las 200 en circulación y un precio de \$ 400 de suscripción para las nuevas acciones, el nuevo precio de conversión será \$ 490.

$$PC' = 500 \times \frac{200 + (40 \times 400)}{200 + 40} = 490,74$$

En **Francia**, dado que utilizan el sistema de relación de conversión, por disposiciones reglamentarias se usan dos fórmulas alternativas. En la primera se modifica el valor de relación considerando el valor teórico de la opción de suscripción de las nuevas acciones, representado por el cupón que el poseedor puede comerciar libremente en Bolsa.

La nueva cantidad de acciones a obtener si se efectúa la conversión se determina considerando la relación entre el valor del derecho de suscripción y el de la acción posterior al desprendimiento del cupón correspondiente al derecho de suscripción. Se determinan los valores en función del promedio de las cotizaciones registradas durante las ruedas de bolsa del período de suscripción.

Así llegamos a la siguiente fórmula

$$N' = N \times \frac{V + DS}{V}$$

siendo,

N = número de acciones posibles de obtener antes de la "operación financiera en cuestión", con una obligación negociable.

N' = nuevo número de acciones a obtener con posterioridad a la conversión, con una obligación negociable.

V = valor de la acción con posterioridad al desprendimiento del derecho de suscripción

DS = valor del derecho de suscripción

Dado que el valor del derecho de suscripción de los accionistas será positivo, aumentará proporcionalmente el número de acciones a obtener por conversión.

Ejemplo:

Retomando el ejemplo anterior, considerando la relación de conversión de \$500 en obligaciones por una acción subyacente y suponiendo un derecho de suscripción de \$8 y un valor de las acciones luego del desprendimiento del derecho de \$442, tendríamos:

$$N' = 1 \times \frac{442 + 8}{442} = 1,018 \text{ (nueva relación de conversión)}$$

En la **segunda fórmula** usada en Francia la nueva cantidad de acciones se fija según las proporciones en las que son emitidas las nuevas acciones, teniendo en cuenta el precio de emisión de estos títulos y el valor de la acción antes de desprenderse del derecho de suscripción, en “cuyo caso ese último valor es establecido según el promedio de las cotizaciones tomado durante un mes, dos meses antes del desprendimiento del derecho de suscripción”.

La fórmula es la siguiente:

$$RC' = RC \times \frac{c(n + N)}{(c \times n) + (N \times P)}$$

siendo,

c = valor de las antiguas acciones, provistas del derecho de suscripción

P = el precio de emisión de las nuevas acciones

n = número de antiguas acciones

N = número nuevas de acciones

RC = relación de conversión

RC' = nueva relación de conversión

Ejemplo:

Retomando el ejemplo obtendríamos:

$$RC' = 1 \times \frac{450 \times (200 + 40)}{(450 \times 200) + (40 \times 400)} = 1,018$$

Podemos observar que ambas fórmulas francesas otorgan los mismo resultados y ambas son similares a la “market price fórmula” del derecho norteamericano.

Una relación de conversión de 1,018 acciones por cada obligación negociable de \$ 500 equivale a un precio de conversión de \$ 490,74.

$$RC' = \frac{500,00}{490,74} = 1,018$$

En **Argentina** no existe la prohibición como método de protección debido a que esto generaba una paralización del financiamiento de las empresas en operaciones como el aumento por incorporación de reservas o utilidades, como antes los establecían las leyes 19.060 y 19.550, respectivamente.

La ley ha adoptado una doble alternativa de protección:

a) **El derecho de preferencia:** El art. 23 de la ley permite que la sociedad emita acciones, debentures convertibles y otras obligaciones convertibles, a ofrecer en suscripción, siempre que las condiciones de emisión haya previsto un derecho de preferencia en los mismos casos, plazos y condiciones que se otorge a los accionistas, salvo que opte por el sistema de reajuste del valor de conversión.

Se está beneficiando al obligacionista a pesar de que aún no haya decidido su conversión, pudiendo aún no hacerlo nunca. Si bien así no pareciera justa la solución, ya que el obligacionista sigue siendo acreedor y, sin embargo, se ve beneficiado por una emisión de acciones que hasta es muy posible que se emita por su valor nominal.

Este derecho se ha mantenido porque ya había sido incorporado por la ley 19.060, y porque respresenta un sistema simple consistente en llamar a los obligacionistas en los mismo términos, casos, plazos y condiciones en que se lo hace respecto de los accionistas. Además en cierta forma incentiva la capitalización bursátil por haber más participantes.

Debemos recordar que esta solución implica un aguamiento claro de los derechos de los accionistas actuales porque al aumentar el capital deben compartir la tenencia accionaria con otros que tan solo han pagado una pequeña porción correspondiente al valor de suscripción de la obligación convertible de la cual son tenedores.

Para efectuar la **suspensión o limitación del derecho de suscripción preferente** de nuevas emisiones de acciones, debentures convertibles u otras obligaciones convertibles establecido en el art. 23 inc.a) se requiere, conforme lo dispone el art. 2, la aprobación de la asamblea de tenedores de obligaciones convertibles.

“Esto significa que, si en función del art. 197 de la L.S. la asamblea extraordinaria de accionistas de la emisora resolviera la suspensión del derecho de preferencia, para adjudicar acciones a aportantes de bienes en especie o a acreedores que aceptaran esas acciones a amitir en pago de obligaciones preexistentes, se deberá requerir la conformidad de la asamblea de obligacionistas”⁵, conforme a sus mayorías.

La extensión por parte de la ley a la emisión de debentures convertibles u otras obligaciones convertibles, obedece a que se trata de emisiones potenciales de acciones que podrían generar un aguamiento sobre las acciones subyacentes.

b) **El reajuste del valor de conversión:** Tiene la ventaja de ser más práctica y equitativa de resolver el conflicto entre obligacionistas y accionistas. Simplemente se aumenta el número de acciones a entregar en caso de conversión si el obligacionista decide convertir, compensándolo por la detracción producida en el valor de las acciones subyacentes.

Podemos ver este tema para cada uno de las empresas que cotizan obligaciones convertibles mencionadas en el capítulo VI, en los incisos a9 referidos a las condiciones especiales de emisión.

3. Las operaciones contables que afecta el capital accionario

En este apartado comentaremos dos simples operaciones contables que no significan ni ingreso ni egreso de fondos del patrimonio neto, pero que sin lugar a dudas implicará el reajuste proporcional del valor de conversión, tal cual lo establece el art. 25.

⁵ Yomha, ob. cit., pág. 333

3.1 Las modificaciones del valor nominal de las acciones.

En casos en que por efecto del signo monetario la sociedad dispone un reagrupamiento de acciones para alcanzar un nuevo valor mínimo, corresponderá reajustar proporcionalmente el valor de conversión.

También puede ocurrir en los casos de decisiones de la emisora tendientes a disminuir el número de títulos en circulación, aumentando consecuentemente el valor nominal de cada título.

3.2 Capitalización de utilidades, reservas, ajustes contables u otros fondos especiales.

La incorporación de fondos disponibles de la sociedad para aumentar el capital implica la disminución del valor patrimonial proporcional de las acciones en circulación. El patrimonio neto se mantendrá inalterado al aumentar el número de acciones. Si se entrega al obligacionista el mismo número de acciones inicialmente comprometido, pero a un valor patrimonial proporcional menor, se vería afectado el valor económico de sus derechos. Por esto se debe reajustar el valor de conversión para que el obligacionista reciba el mismo número de acciones que hubiese tenido si convertía las obligaciones antes de la operación considerada y hubiere participado en ella.

Si en las condiciones de emisión se hubiese dispuesto una actualización del valor nominal de la obligaciones, ésta será tomada en cuenta a los efectos de del ajuste de conversión. Esto significaría:

- a) “que las actualizaciones en caso de ser permitidas legalmente integran el valor del crédito capitalizable, también a los fines de la paridad de las nuevas acciones; y
- b) que dicha actualización puede ser compensada con el aumento de capital de la emisora que tenga como finalidad tomar en consideración el incremento del valor monetario de los activos representados por las acciones.”⁶

3.3 Ejemplo y pasos de corrección del valor de conversión

Siguiendo a Yomha, efectuaremos un ejemplo, y para simplificar usaremos el sistema de precio de conversión. El nuevo precio de conversión surgirá de efectuar el cociente entre el precio originalmente pactado y el coeficiente de ampliación de capital, entendiendo por tal el factor por el que se debe multiplicar el capital inicial para determinar el nuevo capital.

- Considerando una sociedad con los siguientes datos contables:
 Capital: \$ 4.000
 Acciones en circulación: 20.000
 v/n. de cada acción: \$ 0,20
 Obligaciones en circulación: 20.000
 v/n. de cada obligación: \$ 0,20
 precio de conversión: \$0,25
- La sociedad emisora decide aumentar su capital por incorporar reservas en un 40%. Así tendrá un nuevo capital social de \$ 5.600.

⁶ Yomha, ob. Cit., pág. 338

El precio de conversión debe reajustarse para que el tenedor, con posterioridad a la conversión reciba el mismo número de acciones que si hubiese convertido las obligaciones con anterioridad a la operación considerada u hubiese participado en ella.

Cálculo 1: Cálculo de la conversión total de las obligaciones sin considerar la liberación de las reserva.

$$\frac{\$ 20.000 \times \$0,20}{0,25} = 16.000 \text{ acciones}$$

Capital original: \$ 4.000

Capital luego de la conversión: \$ 7.200 (\$4.000 + 16.000acc. x 0,20)

Capital luego de conversión y capitalización: \$ 10.800 (\$ 7.200 + 40% x \$7.200)

En este supuesto los obligacionistas deberían pasar a tener 22.400 acciones de \$0,20 de v.n. = \$ 4.480, mientras que los antiguos accionistas tendrían 28.000 acciones de v.n. \$0,20 lo que representa \$ 5.600

Cálculo 2: Reajuste del precio de conversión.

El nuevo precio de conversión debería provenir de efectuar el cociente entre el precio originalmente acordado y el coeficiente de ampliación de capital. Así resultaría:

$0,25$ (en oblig. Conv.) = 1,4 acciones luego de la capitalización

$$\frac{0,25}{1,4} = 1 \text{ acción luego de la capitalización.}$$

v.n. 0,1786 = 1 acción luego de capitalización = precio de conversión reajustado

Aplicando el precio de conversión reajustado tendremos:

$$\frac{20.000 \times 0,20}{0,1786} = 22.400 \text{ acciones de v.n. } 0,20 \text{ (cálculo aproximado por redondeo)}$$

La sociedad deberá prever una reserva indisponible del monto capitalizable al momento de decidir el aumento de capital, para hacer frente a los requerimientos de conversión. Debería considerar lo siguiente:

- Determinar el número total de acciones que tienen derecho los obligacionistas, si todos ejercieran la conversión.
- Aplicar a esa cantidad el mismo porcentaje de la capitalización que quiere aplicar a las acciones en circulación.
- Calcular un fondo capitalizable que cubra:
 - a) la capitalización de las acciones en circulación
 - b) el número máximo a entregar a los obligacionistas en caso de que todos convirtiesen sus obligaciones.
- La sociedad efectuará la capitalización de lo correspondiente a a) y hará la reserva para lo mencionado en b).

Para nuestro ejemplo se debería aplicar al número de acciones subyacentes en caso de conversión total (16.000 acciones), el coeficiente de capitalización (1,4), lo que implica 6.400 acciones nuevas de v.n. \$0,20. Los fondos capitalizables deberán cubrir:

- a) la capitalización de las acciones en circulación \$ 5.600 (28.000 acciones a v.n. \$0,20)
- b) el valor correspondiente al mayor número de acciones a entregar a los obligacionistas que deseen convertir \$ 3.200 (6.400 acciones).

En caso de conversión total las acciones a emitir por conversión serán 22.400 (16.000 + 6.400). La porción no convertida en caso de conversión total o falta de conversión aumentará las reservas.

Una forma alternativa, y es la que se da en Argentina, que también permite mantener inalterados los derechos económicos de los obligacionistas ante este tipo de operación consiste en la actualización de la relación de conversión. Se aplica la fórmula: nueva relación de conversión = relación de conversión anterior x \$ 0,0001 (1+ % de capitalización).

4. Operaciones sociales que pueden significar un tratamiento inequitativo para los nuevos o antiguos accionistas

Existen otras circunstancias que pueden afectar la el esquema de conversión de los obligacionistas. Por ejemplo pueden existir operaciones que signifiquen una disminución voluntaria del capital social por reducción o amortización, distribuciones extraordinarias de ciertas reservas o modificaciones del esquema de reparto de utilidades que si se producen antes de la conversión, afectan los derechos de conversión de los obligacionistas.

En el caso de una reducción obligatoria no sería justo beneficiar a los obligacionistas conservando la misma relación de conversión, debido a que no es el deseo de los accionistas esta situación económica. Por eso surge la necesidad de proteger a los accionistas mediante un reajuste del precio de conversión.

4.1 La amortización y la reducción voluntaria del capital social.

La **amortización** consiste en la devolución anticipada al accionista de su aporte en valor nominal de la acción. La Ley de Sociedades Comerciales en su art. 223 dispone que la amortización debe efectuarse con ganancias líquidas y realizadas, si bien debía decir que se puede efectuar, siempre y cuando no afecte al capital social y las reservas legales, aunque sí podría afectar a las voluntarias.

En caso de producirse esta situación, y sin corrección, los accionistas que hubiesen recibido parcial o totalmente parte del capital que se encontraba incorporado en el valor nominal de la acción, tendrían el mismo derecho a los mismos dividendos que los nuevos accionistas que hubieren convertido sus obligaciones. Es por ello que se busca un mecanismo que no perjudique a los obligacionistas cuando la emisora decida amortizar sus acciones.

Las mismas consideraciones son aplicables en el caso de **reducción voluntaria del capital social**. La reducción puede ser útil para distribuir dividendos cuando hubiere pérdidas, dado que de otra manera debiera aplicar las ganancias futuras para cubrir esas pérdidas o deberse a una simple sobreabundancia del capital con relación al objeto de la sociedad.

Con esta decisión de reducción voluntaria por parte de los socios reunidos en asamblea extraordinaria se decide la disminución del capital social. Esto implica que en los próximos ejercicios se podrá distribuir utilidades con ganancias realizadas y líquidas, calculadas en relación al nuevo capital. Pero esta situación genera un perjuicio para los obligacionistas, potenciales accionistas de la emisora, que estimaban que esa cifra se mantendría sin variar hasta que ellos decidieran convertir sus tenencias. Es por ello que la ley en su art. 25 los protege mediante el ajuste del valor de conversión.

4.2 Las distribuciones extraordinarias

Cualquier distribución hecha a los accionistas que sobrepase a los dividendos ordinariamente distribuidos por la sociedad, implicará una disminución del valor de la acción subyacente y, por lo tanto, del valor de conversión. Esta disminución está dada por una reducción del valor de los activos generadores de utilidades futuras. Si es una distribución importante, implicará un claro perjuicio para los obligacionistas que llegaran tarde al reparto de los beneficios.

Dado que en nuestro país no hay política de dividendos regular, es decir, que exista asignación porcentual de utilidades a fin de ser distribuidas entre los accionistas, se aplica un criterio más contable. Por ello la ley engloba dentro de un mismo concepto, a los efectos de un marco de protección, en su art. 26, las operaciones de:

- a) “la adjudicación de valores en cartera; y
- b) la distribución en efectivo de reservas u otros fondos especiales inscriptos en el balance, excluidas las reservas formadas para el pago de dividendos ordinarios.”

Esta distribución de fondos, reservas, valores, significan de alguna forma desafectar cuentas para el pago de dividendos extraordinarios. Por ello la ley concurre en auxilio de los obligacionistas.

4.3 La modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades

La Ley de Sociedades Comerciales y la ley 19.060, en lo referente a debentures y bonos convertibles, disponían que quedaban prohibidas las modificaciones de las reglas estatutarias relativass al reparto de utilidades. Se pretendía evitar maniobras que alterasen el sistema de reparto en perjuicio de los obligacionistas. En nuestro país los estatutos no contienen muchas disposiciones específicas a este tema.

Aquí se entiende incluidas en el concepto analizado:

- Modificación de una política regular de dividendos para el caso en que esté fijado en el estatuto social.
- Modificación del porcentaje de utilidades asignado a determinada categoría de acciones.
- Supresión de alguna limitación a la distribución de dividendos estipulada al momento de la constitución de la sociedad.

4.4 Esquema protector básico y reajuste de conversión en sociedades cotizantes

La ley preve, en su art. 26, un esquema protector doble básico y uno alternativo para sociedades cotizantes, que deseen realizar estas distribuciones extraordinarias proponiéndolo al efecto en las condiciones de emisión. Así se considera:

- Solicitar la conformidad de la asamblea de los tenedores de obligaciones convertibles, con las mayorías requeridas como condición previa para que la sociedad emisora pueda proceder a hacer efectiva la operación prevista; y

- Otorgar derecho a la conversión anticipada a los obligacionistas que deseen convertir y beneficiarse de la operación, esto obviamente para el caso en que la convertibilidad no pueda otorgarse en ese momento por no preverlo así las condiciones de emisión.”
- Para aquellas sociedades que coticen sus acciones en bolsa y hayan previsto en las condiciones de emisión la fórmula de reajuste de la paridad de conversión, no existe obligación de llamar a dicha asamblea, porque los tenedores de obligaciones convertibles ya saben de antemano cómo se hará el reajuste de la conversión y no pueden alegar perjuicio alguno. Ellos aceptaron estas condiciones al momento de suscribir las obligaciones.

Esto aplica para el ofrecimiento de un sistema alternativo para sus distribuciones extraordinarias, aplicable también para la amortización o reducción voluntaria del capital, la adjudicación de valores en cartera y a la distribución en efectivo de reservas y otros fondos especiales no destinados a dividendos ordinarios.

El **precio de conversión reajustado** se determinará aplicando al precio de conversión actual un coeficiente que tenga en su numerador el precio corriente de mercado de la acción subyacente menos el descuento proporcional de las reservas de efectivo distribuidas o del capital social voluntariamente reducido o amortizados, aplicable a una acción ordinaria, y en su denominador el precio corriente de mercado de la acción ordinaria.

$$PC' = PC \times \frac{VC - D}{VC}$$

Siendo,

PC' = precio de conversión reajustado

PC = precio de conversión vigente

VC = valor de cotización de la acción ordinaria

D = descuento por pago extraordinario por cada acción en circulación

4.5 La reducción obligatoria del capital social

A los casos vistos hasta ahora es muy distinto la reducción obligatoria del capital social, debido a que nada se atribuye a los socios. En este caso, atento a que las pérdidas han consumido las reservas y el 50% del capital social, conforme la Ley de Sociedades Comerciales, éste debe ser disminuido para adecuarlo al nuevo patrimonio.

Aquí los socios no imponen a los obligacionistas un tratamiento discriminatorio por propia decisión, sino que la realidad económica llevaría al restablecimiento del equilibrio a través de una reducción proporcional del valor de conversión.

5. Alteraciones fundamentales del estatuto social.

Podemos citar otros casos que lógicamente afectan los intereses de los obligacionistas que adquirieron la opción considerando un perfil determinado de empresa.

5.1 Prórroga o reconducción del contrato social.

El art. 15 la ley protege al obligacionista de estas situaciones, excepto que la emisora sea una sociedad autorizada a la oferta pública de sus acciones. La **prórroga** se produce cuando la emisora decide, antes del vencimiento del plazo de duración de la sociedad, una extensión más allá de su plazo de vencimiento original acordado en su

estatuto. En cambio, la **reconducción** opera cuando dicha decisión se toma una vez vencido el plazo original.

Claramente se observa la necesidad de proteger al obligacionista en el caso de prórroga debido a que éste puede haber contado con el recupero de su inversión al momento de la liquidación, por el mero cumplimiento del plazo. Ésta imposibilidad de reintegro de su inversión debe ser afectada antes de decidir la conversión. Si la sociedad cotizara en bolsa, podría desprenderse fácilmente de su título y así solicitar el reembolso de su inversión.

Respecto de la reconducción surgen más dudas debido a que al momento de decidirse la emisión de obligaciones el período de repago en que puede estar pendiente la conversión será menor o igual que el de duración de la sociedad.

5.2 La transferencia del domicilio al extranjero.

Los obligacionistas que revisten el carácter de potenciales accionistas se pueden ver afectados por esta decisión de la empresa por variar las bases del negocio que tuvieron en cuenta al momento de suscribir dichos títulos.

5.3 El cambio fundamental del objeto.

Dado que en una sociedad por acciones el obligacionista tiene en cuenta no solamente el capital, sino también la actividad propuesta, su modificación sustancial sin el acuerdo de los obligacionistas, futuros accionistas, se altera unilateralmente las bases de su entendimiento.

5.4 Transformación de la sociedad.

Este es un tema que también que trae inconvenientes. Solo en el caso de transformación en una sociedad en comandita por acciones los obligacionistas que desean convertir pueden hacerlos en acciones de una sociedad cuyo control pasa al socio comanditado. En el resto de los casos es imposible la conversión en acciones.

5.5 Protección prevista

Los casos comentados han sido protegido en la ley en los arts.15 y 16, a través de:

- Otorgamiento del derecho de conversión anticipada de las obligaciones, obviamente para el caso de que ésta no sea posible al momento de la decisión.
- Otorgamiento del derecho de receso, en la forma y plazos previstos para los accionistas ausentes en la asamblea, es decir, dentro de los quince días de la clausura de la asamblea (art. 245 L.S.)

De esta forma el obligacionista deberá considerar y comparar el valor probable de reallización de la acción subyacente con el valor del capital e intereses devengados de la obligación, decidiendo la conversión cuando el primero de ellos sea superior al segundo.

6. Fusión o escisión de la empresa

La fusión y escisión son modificaciones societarias de gran trascendencia.

La **fusión** puede ser de dos tipos, según el art. 82 de la Ley de Sociedades Comerciales 19.550:

a) Fusión pura es la proveniente de dos o más sociedades que se disuelven, sin liquidarse, para constituir una nueva sociedad.

b) Fusión por absorción, es la que surge cuando una sociedad absorbe a otra que se disuelve previamente, sin liquidarse (art.82, ley 19.550).

Desde el punto de vista de los socios de las sociedades mencionadas se dará una de las dos siguientes situaciones:

- Los socios de las sociedades disueltas recibirán acciones de la nueva sociedad conforme a la relación de cambio de acciones a determinar en función de los balances especiales de fusión confeccionados sobre criterios de valuación y bases homogéneas.

- Los socios de la sociedad a incorporar recibirán las acciones provenientes del aumento de capital de la sociedad incorporante, por la incorporación del patrimonio según una relación de fusión o cambio confeccionada con semejantes criterios a los mencionados anteriormente.

Hay **escisión** (art.88, ley 19.550):

a) Cuando una sociedad, sin disolverse, destina parte de su patrimonio para fusionarse con otra o para participar con otra u otras en la creación de una nueva.

b) Cuando una sociedad, sin disolverse, destina parte de su patrimonio en constituir una o más sociedades nuevas.

c) Cuando la sociedad se disuelve, sin liquidarse, y destina todo su patrimonio para formar más de una sociedad nueva (escisión-división).

Desde el punto de vista de la sociedad que se escinde se darán una de estas situaciones:

- Los socios de la sociedad escindida que queda subsistente, recibirán acciones representativas de la o las sociedades a crearse o de la incorporante (absorción), en función de una relación de cambio a establecerse considerando los balances especiales de escisión calculado sobre la base de la participación que tengan en la sociedad escindida.

- Los socios de la sociedad escindida disuelta reciben acciones de las nuevas sociedades a crearse según una relación de canje establecida de acuerdo a parámetros similares a los establecidos anteriormente.

Tanto la fusión como la escisión otorgan, a los accionistas que no la aprobaron, el derecho de receder, y, salvo pacto en contrario, los socios que continúan tienen el derecho preferente por la parte de los recedentes.

Los tenedores de obligaciones convertibles, según el art. 27, tienen los siguientes derechos:

- La asamblea de obligacionistas debe aprobar la fusión o escisión de la emisora
- Los ausentes y disidentes tienen derecho a ser garantizados o reembolsados conforme el art.83 de la ley 19.550, y también a solicitar embargo judicial preventivo.
- Aprobada la operación, las obligaciones serán convertibles en acciones de la nueva sociedad, de la escindida o de la incorporante, según el caso.

La corrección del valor de conversión en función de la relación de fusión o escisión debe permitir a los obligacionistas que opten por la conversión recibir las mismas acciones a que tendrían derecho las acciones subyacentes si los obligacionistas hubiesen optado por convertir antes de efectuarse la fusión o escisión. Con esto se logra colocar al obligacionista que convierta en igual situación que si hubiese sido accionista al momento de la operación en cuestión y hubiese participado en ella.

7. Disolución anticipada de la emisora

En el art. 19 la ley establece que en todos los casos en que ocurra la disolución anticipada de la sociedad deudora antes de los plazos acordados para la conversión de las obligaciones, sus poseedores tendrán derecho a optar por la conversión anticipada.

No se aclara cuál es el plazo para ejercer este derecho. Por lo tanto se entiende que deberá fijárselo convencionalmente. Tampoco está aclarado si se puede o no solicitarla cuando aún no hubiese comenzado a correr el período en el cual el ejercicio de la opción de conversión es permitido al obligacionista. Podríamos entender que sí se puede solicitar.

No se considera aplicable el artículo cuando el período de conversión ya ha vencido, dado que el obligacionista ha tenido la oportunidad de ejercer el derecho en tiempo determinado. En tal caso la disolución anticipada los afectará en su carácter de acreedores pero no como posibles accionistas.

En principio el obligacionista optará por convertir cuando el valor patrimonial proporcional de la liquidación de la sociedad o la cotización de la acción subyacente supere el valor de reembolso del título más sus intereses. Si bien este comentario parece cierto y sencillo, no lo es tanto, debido a que en la decisión sería conveniente comparar el valor que obtendría por la conversión considerando un nuevo valor de empresa en disolución frente al valor que podría obtener de la liquidación conforme el tipo de garantía que tenga su título de obligacionista.

Repasando los conceptos mencionados en el párrafo anterior, la norma alude a “todos los casos en que ocurra disolución”, de modo que incluye a todos los supuestos del art., ley 19.550. Examinando en detalle las causas posibles entendemos que podrá ser factible el pedido de conversión del art. 19 solo cuando ésta opere por decisión de los socios, por cumplimiento de la condición a la cual se subordinó su existencia, por consecución del objeto para la cual se formó o por la imposibilidad sobreviniente de lograrlo u en caso de reducción a uno del número de socios. Los demás casos presuponen la existencia de situaciones comprometidas para la emisora, que seguramente habrán afectado su patrimonio desalentando los deseos de inversión. Estos casos serían la pérdida del capital social, quiebra declarada, sanción firme de cancelación de oferta pública o de la cotización de sus acciones y resolución firme de retiro de la autorización para funcionar cuando las leyes especiales la impusieran en razón de su objeto.⁷

“Para el caso de **sociedades que hacen oferta pública de sus acciones** el art. 56 de las Normas establece que cuando la disolución se produce por las causas del art. 94 incisos 1 a 4 y 10 de la Ley de Sociedades Comerciales, la cancelación de la oferta pública precederá respecto de las obligaciones convertibles, una vez que se apruebe el balance final y proyecto de distribución. “Esto significa que en estos supuestos el título puede seguir circulando, ya que si bien la sociedad ha entrado en liquidación, el derecho negociado es el implícito que corresponde al remanente de la liquidación a cada acción subyacente”.⁸

Respecto del carácter creditorio de la obligación, la disolución anticipada no provocará el vencimiento anticipado de los plazos de repago si esto no ha sido previsto en las condiciones de emisión, pero los liquidadores no podrán distribuir ni siquiera parcialmente los fondos de la empresa sin previamente garantizar el reembolso del crédito.

⁷ Art. 94 inc 5, 6, 9 y 10 de la Ley de Sociedades Comerciales 19.550 y sus modificatorias

⁸ Yomha, ob. Cit., pág. 325

8. Rescate anticipado

Se puede dar esta operación de readquisición del título por una disposición predeterminada en las condiciones de emisión que otorgan ese derecho a la sociedad. Este rescate tiene por efecto extinguir el derecho de conversión, pudiendo implicar:

a) la **conversión forzada**:

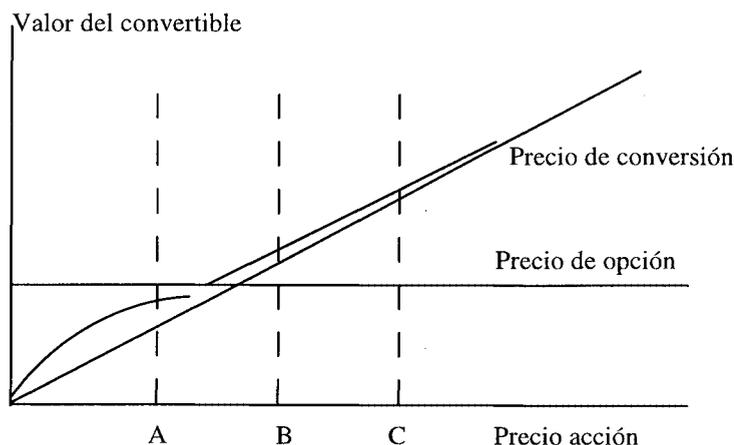
Esto se da cuando el valor de la acción subyacente se encuentra próxima, igual o levemente superior al precio de conversión. El tenedor puede desear un aumento del valor de cotización de la acción subyacente y mientras tanto usufructuar de los intereses vigentes.

Las empresas retienen normalmente una opción de compra sobre el bono convertible a un precio establecido. Así, una opción puede forzar la conversión si el precio de la acción es lo suficientemente alto.

Puede darse el caso que el bono convertible posea dos o más años de protección de compra. Durante ese lapso no le está permitido a la empresa optar a la compra de los bonos. Sin embargo, podría establecerse que puedan ser comprados anticipadamente, antes del final del plazo de protección si el precio de la acción ha crecido lo suficiente para proporcionar un buen beneficio de conversión.

La recompra del bono afecta la distribución del capital entre sus propietarios. Por lo tanto, si se desea maximizar la parte de los accionistas actuales se debe minimizar la parte de los poseedores de bono. Así vemos que no se deben recomprar los bonos si son menos valiosos que la opción de compra, para no dar un beneficio innecesario a los tenedores de bonos. De la misma manera no debe dejarse que los bonos permanezcan sin recomprarse si su valor está por sobre el precio de recomprar, porque no se estaría minimizando el valor de los bonos.

Podemos ayudarnos gráficamente⁹ para analizar la decisión de comprar un convertible.



En este gráfico se representa como línea horizontal la opción de compra.

Consideremos los valores de empresa correspondientes a tres precios de acción: A, B y C

- Al precio A, el convertible está “fuera de la moneda”. Si se compra el bono se lleva al reembolso en efectivo y se ofrece a los tenedores del bono un “regalo” igual a la

⁹ Brealey y Myers, ob. cit., pág. 453

diferencia entre el valor del convertible y el precio de la opción. Por ello no convendría que la empresa compre.

- Si la protección de recompra finaliza con el precio al nivel de C, en este caso el director financiero debería ejercitar la opción rápidamente forzando el valor del convertible a la baja del precio de la opción de compra. También puede retrasar la recompra durante un tiempo al precio C si las erogaciones de intereses de la deuda del convertible son menores que los dividendos extra que se pagarían luego de la conversión. Este retraso reduciría el pago a realizarse a los tenedores de bonos.....
- Al precio B el director financiero probablemente esperará . Recordemos que si se anuncia una opción de compra, los tenedores podrían tener un período para decidir si convierten o recuperan.

El precio de la acción podría disminuir fácilmente por debajo del precio de la opción durante ese período forzando a la empresa a recuperar a través de efectivo.

Resumiendo, el gerente financiero debe comprar a precio de C y esperar en los precios A y B. El precio de conversión es la línea recta inclinada ascendente.

Como dicen Bollini-Goffan¹⁰, y desde el punto de vista del comprador, al comprar bonos hay que tener en cuenta que este tipo no es conveniente, ya que si baja la tasa de interés, en teoría sube el valor del bono, pero en el caso de los bonos con cláusula de reembolso, el emisor puede rescatarlos para emitir nuevos bonos a tasa menor. El inversor pierde la ocasión de capitalizarse y deberá volver a comprar bonos con menor tasa de interés.

b) **impedir la conversión:**

La acción subyacente está cotizando a un nivel superior al precio de conversión. Con el objetivo de anular el beneficio obtenido por el obligacionista, la emisora utiliza el pago anticipado y beneficia de esta manera a los accionistas actuales de la sociedad, ya que a ellos les corresponderán los dividendos pendientes y se les mantendrá el poder político dentro de la sociedad.

La utilización del rescate anticipado no está regulada en la Ley de Obligaciones Negociables en Argentina. Este método solo parece reprochable si se lo utiliza en forma intespestiva, impidiendo la conversión al inversor por lo sorpresivo de la operación social tomada.

Una forma de no ser intespestiva es redactar en las condiciones de emisión que el rescate anticipado debe ser notificado previamente, para otorgar plazo al obligacionista para ejercer o no la conversión.

En caso de efectuarse un rescate sorpresivo impidiendo la conversión, el obligacionista podría argumentar a favor sus derechos por abuso de derecho y, hasta reclamar daños y perjuicios.

La reglamentación bursátil (art. 130 del Regl.) permite un marco de acción al obligacionista al estipular ciertos plazos para que decidido el rescate comience esta operatoria. De esta manera el obligacionista tendrá un breve plazo para ejercer o no la opción de convertibilidad notificándolo a la emisora.

¹⁰ Bollini-Goffan, ob. cit., pág. 223

VI. EXPERIENCIAS EN EL MERCADO ARGENTINO

Las obligaciones negociables convertibles existentes en nuestro país al 1 de diciembre de 2003 son:¹

Empresa	Título	Situación en la Bolsa de Comercio
Acíndar	OAC17	Sociedad que cotiza en rueda reducida
Alpargatas	OALX4/OALY4	Sociedad con cotización suspendida
Alto Palermo	OAPA3	Cotización normal
Banco Suquía	OBSQ6	Sociedad con cotización suspendida
Cresud	OCRX1	Cotización normal
IRSA	OIRX2 y OIRX5	Cotización normal
Solvay Indupa	OIND3	Cotización normal

En este capítulo trataremos de analizar, para cada uno de las empresas mencionadas, los siguientes temas:

- Cuáles han sido las Principales condiciones de emisión
- Cuál ha sido el objeto de constitución de las obligaciones negociables convertibles (ONC)
- Cuál es la situación actual del pago de amortización y renta
- Cuál es la evolución y situación actual de la sociedad

1. Acíndar Industria Argentina de Aceros S.A.

Acíndar, cuya sede está en Buenos Aires, es la mayor productora integrada de aceros largos de Argentina, con una producción cercana a los 1,2Mt/a. Sus principales accionistas son el grupo Belgo-Mineira, la familia argentina Acevedo y la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial. El resto circula en el mercado.

A- Principales condiciones de emisión

Título: OAC17

Denominación: Subordinadas Obligatoriamente Convertibles

Moneda: Dólares estadounidenses

Plazo: 4 años desde la fecha de suscripción

Vencimiento: 28.05.2005

Intereses: 7,5% anual

Base de cálculo de intereses: 365/12/días efectivamente transcurridos

Pago renta: anual mediante entrega de O.N. subordinadas obligatoriamente convertibles, sin derecho a opciones

Derecho de conversión/precio: estas Obligaciones serán convertibles en acciones Ords. Clase "B": a opción de cada obligacionista, en cualquier momento; en forma obligatoria, en su vencimiento; o a opción de sus tenedores como consecuencia de la

¹ Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1-12-2003

declaración de caducidad de plazos (ver sección: Descripción de las Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles-Causales de Incumplimiento)

Precio de conversión: \$ 1 (excepto ajuste técnico)

Subordinación: Al pago de la totalidad de la deuda senior de la sociedad

Monto inicial de la emisión: v/n u\$s 64.381.568

Monto actual de la emisión: u\$s 69.162.279²

Rescate Opcional Especial: Las O.N. Subordinadas Convertibles no serán rescatables, excepto en el supuesto especificado en “Descripción de las O.N. Sub. Convertibles – Rescate Opcional Especial”, caso en que serán rescatables contra pago en Dólares a los precios y de conformidad con los términos previstos en dicho título.³

Fechas de Rescate que se produzcan durante

los siguientes períodos:

	<i>Precio de Rescate</i>
<i>Durante el 1° año a partir de fecha de emisión</i>	<i>102,5%</i>
<i>Durante el 2° año a partir de fecha de emisión</i>	<i>105,0%</i>
<i>Durante el 3° año a partir de fecha de emisión</i>	<i>107,5%</i>
<i>Durante el 4° año a partir de fecha de emisión</i>	<i>110,0%</i>

B- Objeto de constitución de ONC

La prolongada recesión de la economía argentina desde fines de 1998 ha sido la principal razón de las significativas pérdidas experimentadas por la Sociedad. Una sensible disminución en los volúmenes y los precios de los productos despachados al mercado interno han sido la principal causa de la fuerte disminución en las ventas de Acindar con el consiguiente impacto negativo en los resultados de la misma.

Adicionalmente, la inestabilidad de la economía brasileña durante la primera mitad de 1999, los bajos precios internacionales del acero y la creciente inestabilidad económica y política de la Argentina también jugaron en contra de la Compañía. Como consecuencia de las sucesivas pérdidas y la correspondiente disminución en la generación de caja, la Compañía no pudo cumplir con el objetivo de reducir el nivel de su deuda financiera. Dentro de sus estrategias surgió la creación de este instrumento de deuda convertible.

“Los fondos que se obtengan de la colocación de las Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles serán destinados, conforme lo previsto por el artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables, a la cancelación de la deuda y capital de trabajo.”⁴

Se esperaba que el producido neto para la Compañía derivado de la oferta ascienda a aprox. \$ 59,7 millones, asumiendo que los tenedores de Derechos de Preferencia adquieran la totalidad de las nuevas O.N.C.

El producido neto de la oferta sería aplicado a :

- a) cancelar deudas con entidades financieras;
- b) otras deudas financieras y
- c) capital de trabajo.

Con parte de del producido se cancelarían deudas financieras con accionistas por un monto aproximado de u\$s 28,3 millones que devengaba una tasa de interés del 9,5%, y se cancelarían:

² Idem 1

³ Acindar, Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles en Acciones Ordinarias Clase “B” (2-5-2001)

⁴ Idem 3

- i) deudas con entidades financieras que devengan una tasa de interés que oscila entre $\text{libor}+0,70$ y $\text{libor}+1,125$, con vencimiento en octubre y noviembre de 2001 por un monto aproximado de u\$s 1,9 mill;
- ii) deudas con entidades financieras que devengan una tasa de interés que oscila entre $\text{libor}+2,25$ y $\text{libor}+2,75$, con vencimiento en agosto y octubre de 2001 por un monto aproximado de u\$s1,7 millones;
- iii) deudas con entidades financieras que devengan una tasa de interés $\text{libor}+2,75$ con vencimientos entre junio y noviembre de 2001 por un monto aproximado de us\$6 millones; y
- iv) deuda con entidades financieras con vencimientos en octubre y noviembre de 2001 que devengan una tasa de interés de $\text{libor}+3$ y por un monto aproximado de u\$s 7,3 millones.⁵

De la lectura de los balances de la sociedad⁶, los fondos netos obtenidos en la emisión de Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles fueron finalmente aplicados totalmente a la cancelación de pasivos financieros de corto plazo. Para el caso de los fondos netos obtenidos en la emisión de Obligaciones Negociables Simples se han aplicados totalmente de la siguiente forma: cancelación de Deudas comerciales de corto y largo plazo: \$ 47.636.000; cancelación de Deudas bancarias y financieras: \$ 39.152.000; Capital de trabajo: \$ 8.712.000.

C- Situación actual del pago de amortización y renta

Codigo	Denominación	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habili-tación	Moneda	Situación según aviso de pago
OAC17	Subordinadas Obligatoriamente Convertibles	R	28/05/02	28/05/03	Si	Dólares	Pagó.
OAC17	Subordinadas Obligatoriamente Convertibles	R	28/05/03	28/05/03	Si	Dólares	Pagó.

R: Renta

Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires del 1-12-2003

D- Evolución y situación actual de la sociedad

a) Situación actual en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Cotización en Rueda Reducida desde: 08.02.02

Motivo de la transferencia de cotización: Art. 39 inc. a) y c) del Regalemento de Cotización.

Situación actual de la empresa: La sociedad informó que decidió postergar el pago de la cuota de intereses de las Obligaciones Negociables Simples 11,25% -vencimiento 2004- previsto para el 15.02.02. Ha solicitado la cotización de Obligaciones Negociables por valor de U\$S 80.000.000 Convertibles en Acciones Clase B

Ultimo balance presentado: 30.09.03 3° Trimestre ⁷

b) Evolución de la sociedad

⁵ Idem 3

⁶ Acíndar SAIC, Estados Contables al 31-12-2002 y al 31-3-2003, Notas 13.

⁷ Idem 1

“A mediados de Diciembre de 2001 la Sociedad había decidido suspender el pago de los servicios de la deuda para utilizar todos sus recursos e ingresos en el pago de los insumos, materias primas, salarios y servicios necesarios para la fabricación y entrega de productos. Sin embargo, ni aún la suspensión en los pagos de la deuda impidió el continuo deterioro de la generación de fondos, lo que llevó a incurrir en atrasos en los pagos a proveedores e incluso a sus empleados, comprometiendo aún más la situación financiera.

Un adecuado manejo de inventarios, la postergación de todas las inversiones y gastos de mantenimiento y el invaluable esfuerzo de sus empleados y proveedores, le permitió a la Sociedad estabilizar la situación durante el turbulento primer trimestre del año 2002. La devaluación del peso argentino, si bien significó un nuevo impacto negativo sobre la alicafda economía doméstica, mejoró la rentabilidad del mercado externo impulsando una gradual mejora en la generación de caja.

Una vez superada esta situación la empresa convocó a sus acreedores financieros quienes designaron un Comité de representantes para negociar con la Sociedad la reestructuración de su deuda financiera.”⁸

“El 25/03/2003 Acíndar informó que presentó una Propuesta de reestructuración de deuda al Comité ad hoc de acreedores de la sociedad. Dicha propuesta, se efectivizará mediante la celebración de un Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE) y el cierre de la reestructuración tendrá lugar una vez homologado el APE.

El 10/04/2003 comenzó una oferta de compra en efectivo. La misma, vencerá el día 9 de mayo de 2003, salvo finalización en una fecha anterior o prórroga. Dicha oferta, se realiza con anterioridad a la reestructuración de su deuda financiera.

El 14/04/2003, la sociedad convoca a Asamblea extraordinaria para el 16/05/03 en la que se tratará, entre otros puntos, la autorización de una emisión de hasta u\$s 350.000.000.- de obligaciones negociables. De dicho monto, hasta el equivalente a u\$s 60.000.000.- sería emitido en obligaciones negociables convertibles en acciones ordinarias y el resto serían obligaciones negociables simples; destinadas a reemplazar la deuda financiera objeto de reestructuración.

El 28/04/2003 informó prórroga de la Oferta de Compra en efectivo hasta el 12/05/03. Sin embargo, el 02/05/2003 la Sociedad anunció el incremento del Monto de la Oferta de Compra en efectivo. El mismo se modifica de un máximo de u\$s 20 millones a un máximo de 30 millones. Anunció también la prórroga de la oferta de Compra en efectivo, por lo que vencerá el 16/05/03 y la prórroga de la fecha de Ofrecimiento Anticipado para el mismo día. Indica que hasta el 01/05/03 se habrían ofrecido para su recompra un monto total aproximado de u\$s 24,3 millones de capital.

El 19/05/2003 la sociedad anuncia el aumento de precio de compra y del monto máximo de contraprestaciones de cada una de sus ofertas de compra en efectivo y la prórroga de las fechas de vencimiento al 28/05/2003, salvo extensión.

El 21/05/2003 la empresa anuncia la prórroga de la Oferta de Compra hasta el 29/05/2003, salvo extensión y preve realizar ciertos pagos el 30/05/2003, introduciendo al mismo tiempo algunas modificaciones a las condiciones expuestas en la oferta de compra anunciada el 10/04/2003.

El 30/05/2003 la sociedad informó que al cierre de la Oferta de Compra el monto ofrecido alcanzó a u\$s 40.041.663.- en concepto de capital de Obligaciones Negociables y Deuda en dólares. El monto en efectivo que deberá abonar a los que adhirieron a la Oferta es

⁸ Acíndar SAIC, Estados Contables al 31-12-2002, Memoria del Directorio

de u\$s 26.027.080.-, estimando su pago el 03.06.2003. Además abonará un monto total de u\$s 2.002.083 en concepto de pago por Oferta Anticipada.

El 09/06/2003 la sociedad informa que a partir del 05/06/2003 comenzó a realizar ciertos pagos a sus acreedores en pesos y dólares. En lo que respecta a las obligaciones negociables simples con vencimiento 2004 dispondrá de la suma de u\$s 6.795.291 – aplicada a la cancelación de los intereses devengados y exigibles hasta el 04.06.2003. Además informa que los créditos y los intereses remanentes quedarán afectados al Acuerdo Preventivo Extrajudicial por medio de la cual la compañía tiene previsto la reestructuración propuesta.

El 13/06/2003 la Sociedad informó que se presentaron a la oferta de rescate de deuda obligacionistas por un monto de u\$s 27.134.000. Oportunamente diligenciará la cancelación de cotización del monto adquirido. El valor nominal remanente en circulación asciende a u\$s 72.866.000.

El 07/07/2003 pagará intereses a las obligaciones negociables simples remanentes por el período 15/08/01 al 30/11/01 a una tasa por el período del 3.218% (11,25% anual) y por el período 01/12/01 al 04/06/2003, a una tasa por ese período del 6,044% (4.00% anual). La Bolsa de Comercio ha procedido el 07/07/2003 a autorizar la disminución del monto oportunamente autorizado a cotizar, quedando reducido la emisión a v/n u\$s 72.866.000.

La sociedad informa el 12/08/2003 que a raíz del proceso de reestructuración de la deuda financiera, no efectivizará el pago de cuota de intereses de obligaciones negociables simples fijado para el 15/08/2003.”⁹

Según una publicación del 11 de noviembre de 2003¹⁰, Acindar se encuentra en un proceso de reestructuración por u\$s 470 millones, con intención de recompra en efectivo por el 70%. Se especula que van a buscar un APE y todavía no se ha formalizado la propuesta. Es decir, se encuentra en un proceso de lanzamiento de canje.

c) Evolución de las conversiones

Conforme surge en los Balances¹¹, estas Obligaciones Negociables Convertibles Subordinadas fueron compradas mayoritariamente por los accionistas principales de la Sociedad, y contienen algunas causales de incumplimiento que, en el caso de que ocurran, los tenedores de por lo menos el 25% del valor nominal de dichas obligaciones podrán declarar el monto de capital exigible y pagadero en, a opción de los tenedores, dólares o acciones Clase “B”.

El 19 de diciembre de 2002 y 24 de febrero de 2003, se realizó la conversión de Obligaciones Negociables Subordinadas Obligatoriamente Convertibles en acciones ordinarias Clase “B” por un valor de \$ 428.505 y \$ 23.204 respectivamente. (ver Apéndice 2)

Al 31 de diciembre de 2002, la Sociedad ha incurrido en algunas causales de incumplimiento, no habiéndose recibido a la fecha de emisión de los estados contables consolidados del 31-3-2003 reclamo alguno por parte de los obligacionistas.

⁹ Idem 1

¹⁰ Diario El Cronista, 11/11/2003

¹¹ Balance de Acindar del 31-12-2003 y del 31-3-2003, Notas 12.

2. Alpargatas Sociedad Anónima Industrial y Comercial

A- Principales condiciones de emisión

Título: OALX4/OALY4

Denominación: Obligaciones Negociables subordinadas convertibles en acciones

Moneda: Pesos

Fecha de emisión original: 30.07.97

Vencimiento: 30.07.2003

Intereses: tasa fija equivalente al 12,75% anual

Pago renta: semestral en especie (obligaciones negociables adicionales) hasta el 29.07.2000; a partir de esa fecha en efectivo los 30/01 y 30/07 de cada año. El primer servicio operará el 30.01.98.

Amortización: a menos que con anterioridad sean convertidas, rescatadas o recompradas y canceladas se convertirán en acciones ordinarias el 30.07.2003

Monto actual de la emisión: \$ 5.250.508

Estas Obligaciones Negociables Mandatoriamente Convertibles en Acciones Ordinaria fueron emitidas el 30 de julio de 1997 la Sociedad por VN \$ 80.000.000 en conjunto con \$ 75.000.000 de opciones de suscripción futura de acciones ordinarias. Estas obligaciones fueron emitidas a seis años de plazo con intereses del 12,75% anual pagaderos en especie (en Obligaciones Negociables Obligatoriamente Convertibles adicionales). Las Obligaciones Negociables Convertibles fueron emitidas a la par y el tenedor tendría la opción durante su vigencia de convertirlas en cualquier momento en acciones ordinarias de la Compañía a una relación actual de 0,00718952 acciones por cada Obligación Negociable (originalmente la relación de conversión era de 1 ON por acción que luego se vió modificada por las reducciones de capital aprobadas por las Asambleas de Accionistas durante 1999). A su vencimiento, el 30 de julio de 2003, las Obligaciones Negociables remanentes se encontrarían sujetas a su conversión automática en acciones ordinarias a la misma relación.¹²

B- Objeto de constitución de ONC

La Sociedad, mediante un contrato de cesión del 15/05/1997 había acordado ceder a Newbridge, el derecho a cobrar del producido de las emisión de las Obligaciones Negociables el equivalente a U\$S 60.000.000 con más los intereses devengados y todas las sumas debidas en virtud de los Préstamos Puente (en la medida en la que dichos Préstamos Puente no hubieran sido cancelados por compensación de la forma descripta en la sección "La Suscripción Preferente-Modalidades de integración"). La Sociedad se propuso utilizar los fondos restantes para reestructurar su deuda de corto plazo, financiar su plan de inversiones e integrar capital de trabajo en Argentina.¹³

C- Situación actual del pago de amortización y renta

Estas Obligaciones Negociables han sido objeto de una Oferta de Canje por Conversión Anticipada¹⁴ en el marco del programa de reestructuración financiera y de capitalización de la Compañía concluído en diciembre de 2000. En dicha oferta los tenedores

¹² Alpargatas SAIC, Estados Contables al 31-12-2002

¹³ Prospecto resumido de Alpargatas S.A.I.C., Separata La Bolsa, Bs.As., 14/07/1997'

¹⁴ Prospecto Resumido de Oferta de Canje por Conversión Anticipada de Obligaciones Negociables Obligatoriamente Convertibles, Separata La Bolsa, Bs.As., 25-01-2000

del 95.3% de Obligaciones Negociables Mandatoriamente Convertibles aceptaron llevar adelante la **conversión anticipada** de sus títulos. El saldo de estas Obligaciones Negociables que no ha aceptado la Oferta de Canje por Conversión Anticipada asciende a u\$s 6.256.916 (incluyendo intereses devengados). Estas Obligaciones Negociables se encuentran incluidas en el Concurso Preventivo de Acreedores.¹⁵ (ver Apéndice 3)

Codigo	Denominación	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Agente de pago	Habili-tación	Moneda	Situación según aviso de pago
OALP5	Subordinadas Convertibles	A y R	31/12/01	31/12/01	HSBC Bank Argentina	Si	Dólares	No pagó. Se encuentra en concurso preventivo
OALX4	Subordinadas Convertibles	R	30/01/02	30/07/03	Bankers Trust	Si	Pesos	No pagó. Se encuentra en concurso preventivo
OALX4	Subordinadas Convertibles	R	30/07/02	30/07/03	Bankers Trust	Si	Pesos	No pagó. Se encuentra en concurso preventivo
OALX4	Subordinadas Convertibles	R	30/01/03	30/07/03	Bankers Trust	Si	Pesos	No pagó. Se encuentra en concurso preventivo
OALX4	Subordinadas Convertibles	A y R	30/07/03	30/07/03	Bankers Trust	Si	Pesos	No pagó. Se encuentra en concurso preventivo

A: amortización

R: renta

Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires del 1-12-2003

D- Evolución y situación actual de la sociedad

a) Situación actual en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Con cotización suspendida desde: 12.08.99, conforme el Art.42, inciso e) del Reglamento de Cotización.

Situación actual de la empresa: Con fecha 27.12.01 la sociedad informó su presentación en concurso preventivo de acreedores, el que quedó radicado por ante el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 19, Secretaría N° 17.

Ultimo balance presentado: 30.09.03 3° Trimestre

Los resultados no asignados negativos insumen la totalidad del patrimonio neto.¹⁶

b) Evolución de la Sociedad

Hacia fines del año 2000, Alpargatas concluyó la reestructuración voluntaria de su deuda financiera, con la aprobación de aproximadamente el 96% de sus acreedores. Esta reestructuración permitía la recapitalización de la empresa y posibilitaría usar su flujo de fondos operativo para el recupero del valor de sus activos. Asimismo se suponía que lograría nuevamente el acceso al financiamiento de capital de trabajo, elemento central para reestablecer el flujo operativo de la empresa.

Durante el año 2001 se trabajó arduamente para recuperar las operaciones de la empresa. Sin embargo, los esfuerzos de la compañía, y fundamentalmente de todo su personal, no lograron revertir la delicada situación. principalmente por:

- el estado general de depresión económica del país,
- el altísimo crecimiento de las importaciones,

¹⁵ Idem 1

¹⁶ Idem 1

- los incumplimientos de los compromisos de las autoridades respectivas para restituir los créditos de la empresa con el Estado, para ser usados como herramientas para financiar el capital de trabajo que demanda el crecimiento,
- la imposibilidad de obtener nuevas fuentes de financiamiento de capital de trabajo como consecuencia del riesgo existente ante la imposibilidad legal de extender, a los acreedores que no aceptaron la reestructuración financiera, el esquema acordado con la gran mayoría de los acreedores financieros de la compañía.

Por ello el Directorio optó por la protección que, en estas circunstancias, le brinda la ley 24.522 solicitando para la sociedad controlante del grupo económico, Alpargatas S.A.I.C., la apertura del **Concurso Preventivo de Acreedores** (ver Apéndice 3) a fines de Diciembre de 2001 y de otras sociedades del grupo económico durante el mes de junio de 2002

Los estados contables al 31 de diciembre de 2002 presentan patrimonio neto negativo. No obstante el mismo no contempla los ajustes que puedan surgir como consecuencia de la culminación del concurso preventivo de acreedores de la Sociedad.

El cambio de rumbo económico está contribuyendo a la recuperación de las operaciones de Alpargatas a través del incremento de la producción nacional que se genera con la sustitución de importaciones, y el retorno a los mercados de exportación producto del cambio en las variables económicas. Alpargatas es el principal fabricante argentino de calzado deportivo y telas y está posicionada en el mercado con marcas líderes. Este activo fundamental es complementado con un recurso humano y físico que le permite abastecer una demanda local, que debiera reponerse con la corrección de las distorsiones que han afectado el funcionamiento de la economía.

En virtud de todo lo expuesto, y confiando en la culminación exitosa del proceso concursal, la Sociedad espera que podrá continuar con el relanzamiento de la actividad en sus plantas y la adecuación de su nivel de actividad al tamaño de los mercados previstos, compatibilizando los mismos con las eficiencias que garanticen los resultados operativos necesarios para la normalización de sus actividades.¹⁷

c) Evolución de la Sociedad

En el Apéndice 3 se puede ver claramente la evolución del capital social de esta empresa que ha debido efectuar en el año 1994 un aumento de capital por conversión de obligaciones negociables convertibles de la 3ra. emisión. También en el año 1998 y hasta agosto de 1999 se han efectuado aumentos de capital por conversión de obligaciones negociables mandatoriamente convertibles aprobada por Asambleas de fechas 30.04.97 y 19.05.97. En el 2000 el Directorio declaró el aumento de capital por conversión anticipada de obligaciones negociables mandatoriamente convertible aprobadas por Asambleas de fechas 30.04.97 y 19.05.97 en el marco de la **Oferta de Canje por Conversión Anticipada** aprobada por Res. 13.144 del 09/12/99 de la CNV. Los obligacionistas que han participado recibirían 0,0956 Acciones de Conversión por cada Obligación Negociable Obligatoriamente Convertible en circulación a la fecha del Prospecto¹⁸

Asimismo en la reunión de Directorio del 26.12.2000 se declaró otro aumento de Capital en el marco del Acuerdo de Reestructuración Financiera y la Oferta de Canje autorizada por la Res. 13.144 del 09/12/99 de la CNV.

¹⁷ Idem 12. Memoria del Directorio

¹⁸ Prospecto Resumido de Oferta de Canje por Conversión Anticipada de Obligaciones Negociables Obligatoriamente Convertibles, Separata La Bolsa, Bs.As., 25-01-200

3. ALTO PALERMO S.A.

Es una compañía argentina de bienes raíces dedicada principalmente a la tenencia, locación, administración, desarrollo y adquisición de centros comerciales productivo una posición preponderante dentro del mercado.

A- Principales condiciones de emisión¹⁹

Título: OAPA3

Denominación: Obligaciones Negociables Convertibles Serie I Convertibles en Acciones Ordinarias (1 voto) v/\$n 0,10 cada una.

Moneda: Dólares estadounidenses

Fecha de emisión: 19.07.02

Plazo: 4 años

Intereses: 10% anual fija

Base: año de 365 días

Pago renta: semestral

Moneda de pago: Dólares Estadounidenses o Pesos según el cambio cotizado por Banco de la Nación Argentina

Derecho de conversión: Serán convertibles a opción de cada obligacionista en Acciones Ords. de la sociedad (1 voto) de v/\$n 0,10 cada una.

Precio de conversión: se calculará en base al promedio de las últimas 10 cotizaciones diarias de la acción anteriores a los dos Días Hábiles previos al inicio del Período de Suscripción Preferente, siempre y cuando dicho promedio no sea inferior a Ps. 0,10 ni superior a Ps 0,15. En el caso de que dicho promedio fuera superior a Ps. 0,15, el precio de conversión sería fijado en Ps. 0,15 y en el caso de que dicho promedio fuera inferior a Ps. 0,10, el precio de conversión sería fijado en Ps.0,10. Una vez determinado el precio de conversión en pesos, el mismo se dividirá por el tipo de cambio vendedor del Dólar Estadounidense informado por el Banco de la Nación Argentina al cierre de las operaciones de los dos Días Hábiles previos al inicio del Período de Suscripción Preferente.²⁰

Monto inicial de la emisión (luego de conversión): v/n u\$s 51.562.500

B- Objeto de constitución de ONC²¹

Los fondos que se obtengan de la colocación serían destinados, conforme lo previsto en el Art. 36 de la Ley de Obligaciones Negociables para cancelar y/o refinanciar deuda con el objetivo de reducir el endeudamiento y no recurrir en una causal de incumplimiento bajo los Títulos Senior o bajo los Títulos, según lo definido en el Prospecto.

Hasta tanto se hagan efectivos los usos indicados APSA podría invertir los fondos disponibles en depósitos bancarios de corto plazo (hasta 90 días) de instituciones financieras locales. APSA se reserva el derecho de asignar el producido neto de la oferta entre los destinos antes mencionados en tanto resulte más beneficios u aconsejable comercial y financieramente según las condiciones de mercado.

¹⁹ Idem 1

²⁰ Alto Palermo S.A. Prospecto Serie I hasta us\$ 50.000.000 Obligaciones Negociables Convertibles en Acciones Ordinarias.

²¹ Idem 20

C- Situación actual del pago y amortización y renta

Codigo	Denominación	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Agente de pago	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OAPA3	Serie I	R	15/01/03	19/07/06	Caja de Valores S.A	Si	Pesos	Pagó
OAPA3	Serie I	R	21/07/03	19/07/06	Caja de Valores S.A	Si	Pesos	Pagó

Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 1-12-2003

D- Evolución y situación actual de la sociedad²²**a) Evolución de la deuda financiera desde el año 2000.**

Con relación a las obligaciones negociables por Ps. 85 millones con vencimiento en abril de 2005, el 30 de marzo de 2000 APSA suscribió un contrato de SWAP de tasas de interés (el "Swap") con Morgan Guaranty Trust con el objetivo de reducir su costo de endeudamiento. Sin embargo ante el empeoramiento de las condiciones económicas originadas tanto en el mercado nacional como en el internacional desde mediados de 2001 se generó un importante desvío negativo en su funcionamiento dado que la variable principal que determinaba la evolución del Swap, la tasa implícita en las operaciones de futuro Pesos/dólares, tomó valores totalmente inesperados e imprevisibles.

Para resolver el problema se apeló a la experiencia del Management, logrando generar una mayor certidumbre sobre la situación. Es así como el 20 de julio de 2001, APSA suscribió un nuevo contrato de Swap, por el cual se eliminaba el riesgo de la tasa implícita en las operaciones de futuro Pesos/dólares, evitando de esta manera peores consecuencias para la compañía. Para dicha modificación debió constituir una depósito en garantía por un monto de U\$S 50 millones. Tanto IRSA como Parque Arauco S.A., sus accionistas principales, efectuaron préstamos a fin de solventar el monto de garantía requerido por el Swap. El resto del capital fue financiado con parte de su capital de trabajo.

Durante el mes de diciembre de 2001, se efectuó una cancelación parcial del Swap, disminuyendo el monto de la operación de U\$S 85 millones a U\$S 69,1 millones, a su vez realizó una recompra de sus obligaciones negociables denominadas en Pesos con vencimiento el 7 de abril de 2005, por un valor nominal de Ps. 15,5 millones por debajo de su valor par. Ambas operaciones en conjunto arrojaron una pérdida para APSA de Ps. 0,3 millones.

Respecto de las obligaciones negociables de Ps. 120 millones con vencimiento en enero de 2005, durante el ejercicio hemos cumplido con los covenants financieros establecidos en las condiciones de emisión de las mencionadas obligaciones negociables.

En cuanto a las obligaciones negociables de Ps. 85 millones, IRSA ha también cumplido con los covenants financieros y en consecuencia APSA ha quedado liberada para contraer nuevo endeudamiento adicional en caso de que la dirección de la Compañía lo decidiera.

La devaluación de la moneda nacional estuvo acompañada por la determinación de "pesificar" por decreto los contratos celebrados en moneda extranjera entre privados regidos por la ley argentina. Así sus obligaciones negociables de Ps. 120 millones fueron convertidas

²² Alto Palermo S.A., Estados Contables al 30/06/2003

a Pesos, al igual que el 100% de la deuda bancaria de corto plazo y el 100% de la deuda con los accionistas. De esta forma su deuda quedó mayoritariamente denominada en Pesos.

Por otro lado, si bien luego de la devaluación gran parte de nuestra deuda fue “pesificada” tal como recién se mencionaba, la aplicación del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) a la misma generó un importante aumento de su valor, provocando excesivos cargos financieros.

Con gran dinamismo, y en una clara demostración de agilidad empresarial, su management planteó la posibilidad de cancelar gran parte de la deuda de IRSA con las instituciones bancarias con dos opciones que les posibilitaron una importante reducción de los cargos financieros que venían soportando. Estos contemplaban:

- el pago de capital e intereses con Plazos Fijos reprogramados lo que permitía un ahorro de aproximadamente el 20 % del pago; o
- la cancelación anticipada del 100 % del capital e intereses en efectivo con un descuento similar al 20 % que se obtenía en la cancelación con plazos fijos.

b) Emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones ordinarias y perspectivas.

Como paso necesaria para la transformación estructural de la empresa, se aprobó la emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones ordinarias de APSA de valor nominal Ps.0,1 cada una y de un voto por acción, por hasta un monto de valor nominal de US\$ 100 millones, las que devengarán un interés a una tasa fija del 10% anual pagadero por semestre vencido con un precio de conversión de entre Ps. 0,10 y Ps. 0,15 a criterio del directorio. Los fondos generados por la emisión serán destinados a cancelar pasivos existentes a la fecha.

Con fecha 20 de agosto de 2002, APSA ha finalizado el período de suscripción preferente de la Serie I de hasta US\$ 50.000.000 de obligaciones negociables convertibles en acciones ordinarias escriturales de valor nominal US\$ 0,10 cada una. En tal sentido, IRSA, accionista mayoritario, ha suscripto un total de US\$ 27,2 millones de obligaciones negociables convertibles.

Esta emisión les permitió una significativa reducción de sus gastos de financiación (sin la egregación de los componentes financieros) pasando de Ps. 74,8 millones en el Año Fiscal 2002 a Ps. 49,4 millones en el Año Fiscal 2003. En el peor momento histórico del país, con un escenario de default generalizado, fueron nuestros principales accionistas quienes con vocación emprendedora y visión de futuro suscribieron las ONC apostando por el progreso de la Compañía y el de la Argentina en su conjunto. Luego de este proceso de transformación, han vuelto a cumplir con los ratios financieros comprometidos en nuestros contratos de préstamos, lo que les permite acceder nuevamente al mercado de deuda en las mejores condiciones en caso de así precisarlos.

Una vez reordenada la estructura financiera se concentrarían en el núcleo de su negocio comercial. Adaptan las propuestas a nuevos públicos y generamos nuevas ofertas en nuestros Centros Comerciales. En este sentido se han instrumentado con gran éxito diferentes acciones con el objetivo de atraer hacia sus Centros de Compra el creciente flujo de turistas que llegaba al país. Entre ellas se encuentran las realizadas en hoteles, puertos y aeropuertos.

Ahora sienten el privilegio de ser una compañía argentina con una sólida estructura financiera de largo plazo que les permite planificar con miras hacia el futuro. Por ello, ya tienen la firme intención de desarrollar la primera etapa del Proyecto Rosario y vislumbran un marco propicio para el desarrollo de nuevos negocios que, en definitiva, será nuestro aporte a la consolidación de la economía argentina.

4. BANCO SUQUIA

A- Principales condiciones de emisión

Título: **OBSQ6**

Denominación: *Obligaciones Negociables subordinadas convertibles en acciones*

Moneda: *Dólares estadounidenses*

Fecha de emisión: 22/05/98

Intereses: *tasa anual resultante de adicionar 3 puntos porcentuales anuales a la tasa Libor para 6 meses*

Pago renta: *semestral*

Primer servicio: 22/11/98

Amortización: *íntegro al vencimiento, es decir, 22/05/2005.*

Monto de emisión: *v/n u\$s 10.765.900*

Monto actual ajustado: *(CER): v/n \$ 12.378.632²³*

B- Objeto de constitución de ONC

Se han emitido paracancelar dedudas de corto plazo para lograr una adecuada refinanciación de sus deudas.

C- Situación actual del pago y amortización y renta

Codigo	Denominación	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Agente de pago	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OBSQ6	Convertibles	R	22/05/02	22/05/05	Caja de Valores S.A.	Si	Dólares	Pagó. Especie pesificada
OBSQ6	Convertibles	R	22/11/02	22/05/05	Caja de Valores S.A.	Si	Dólares	No pagó
OBSQ6	Convertibles	R	22/05/03	22/05/05	Caja de Valores S.A.	Si	Dólares	No pagó
OBSQ6	Convertibles	R	22/11/03	22/05/05	Caja de Valores S.A.	Si	Dólares	No pagó

Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 1-12-2003

D- Evolución y situación actual de la sociedad

a) Situación actual en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

- **Con cotización suspendida desde:** 13.06.01 La sociedad se encuentra con cotización suspendida por aplicación del art.43 incisos a) y c) y art. 42 inc. e) del Reglamento de Cotización.
- **Situación actual de la empresa:** La entidad informó que el BCRA rechazó un plan de regularización

b) Evolución de la Sociedad

El Banco se encuentra suspendido por el máximo legal previsto por el Banco Central de la República Argentina y en proceso de reestructuración. Según nota del 18/09/02 el Banco Central de la República Argentina por Resoluciones Nros. 584 y 585 dispuso revocar las autorizaciones para funcionar como entidades financieras. Los Directorios de Banco Bisel

²³ Idem 1

y Banco Suquía decidieron recurrir la resolución en el plazo legal establecido a tales efectos. Los bancos han solicitado vistas de las actualizaciones administrativas relacionadas con las resoluciones del BCRA Nros. 548/02 y 585/02 en los términos de los artículos 38 y 76 del decreto Nro. 1759/72 a fin de evaluar la posible interposición de un recurso directo de apelación contra dicho acto en los términos del artículo 47 de la ley de entidades financieras Nro. 21.526 y sus modificatorias. Las vistas aún no han sido concedidas. Tampoco se ha presentado recurso alguno, encontrándose suspendidos los plazos en virtud del pedio de las mismas. El 4/11/01 adjuntó copia de la nota presentada ante Comisión Nacional de Valores referida a la apertura del concurso preventivo.

Según nota del 20/09/02 la entidad informó que efectuó la presentación de su concurso preventivo. Convocó a Asamblea general ordinaria para el 29/10/02 para considerar la ratificación de la presentación en concurso preventivo de acreedores resuelta por el Directorio el 18/9/02.

El 04/04/03 informó que el Directorio en su reunión del 28/03/03 decidió elaborar los Estados Contables con la información recibida de Banco Nación y del Nuevo Banco, motivo por el cual los mismos contendrán limitaciones de las cuales el Banco Nación es responsable, debido a que en su proceder incumplió las obligaciones asumidas en el contrato de fideicomiso.

El 23/04/03 las entidades Banco Bisel y Suquía enviaron una nota que presentaron ante la CNV, dando cuenta que rechazaron la rendición de cuentas correspondientes al período comprendido entre el 01/07/02 y 30/09/02, presentadas por Banco de la Nación Argentina en su calidad de fiduciario, por ser incompleta, insuficiente y carecer de documentación respaldatoria.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires suspendió la cotización de los valores negociables.

El 28/05/2003 la entidad informó que la Sindicatura presentó el Informe Individual que prevé el artículo 35, de la Ley de Concursos y Quiebras expresando su opinión fundada en la procedencia de la verificación de los créditos insinuados y sus privilegios.²⁴

El 6/11/2003 el Presidente de la sociedad informó a la Bolsa que el 4/11/2003 el Ministerio de Economía dictó resolución Nro. 371 mediante la cual rechazó el recurso de alzada interpuesto por el banco contra las res. Del BCRA Nros. 581/02 y 143/02.²⁵

El día 25/11/2003 se declaró desierta la licitación de venta del Banco del Suquía, rechazándose las ofertas que estaban en pie presentadas por Banex y el grupo Roggio. Este banco fue abandonado por el francés Crédit Agricole, quien se retiró de la Argentina en mayo de 2002 al negarse a capitalizar sus inversiones en Argentina. Por ello el Banco Central había dejado la operación en manos del Banco Nación. Se anunciaría un nuevo proceso licitatorio.²⁶

²⁴ Idem 1

²⁵ Carta del Presidente del Banco Suquía dirigida a la BCBA, el 6/11/2003.

²⁶ Diario El Cronista, 25/11/2003

5. CRESUD S.A.C.I.F.A.

Constituye una de las compañías agropecuarias líderes de Argentina.

A- Principales condiciones de emisión^{27 28}

Título: *OCRXI*

Denominación: *Obligaciones Negociables Convertibles en Acciones Ordinarias(1 voto) v\$ñ 1 cada una.*

Moneda: *Dólares estadounidenses*

Vencimiento: *a14/112007*

Intereses: *8% nominal anual*

Pago renta: *semestral, desde el 15-5-2003*

Base de pago de intereses: *año de 360 días*

Moneda de pago: *Dólares Estadounidenses o Pesos según el cambio cotizado por Banco de la Nación Argentina*

Derecho de conversión: *Serán convertibles a opción de cada obligacionista en Acciones Ords. de la sociedad (1 voto) de v\$ñ 1 cada una.*

Precio de conversión: *Los tenedores podrán convertir sus Obligaciones Negociables Convertibles en Acciones Ordinarias de nuestra compañía a un Precio de Conversión Inicial de US\$ 0,5078 por Acción Ordinaria, sujeto a ajustes, conforme se describe más adelante, en cualquier momento no posterior al cierre de operaciones del último día hábil bursátil anterior a su fecha de vencimiento, salvo que hubiéramos rescatado o recomprado previamente las Obligaciones Negociables Convertibles.*

Monto inicial de la emisión (luego de conversión): *v/n u\$s 49.537.660*

“Cada Título Valor está conformado por Obligaciones Negociables Convertibles por un monto de capital de US\$ 1 al vencimiento y una Opción de suscripción para comprar Acciones Ordinarias de nuestra compañía. Las Obligaciones Negociables Convertibles y las Opciones no se negociarán en forma separada. Sin embargo, luego de la conversión de las Obligaciones Negociables Convertibles, las Opciones a las que están adheridas dichas Obligaciones Negociables Convertibles podrán negociarse por separado”.

B- Objeto de constitución de ONC²⁹

Estiman que los fondos netos provenientes de esta Oferta ascenderán a aproximadamente US\$ 24,5 millones luego de deducir los gastos estimados. Prevemos destinar los fondos provenientes de la Oferta, en el siguiente orden de prioridad, para:

- cancelar aproximadamente Ps.2,9 millones de deuda a corto plazo bajo una línea de crédito de prefinanciación de exportaciones que devenga interés a una tasa fija anual del 8% más el CER aplicable, el cual fue incurrido el último año para financiar nuestras necesidades de capital de trabajo en el curso ordinario de nuestro negocio;
- cancelar aproximadamente Ps.3,4 millones de deuda bancaria a corto plazo que está garantizada con acciones de IRSA y que durante el mes de agosto del 2002 devengó interés a una tasa anual promedio del 29,2%, la cual fue incurrida el último año para

²⁷ Idem 1

²⁸ Cresud S.A.C.I.F.I.A. Prospecto hasta us\$ 50.000.000 Obligaciones Negociables Convertibles en Acciones Ordinarias.

²⁹ Idem 28

financiar la adquisición de las acciones de IRSA, las cuales han sido comprometidas para garantizar nuestra deuda;

- financiar el precio de suscripción de aproximadamente US\$ 13 millones a fin de ejercer nuestros derechos de preferencia para adquirir los títulos valores que son actualmente ofrecidos por IRSA;
- utilizar aproximadamente US\$ 9,76 millones del producido neto estimado, como capital de trabajo y otros propósitos generales corporativos.

C- Situación actual del pago y amortización y renta

Código	Denominación	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OCRX1	Convertibles	R	14/05/03	14/11/07	Si	Dólares	Pagó
OCRX1	Convertibles	R	14/11/03	14/11/07	Si	Dólares	Pagó

Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 1-11-2003

D- Evolución y situación actual de la sociedad

a) Aspectos significativos al 30 de junio de 2003³⁰

Sin dudas uno de los grandes logros del año fue la emisión de obligaciones negociables convertibles por US\$ 50 millones, suscriptas por sus accionistas y por nuevos inversores en un momento en que la incertidumbre económica y política del país generaba una fuerte desconfianza. La emisión les ayudó a mantener una adecuada liquidez y les permitió suscribir parte de las obligaciones negociables emitidas por IRSA, la cual gracias a ello finalizó el proceso de reestructuración de su deuda financiera y alcanzó un adecuado capital de trabajo, situación que nos posibilitará preservar el valor a largo plazo de nuestra inversión.

Estas relaciones son las que a que a junio del 2003 les permitían intensificar la línea de servicios para el agro, iniciando distintos proyectos que incluyen, entre otros, la producción de specialities y semillas para las principales semilleras y las principales compañías exportadoras. Asimismo, siguiendo con la estrategia de avanzar en la cadena productiva, durante el ejercicio comenzaron a faenar parte de su propia hacienda, para lo cual cuentan con la correspondiente matrícula habilitante. También planean comenzar a exportar bajo cuenta y orden de terceros.

b) Conversión de Obligaciones Negociables³¹

A noviembre de 2003, el monto total de Obligaciones Negociables convertidas ascendió a 428.055 unidades de valor nominal US\$ 1 cada una en tanto que las acciones ordinarias emitidas por este concepto fueron 842.952 de valor nominal Ps. 1,0 cada una.

Asimismo 150.003 warrants fueron ejercidos, emitiéndose 295.396 acciones por este concepto, en contraparte de US\$ 180.000. De esta forma, la cantidad de ONC en circulación, a la fecha, pasó a ser US\$ 49.571.945 mientras que la cantidad de acciones de la Compañía pasó a ser 125.422.740.

³⁰ Cresud, Estados Contables al 30-6-2003

³¹ Cresud, Press Release (11-11-2003) de los Estados Contables al 30-9-2003

6. IRSA

Fundada en 1943, IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima (“IRSA” o la “Compañía”) es la mayor empresa argentina inversora en bienes raíces y la única empresa inmobiliaria argentina que cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (la “BCBA”) y en la Bolsa de Comercio de Nueva York.

A- Principales condiciones de emisión

Título: OIRX2

Denominación: Obligaciones Negociables Convertibles con Opción de recompra extinguiible y rescate condicionado al 4,5%

Moneda: Dólares estadounidenses

Fecha de emisión: 0.2.08.96

Intereses: 4,5% anual

Pago renta: por años vencidos desde su emisión, cada 15.12

Primer servicio: 15.12.1996

Amortización: íntegra al vencimiento (02.08.2003)

Derecho de conversión: podrán convertirse a opción del obligacionista o de los titulares en Accs. Ord. (1 v.) de la Sociedad de v/\$n 1,-cada una o en GDSS al precio de conversión ajustado de u\$s 3,69 por acción ordinaria (sujeto a ajustes).

Monto de la emisión: v/n u\$s 92.000.000

Monto actual(después de conversión): u\$s 91.800.000

Título: OIRX5

Denominación: Obligaciones Negociables Convertibles con acciones ordinarias

Moneda: Dólares estadounidenses

Fecha de vencimiento: 14.11.2007

Intereses: 8% anual

Pago renta: semestral, sobre la base de un año de 360 días , 12 meses, 30 días

Primer servicio: 14.05.2003

Amortización: íntegra al vencimiento (14.11.2007)

Derecho de conversión: podrán convertirse a opción del obligacionista o de los titulares en Accs. Ord. (1 v.)

Precio de conversión: se calculará como promedio de la cotización de las acciones de la Sociedad durante los 20 días hábiles anteriores a 72 horas hábiles previas al período de suscripción preferente con una prima de hasta 10% de dicho valor. El precio de conversión se ajustará conforme lo expresado en el prospecto.

Monto de la emisión: v/n u\$s 99.348.678³²

B- Objeto de constitución de ONC

Al momento de emisión se estimaba que los fondos netos provenientes de esta Oferta ascenderán a aproximadamente US\$ 79,2 millones luego de deducidos los gastos estimados. Se preveía destinar los fondos provenientes de la Oferta, en el siguiente orden de prioridad, para:

³² Idem 1.

- facilitar la refinanciación o cancelación parcial de la deuda pendiente bajo nuestro contrato de préstamo sindicado por US\$ 80 millones que devenga interés a una tasa anual LIBOR más 500 puntos básicos;
- facilitar la refinanciación o cancelación parcial de nuestras obligaciones negociables de tasa fija por US\$ 40,1 millones con vencimiento el 9 de septiembre de 2002 y que devengan interés a una tasa anual fija del 12%;
- integrar aproximadamente US\$ 40 millones de capital de trabajo y otros propósitos corporativos; y
- financiar el precio de suscripción de aproximadamente US\$ 15 millones a fin de ejercer nuestros derechos de preferencia o adquirir obligaciones negociables convertibles a ser ofrecidas por nuestra subsidiaria APSA.³³

C- Situación actual del pago y amortización y renta

Codigo	Denominación	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OIRX2	Convertibles	R	17/12/01	02/08/03	Si	Dólares	La totalidad de las ON en poder de Irsa
OIRX2	Convertibles	R	15/12/02	02/08/03	Si	Dólares	La totalidad de las ON en poder de Irsa
OIRX2	Convertibles	A y R	02/08/03	02/08/03	Si	Dólares	La totalidad de las ON en poder de Irsa
OIRX5	Convertibles	R	14/05/03	14/11/07	Si	Dólares	Pagó
OIRX5	Convertibles	R	14/11/03	14/11/07	Si	Dólares	Pagó

A: amortización

R: renta

Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 3-11-2003

D- Evolución y situación actual de la sociedad³⁴

a) Evolución de la Sociedad

Sin lugar a dudas, el año fiscal 2003 (que abarca el período julio 2002-junio 2003) ha sido en perspectiva histórica, como un ejercicio económico trascendental que marcó una rotunda transformación de la Compañía. A través del empeño de accionistas, management y empleados, demostraron estar a la altura de las circunstancias para hacer de la más profunda crisis en la historia argentina una oportunidad de reestructuración y cambio.

La devaluación del Peso en enero de 2002 logró sucumbir a toda la economía Argentina. Mientras muchas empresas del país dejaron de pagar sus deudas, IRSA fue **capaz de negociar con sus acreedores refinanciando la totalidad de su deuda a plazos y tasas muy convenientes**. La deuda con entidades financieras se redujo a US\$ 88,4 millones y quedo conformada por un préstamo sindicado con vencimiento final en el año 2009 por US\$ 51,0 millones y la emisión de Obligaciones Negociables por US\$ 37,4 millones también con vencimiento final en el año 2009.

Asimismo, fueron una de las **primeras empresas en retornar al mercado de capitales internacionales con la emisión de US\$ 100 millones de Obligaciones**

³³ IRSA, Prospecto de Títulos Valores compuesto por Obligaciones Negociables Convertibles, 10-10-2002

³⁴ IRSA, Memoria y Estados Contables por el ejercicio finalizado el 30 de junio de 2003

Negociables Convertibles en acciones las cuales fueron exitosamente suscriptas. Estos acontecimientos contribuyeron favorablemente a consolidar la situación financiera permitiéndoles mantener una importante liquidez, **reduciendo sus costos de financiación y alargando los plazos de vencimiento de deuda** habiendo obtenido dos años de gracia hasta la primera cancelación de capital.

La importante posición de caja adquirida los impulsó a continuar con la estrategia de reducción de los costos financieros, para lo cual el 23 de julio de 2003, y luego de haber ofertado al conjunto de bancos tenedores de su deuda la recompra de la misma, **precancelaron al HSBC Bank Argentina S.A. US\$ 16 millones pertenecientes al Préstamo Sindicado** (Loan Agreement US\$ 51.000.000) con vencimiento final en noviembre de 2009. La operación se efectuó por la suma de US\$ 10,9 millones, un 68% del valor nominal de la deuda, obteniendo un descuento de US\$ 5,1 millones.

Durante el año fiscal finalizado se registró una ganancia de Ps. 286,4 millones que logró revertir parcialmente la pérdida de Ps. 539,1 millones del ejercicio pasado. De igual forma que el ejercicio anterior, el presente resultado se explica principalmente por la fluctuación del peso que se apreció 26% durante el período analizado generando un resultado positivo neto por diferencia de cambio de Ps. 188,7 .

La devaluación del Peso generó un marco más propicio para el lanzamiento de nuevos proyectos de la unidad ventas y desarrollos debido a una fuerte reducción de los costos de construcción y el sostenimiento de los precios de las unidades de vivienda dirigidas al segmento de altos ingresos.

b) Estrategia Comercial

Como una de las pocas empresas propietarias, desarrolladoras y administradoras de bienes raíces de la Argentina, la empresa posee ciertas ventajas competitivas que espera le permita continuar capturando una parte cada vez mayor del mercado de propiedades inmobiliarias de Argentina. Tales ventajas incluyen:

- su experiencia y la de sus gerentes en la adquisición, desarrollo, venta, alquiler y gerenciamiento de propiedades de primera calidad;
- su importante reputación y posicionamiento como desarrolladores de servicios inmobiliarios completos, tanto en la Argentina como en otros mercados inmobiliarios latino americanos;
- su calidad del portafolio de propiedades existentes y reserva de tierras;
- su acceso a fuentes de capital a largo plazo;
- su estrategia para mantener altos niveles de liquidez, permitiendo el mejor aprovechamiento de oportunidades inmobiliarias cuando se presentan en términos favorables; y
- la calidad de sus actuales inquilinos y el alto porcentaje de ocupación de nuestra cartera de propiedades para alquiler, lo cual nos permite confiar en una importante y estable fuente de liquidez para nuestro flujo de fondos.

La estrategia consiste en aumentar su flujo de fondos, ingresos y el valor de sus activos mediante la continua expansión de nuestra diversificada cartera de propiedades y activos a través de la compra, desarrollo y operación de inmuebles, en forma individual o con socios, en todos los segmentos de su actividad comercial.

c) Objetivos y políticas de inversión

La Sociedad intentará lograr sus objetivos a través de:

- la adquisición y desarrollo de propiedades residenciales, principalmente con fines de venta;
- la adquisición, desarrollo y explotación de edificios de oficinas y locales de venta minorista que no

constituyen centros comerciales, principalmente con fines de locación;

- la adquisición, desarrollo y explotación de centros comerciales;
- la adquisición y explotación de hoteles de lujo; y
- la adquisición de reservas de terrenos no desarrollados para su futuro desarrollo o venta.

Su estrategia consiste en aumentar su flujo de fondos, ingresos y el valor de sus activos mediante la continua expansión de nuestra diversificada cartera de propiedades y activos a través de la compra, desarrollo y operación de inmuebles, en forma individual o con socios, en todos los segmentos de su actividad comercial.

d) Políticas de Financiación

Históricamente, han obtenido financiación a través de oferta de acciones, el uso de instrumentos de deuda de tasa fija y variable y líneas de crédito a corto plazo. Pueden en el futuro incurrir en endeudamiento adicional cuando el Directorio lo considere apropiado. El Management anticipa que financiación adicional puede ser necesaria y se llevará a cabo a través de una combinación de los métodos listados arriba o a través de otros tipos de financiación, como ser las hipotecas y la emisión de instrumentos de deuda respaldada por activos.

Han emitido y pueden emitir en el futuro títulos de deuda senior. Pueden también invertir en títulos de deuda o acciones de otras entidades no involucradas en la actividad inmobiliaria. En los últimos cuatro años no han emitido títulos de valor a cambio de propiedades. Entre los meses de enero y marzo de 1999, adquirieron 2.432.932 acciones propias en circulación y entre mayo y octubre de 2000, adquirieron 20.729.472 acciones propias. Las Asambleas de Accionistas al 28 de octubre de 1999 y 30 de octubre de 2000 aprobaron la distribución de dichas acciones. Adicionalmente, entre noviembre de 2000 y enero de 2001 adquirieron 4.587.285 acciones propias, las cuales fueron distribuidas de acuerdo a lo establecido por la asamblea de accionistas de fecha 5 de noviembre de 2002. Actualmente no tienen intenciones de recomprar acciones propias, excepto si se determina que es beneficioso para nuestros accionistas, y siempre que las condiciones de mercado garanticen dicha acción y en el marco de lo permitido por el estatuto, las leyes y normativa aplicable.

El año fiscal 2003 cerró con una ganancia de Ps. 286,4 millones, debido a la restricciones por nuestras obligaciones de deuda, nos vemos imposibilitados de distribuir dividendos.

El 23 de julio de 2003 precancelaron al HSBC Bank Argentina S.A. US\$ 16 millones pertenecientes al Préstamo Sindicado (Loan Agreement US\$ 51.000.000) con vencimiento final en noviembre de 2009. La operación se efectuó por la suma de US\$ 10,9 millones, un 68% del valor nominal de la deuda, obteniendo un descuento de US\$ 5,1 millones. La mencionada recompra se efectuó siguiendo el procedimiento establecido en el Contrato del Préstamo Sindicado.

e) Efecto de la devaluación y crisis económica sobre la Sociedad

El 7 de enero de 2002, el Congreso sancionó la Ley de Emergencia Pública y Reforma del Sistema Cambiario No. 25.561 que deroga determinadas disposiciones de la Ley de Convertibilidad que rigió en la Argentina durante 10 años y el Poder Ejecutivo anunció la devaluación del Peso con el establecimiento de un sistema cambiario dual conforme al cual una cantidad limitada de operaciones se llevarían a cabo a un tipo de cambio fijo de Ps. 1,40 por US\$ 1 en tanto todas las demás operaciones se liquidarían a un tipo de cambio de mercado flotante que dependería de la oferta y la demanda. La nueva legislación tuvo un efecto adverso sustancial sobre la situación financiera y los resultados de las operaciones de la sociedad. Su directorio se encuentra actualmente entablado conversaciones con nuestros acreedores a efectos de una renegociación de los contratos existentes. Además, se iniciaron negociaciones con los locatarios en relación con los términos de nuestros contratos de alquiler conforme a lo requerido en la nueva legislación.

Como se describe precedentemente, los factores económicos y políticos que afectan a la Argentina junto con los cambios en las tasas de interés y el tipo de cambio tienen un impacto de importancia sobre su desempeño financiero. Se han visto afectados de modo negativo por el continuo deterioro de la economía argentina, la adopción por parte del Gobierno de las medidas económicas previamente sintetizadas y la devaluación del peso argentino.

Durante el año fiscal finalizado el 30 de junio de 2002 han experimentado una pérdida neta de Ps. 539,1 millones y al 30 de junio de 2002 tienen un déficit de capital de trabajo de Ps. 527,9 millones. Además, no están cumpliendo con determinados compromisos restrictivos derivados de su contrato de préstamo sindicado y sus obligaciones negociables a tasa flotante, situación ésta que constituye un supuesto de incumplimiento y permite a los tenedores de tales obligaciones negociables anticipar el vencimiento de las mismas.

Debido a los continuos efectos de la recesión económica, la falta de disponibilidad de créditos financieros y la sucesión de las recientes medidas económicas que afectan de modo adverso las operaciones normales del sistema bancario y de pagos no les ha sido posible realizar los pagos del 15 de julio de 2002 y del 31 de julio de 2002 correspondientes al vencimiento de nuestras obligaciones negociables a tasa flotante y nuestro contrato de préstamo sindicado. Su dirección ha negociado exitosamente acuerdos con los tenedores de las obligaciones negociables y bancos acreedores del contrato de préstamos sindicado fijando nuevos vencimientos para el cumplimiento de dichas obligaciones con fecha 9 de septiembre y 30 de septiembre de 2002, respectivamente. (Ver evolución de la deuda en Apéndice 4)

A las exitosas renegociaciones de su deuda comentada en el párrafo anterior, debe sumarse la estabilización de las variables macroeconómicas, generándose un nuevo contexto que les ha permitido cumplir con todos los requerimientos establecidos por nuestros contratos de deuda y reducir sustancialmente nuestros costos de financiación.

7. Solvay Indupa S.A.

A- Principales condiciones de emisión

Título: OIND3

Denominación: Obligaciones Negociables Convertibles en Acciones Ordinarias

Moneda: Pesos

Fecha de emisión: 30/09/01

Vigencia: 5 años

Intereses: 13,375%

Base de cálculo de intereses: año de 360/12/30

Pago renta: anual

Primer servicio: 30/09/02

Derecho de Conversión: Serán convertibles a opción de cada obligacionista en todo o en parte, en acciones ordinarias (lv.) escriturales de v\$ n 1,-. El precio de conversión estará sujeto a ajuste técnico. Los obligacionistas tendrán derecho a optar por la conversión anticipada (según prospecto)

Amortización: a partir del 30.09.2006

Monto inicial de emisión: v/n \$ 80.000.000

B- Objeto de constitución de ONC

Del total 100.000 obligaciones negociables fueron suscriptas por los accionistas minoritarios. El día 5/10/2001 la Sociedad suscribió un contrato de compra con Credit Suisse First Boston International, por el cual dicha institución adquirió la cantidad de 79.900.000 obligaciones convertibles remanentes del total de la oferta mencionada de 80.000.000. Como consecuencia de la celebración del referido contrato, Solvay Indupa S.A.I.C. recibió en dicha fecha aproximadamente U\$S 77 millones, resultantes del precio de compra abonado por el banco menos las comisiones, honorarios y gastos emergentes de la emisión. La totalidad de las sumas ingresadas fueron aplicadas a cancelar endeudamiento financiero de corto plazo.³⁵

C- Situación actual del pago y amortización y renta

Codigo	Denominación	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Agente de pago	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OIND3	Convertibles	R	30/09/02	30/09/06	Caja de Valores S.A.	No	Dólares	Pagó.
OIND3	Convertibles	R	30/09/03	30/09/06	Caja de Valores S.A.	No	Dólares	Pagó.

Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 1-12-2003

El 18/09/02 ingresó aviso de pago de intereses, el mismo está condicionado a que el BCRA autorice el pago. Según nota del 02/10/03, la empresa informó que procedió a efectivizar el pago de intereses del 1° y 2° servicio anual.³⁶

³⁵ Solvay Indupa S.A.I.C., Estados Contables al 30 de septiembre de 2003

³⁶ Idem 1

D- Evolución y situación actual de la sociedad

Esta empresa se vio muy beneficiada por la devaluación. La empresa contaba con una serie de seguros de cambio (swaps) para protegerse de una eventual devaluación por su deuda en Obligaciones Negociables que estaban suscriptas en dólares. Esos swaps no se necesitaron usar debido a la pesificación de las deudas y la empresa embolsó 35,7 millones de dólares.

Por otro lado la gran parte de su negocio está fuera de las fronteras argentinas: el 60% del negocio está en Brasil y gran parte de la producción doméstica se exporta. Aún a pesar de la situación argentina sus productos siguen los precios internacionales en dólares. Está muy beneficiada con los precios de su principal producto, el PVC. Asimismo gran parte de sus costos pesificados hace que tenga precios de internacionales de costo muy competitivo.

El Balance al 30/9/2003 muestra una buena composición empresarial por la tenencia de un activo total por 1.110.396 (miles de pesos argentinos), un pasivo de 171.810, y un Patrimonio Neto de 859.662.

La empresa ha decidido el aumento del capital social en 65.000.000 mediante la emisión de acciones preferidas convertibles. Para ello ha constituido una reserva por conversión- acciones preferidas por 30.713.000³⁷

La empresa petroquímica Solvay Indupa, remitió US\$ 10,1 millones a su casa matriz en Holanda con el objetivo de reducir su deuda en moneda extranjera. Esta es la segunda vez en el año que Solvay Indupa adelanta el pago de su deuda con su casa matriz. La primera había sido en mayo, cuando canceló obligaciones por US\$ 11 millones.³⁸

³⁷ Idem 21

³⁸ Diario La Nación, 21/11/2003

VII. CONCLUSIONES

En función del estudio realizado durante nuestro trabajo podemos concluir en lo siguiente:

- Las obligaciones negociables convertibles han sido un medio apto para superar los inconvenientes y dificultades de los debentures, que, como sabemos, habían caído en desuso por su costoso y lento procedimiento de emisión, y por las facultades de intervención de la administración de la sociedad conferidas por el fiduciario. Las obligaciones negociables han aparecido en Argentina coincidentemente con su apertura económica. Es perceptible en los países que han desarrollado su economía, la importancia que tienen los títulos de deuda privada en la obtención de capital de las empresas.
- La conversión tiene por objeto hacer aún más interesantes las obligaciones negociables al otorgar al inversor el derecho de poder optar en el futuro por transformar las mismas en acciones de la sociedad emisora. De modo que si por efecto de las sumas ingresadas y su correcta inversión la sociedad mejora sus perspectivas futuras puede ocurrir que el obligacionista se sienta tentado de obtener ganancias aún más importantes que la renta que confiere la obligación.
- A la hora de evaluar la conveniencia de acudir a la conversión, el obligacionista debería tener en consideración los siguientes factores:
 - La revalorización de la cotización de la acción de la sociedad y su potencial de crecimiento.
 - La diferencia en rentabilidad entre el cupón del bono convertible y los tipos de interés de mercado.
 - La calidad del activo.
 - El tamaño y plazo de la emisión, y las fechas de la conversión.
- La empresa va a fijar el precio de las Obligaciones Convertibles por encima del precio de las Obligaciones Ordinarias, y también, va a fijar un tipo de interés menor debido a los derechos que conlleva. En el caso Acíndar pudimos ver que las tasas son 7,5% y 11,25%, repectivamente.
- A los efectos de que los vaivenes del precio de las acciones no perjudique a los accionistas actuales de una sociedad, es aconsejable establecer en las condiciones de emisión de las obligaciones convertibles, que los precios de conversión se calcularán como promedio de la cotización de las acciones de la Sociedad durante los 20 días hábiles anteriores al período de de suscripción preferente más una prima. (Caso IRSA)
- Cuando una sociedad tenga dificultades financieras puede recurrir a las obligaciones convertibles no solo para beneficiarse con reestructurar su deuda a largo plazo, sino también estableciendo que los intereses sean pagados con entrega de otras obligaciones negociables convertibles (Caso Acíndar)

- Es importante que la sociedad tenga en cuenta los efectos posibles de una devaluación cuando emita obligaciones negociables convertibles emitidas en pesos, sobre todo cuando la sociedad tiene sus negocios preponderantemente marcados por precios internacionales. Es así que los accionistas existentes al momento de la emisión de estas obligaciones, por ejemplo en el caso de la empresa Solvay Indupa, puedan haber sufrido perjuicios por la incorporación de nuevos accionistas que hayan convertido sus obligaciones por la buena evolución de la cotización de sus acciones.
- La refinanciación mediante obligaciones negociables en dólares puede implicar que la situación futura de la empresa siga expuesta a la posible devaluación del peso. Asimismo las deudas que devengan tasas variables, ante el aumento de la tasa de interés, pueden ver incrementados sus costos y afectar de modo sustancial su situación financiera y los resultados de sus operaciones. Esto debe tenerse en cuenta por la sociedad al momento de constituir este instrumento.
- Las obligaciones convertibles son muy importantes para el mercado de capitales, permiten transvasar deuda en capital, mejorando la estructura de endeudamiento de la empresa, obran como cuasi capital y constituyen una manera de convertir deuda externa privada. Estas obligaciones combinan las necesidades de financiamiento a mediano y largo plazo con la intención de apertura de capitales.
- Existen tres métodos para pagar deuda: venta de activos, capitalización y refinanciación. Actualmente, en nuestro país, el desprendimiento de activos suena imposible, porque no hay interesados en pagar un precio justo. La capitalización también está muy lejos, porque los inversores no están dispuestos a destinar dinero a compañías con rojos inmensos. La única salida es la refinanciación. Es así que las obligaciones negociables convertibles han sido utilizadas en nuestro país para la salida de la crisis de empresas con dificultades de liquidez. En todos los casos analizados en Argentina se han utilizado con el fin de refinanciación a largo plazo.
- Las obligaciones convertibles no sólo serán importantes para las nuevas sociedades que planean la apertura inicial de sus capitales, sino también para aquellas cuyas acciones han llegado a un grado tal de dispersión y negociabilidad que facilita la recomposición de las carteras y elimina o atenúa significativamente los inconvenientes que en ciertos casos suscita a los accionistas preexistentes la necesidad de mantener determinados porcentajes de control.
La sociedad sale, entonces, del fatídico ciclo de cortoplacismo y el inversor goza de una alternativa de inversión ajustable y al mismo tiempo líquida, porque estos títulos deben tener un mercado de cotización para resultar atractivos y poder competir con cierta chance frente a las opciones del mercado financiero.

APENDICE 1
OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES: REQUISITOS DE LA
OFERTA PUBLICA Y COTIZACION EN BOLSA

1. OFERTA PUBLICA

Solicitud de oferta publica

La solicitud de oferta pública de obligaciones negociables convertibles debe estar acompañada de:

- a) Acta de asamblea y, en su caso, acta de la reunión del órgano de administración que resolvió la emisión.
- b) Prospecto.
- c) Un facsímil del título a emitir, en su caso; o indicación del agente y sistema de registro, si son escriturales.
- d) Documento que acredite la constitución de las garantías de la emisión.
- e) Plan de afectación de los fondos provenientes de la colocación de la emisión.
- f) Convenio de colocación en firme, en su caso.
- g) Convenio con el fiduciario, en el caso del artículo 13 de la Ley N° 23.576.
- h) Acreditación de las calificaciones de riesgo. (Las ON convertibles en acciones también deben ser calificadas en tanto exista monto sin convertir).

No es necesaria la confección del prospecto en el caso de emisión de acciones por conversión, en los términos originales de la emisión.

Aumento del capital por conversión

Dentro de los diez días de la finalización de cada trimestre del ejercicio social, o del cierre del período de conversión de las obligaciones, las emisoras con domicilio social en la ciudad de Buenos Aires deben acompañar:

- a) Instrumento privado o público con transcripción del acta de directorio que declare el aumento de capital operado por la conversión, las acciones emitidas y el capital social a la fecha.
- b) Dos fotocopias del instrumento referido en el párrafo anterior, una de ellas en margen protocolar certificada por escribano público.
- c) Comprobante de pago y copia del aviso a publicar en el Boletín Oficial por el que se anuncia el monto del aumento de capital.

El aumento de capital por conversión de obligaciones negociables debe inscribirse en el Registro Público de Comercio con posterioridad al cierre del período de conversión, o con posterioridad a cada período trimestral, cuando se hubiere previsto la conversión en todo tiempo.

El directorio de la sociedad dejará constancia en acta del monto de las emisiones y el consecuente aumento de capital.

2. COTIZACION EN LA BCBA

Cuando la emisora solicita a la BCBA la cotización de obligaciones convertibles, pero todavía no cotiza acciones de igual clase que las prometidas en conversión, debe iniciar también el trámite para el ingreso a cotización de acciones de esa clase.

Si la emisora ya cotiza en BCBA las acciones de la clase respectiva, la solicitud para cotizar obligaciones convertibles implica la de las acciones a entregar por conversión. La autorización de la BCBA tiene similar efecto.

Períodos de conversión

Las obligaciones así emitidas pueden ser convertibles: a) en todo tiempo, o (b) en época o fechas determinadas, según establezcan sus condiciones de emisión. Si las obligaciones fueren convertibles en todo tiempo, ambas solicitudes se resuelven simultáneamente.

Si la conversión debiere operar en época o fechas determinadas, la emisora debe presentar todos los documentos e informaciones que se le requieran para la cotización de las acciones, antes del inicio del plazo reglamentario que tenga la Bolsa para resolver la solicitud, que se contará retroactivamente desde el primer día en que los obligacionistas puedan pedir la conversión. La emisora puede optar por ambas autorizaciones al mismo tiempo.

Aviso de conversión

Cuando las obligaciones negociables son convertibles en fechas o períodos determinados, las emisoras deben remitir, con una antelación de 5 días a la fecha de iniciación del período de conversión de las obligaciones, un aviso donde conste:

- a) Domicilios donde los obligacionistas podrán notificar las decisiones de convertir. Deberá fijarse uno en la Capital Federal, cualquiera sea el lugar de la sede social.
- b) Horario dentro del cual se atenderá la conversión, que no será inferior a 4 horas diarias, entre las 9 y 18.
- c) Fecha en que se abrirá el período de conversión.
- d) Relación de conversión (cantidad de acciones por cantidad de obligaciones) que resulte de las condiciones de emisión y del reajuste del valor de conversión por las operaciones sociales que lo hubieren determinado.
- e) Clase y demás características de las acciones a entregar, y fecha desde la cual gozan de dividendos.
- f) Mención de si se entregarán láminas definitivas, con indicación de los números de cupones que llevarán; si se inscribirán certificados globales en depósito colectivo, o si las acciones son escriturales.
- g) Indicación de los plazos en que se entregarán o acreditarán las acciones por conversión, de acuerdo con las disposiciones de la CNV y de la BCBA para cada caso.

Toda variación del valor de conversión por operaciones sociales que la determinen según la ley o las condiciones de emisión, producida durante el período, debe ser publicada en nuevo aviso. Cuando la conversión esté prevista en todo tiempo a partir de la suscripción, las especificaciones precedentes se pueden incluir en el aviso de suscripción que deben remitir las emisoras dentro de los 30 días corridos de obtenida la autorización para cotizar las obligaciones negociables (con 5 días de anticipación a la iniciación de la suscripción).

Resultado de la conversión

Producida la conversión de obligaciones, la emisora debe comunicar a la BCBA:

- a) El valor nominal, cantidad y numeración de las obligaciones convertidas, cuya cotización quedará cancelada.
- b) La clase, el valor nominal y la numeración o cantidad de las acciones que se adjudiquen a los nuevos accionistas, las que quedarán inscriptas a cotización conforme a la autorización oportunamente dada.
- c) En su caso, la numeración de las láminas a entregar y la cantidad de acciones que representan.
- d) Dado el caso, cantidad de acciones que representan los certificados globales.

La comunicación debe ser efectuada a más tardar el día hábil bursátil anterior a la entrega de las láminas a los nuevos accionistas, o antes de la apertura de la rueda bursátil siguiente a la inscripción en cuenta de las acciones escriturales o entrega de láminas o certificados globales a la Caja de Valores.

Si el registro de acciones escriturales fuera llevado por la Caja de Valores, esta entidad puede hacer la comunicación cuando así lo prevea el contrato que celebre con la emisora. A ese fin la sociedad debe completar oportunamente la documentación e información que le solicite la BCBA.

Reembolso anticipado

En los casos de resoluciones sociales que den lugar al derecho de reembolso anticipado de las obligaciones convertibles, la emisora debe informar dentro de los 20 días corridos de celebrada la asamblea si existen obligacionistas que hayan ejercido ese derecho, indicando el monto que se les adeuda.

En caso de fusión o escisión de la emisora, ésta debe informar dentro de los 20 días corridos de vencido el plazo que tienen los acreedores de fecha anterior para oponerse a la fusión, si existen obligacionistas que hayan ejercido el derecho a ser reembolsados o garantizados, o que hayan obtenido embargo judicial, indicando el monto adeudado a los primeros.

La emisora, dentro de los plazos legales, debe publicar en el órgano informativo de la BCBA un aviso para poner a disposición de los obligacionistas que ejercieron el derecho a reembolso los respectivos importes.

APENDICE 2
ACINDAR: INFORMACION ADICIONAL

1. Estado de Evolución del Patrimonio Neto al 31-12-2002.

Rubros	Aportes de los propietarios			Resultados no asignados	Total
	Capital suscrito	Ajuste integral del capital	Total		
	Acciones en circulación				
\$	\$	\$	\$	\$	
Saldos al comienzo del ejercicio	278.804.518	443.767.509	722.572.027	(435.817.438)	286.754.589
Reducción de capital por absorción de pérdidas acumuladas a valores históricos (1)	(139.402.259)	(52.331.650)	(191.733.909)	191.733.909	-
Reexpresión de reducción de capital por absorción de pérdidas acumuladas	-	(68.605.645)	(68.605.645)	68.605.645	-
<i>Aumento de Capital por conversión de Obligaciones Negociables (2)</i>	428.505	-	428.505	-	428.505
Pérdida del ejercicio según estado de resultados	-	-	-	(316.194.953)	(316.194.953)
Saldos al cierre del ejercicio	139.830.764	322.830.214	462.660.978	(491.672.837)	(29.011.859)

La información se expresa en moneda del 31 de diciembre de 2002, excepto la cuenta Capital suscrito que por razones legales debe exponerse a sus valores nominales y sus ajustes mostrarse en Ajuste integral del capital.

- (1) Aprobado por Asamblea del 30 de abril de 2002. La reducción de capital se encuentra sujeta a autorización y respectiva inscripción por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la Comisión Nacional de Valores; y no se ha perfeccionado.
- (2) Con fecha 19 de diciembre de 2002, se realizó la conversión de las Obligaciones Negociables Subordinadas Obligatoriamente Convertibles por acciones ordinarias clase "B"

Con fecha 3 de febrero de 2003, se realizó la conversión de Obligaciones Negociables Subordinadas Obligatoriamente Convertibles en acciones ordinarias Clase "B" por un valor de \$ 23.204.

2. Apertura de Préstamos y Cuentas por Pagar de Corto y Largo Plazo

Por tipo de moneda y tasa de interés

	Moneda	31.12.02	31.12.01	Tasa de interés (1)	
				31.12.02	31.12.01
		\$	\$	%	%
Préstamos a largo plazo					
Obligaciones a pagar con garantía real	US\$	-	940.594	-	8,06
Obligaciones a pagar sin garantía	\$	88.495	2.932.916	11,00	32,04
	US\$	222.356.202	212.143.398	5,79	12,28
		222.444.697	215.076.314		
Obligaciones Negociables Simples	US\$	337.000.000	218.209.938	11,25	11,25
Corporación Financiera Internacional	US\$	-	21.820.994	-	7,31
		337.000.000	240.030.932		
Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles	US\$	216.965.884	130.925.963	7,50	7,50

(1) Para las deudas pesificadas no se incluye el CER.

3. Estrategia

La estrategia de mediano y largo plazo de la Compañía ha sido mantener y mejorar su posición como el productor líder de aceros no planos en la Argentina.

El 23 de Octubre de 2000, como consecuencia de los acuerdo firmados con la Familia Acevedo, Belgo Mineira adquirió una participación en el capital accionario de Acindar S.A.

Como consecuencia de dicha asociación y de los cambios en el escenario económico, la Compañía realizó modificaciones a su estrategia, incluyendo la reorganización y eliminación de algunas unidades de negocios, concentrando su foco en el negocio siderúrgico y en la manufactura de productos para la construcción civil y reduciendo sus instalaciones fuera de Argentina, manteniendo a la vez su presencia internacional mediante exportaciones directas.

Fuente: Memoria del 10/03/2003 al Balance cerrado el 31-12-2003

4. Situación económica y financiera de la sociedad

El deterioro de la situación económica y financiera de Argentina sufrió una significativa aceleración desde el mes de agosto de 2001. Después de más de 4 años de recesión, el mercado de la construcción cayó a partir de dicho mes más de un 22,5% y la industria automotriz un 38,5%. Consecuentemente, las ventas de la Sociedad y, por ende, su capacidad de generar fondos sufrieron una caída duradera y pronunciada hacia fines de 2001. La situación por la que atraviesa el sistema financiero prácticamente ha eliminado el acceso al crédito, produciendo un progresivo deterioro en la estructura de capitalización de las empresas argentinas a la que no ha sido ajena la Sociedad.

En este contexto la operación de las instalaciones productivas de la Sociedad ha requerido la utilización de todos sus recursos e ingresos para el pago de los insumos, materias primas, salarios y servicios necesarios para la fabricación y entrega de productos, postergando los pagos de capital e intereses de su deuda financiera. La situación ha alcanzado a las deudas con entidades bancarias locales y del exterior, así como también a las deudas originadas en la adquisición de ciertos activos fijos y tenedores de obligaciones negociables.

La Sociedad informó a sus acreedores financieros de esta situación. Seguidamente, y con el asesoramiento de CSFB (Credit Suisse First Boston), la Sociedad comenzó a preparar un plan para la reestructuración de su deuda que contemple las posibilidades de la Sociedad en el contexto de una economía que se desenvuelve con una alta dosis de incertidumbre.

La Sociedad ha iniciado conversaciones con sus acreedores bancarios y financieros y en la reunión mantenida el 13 de junio pasado se constituyó un Comité que actúa en representación de los mismos. La Sociedad continúa realizando con dicho Comité las consultas necesarias a fin de lograr un acuerdo para la reestructuración de su deuda. A la fecha de emisión de los estados contables al 31-12-2003 se ha alcanzado un razonable grado de avance en las negociaciones con el Comité de Acreedores, aunque no es posible hoy estimar el resultado final de este proceso.

Simultáneamente la Sociedad inició, a través de las entidades de custodia, la identificación de los tenedores de sus Obligaciones Negociables 11,25% - Vencimiento 2004 proceso que espera finalizar a la brevedad.

La Sociedad considera que la constitución del Comité de Bancos, la identificación de los tenedores de Obligaciones Negociables 11,25% y la estabilización de las perspectivas macroeconómicas le permitirán avanzar más rápidamente en la finalización del proceso de reestructuración de su deuda financiera.

Las principales medidas que se han implementado a efectos de revertir la situación financiera son:

- la suspensión temporaria de los pagos de la deuda con los bancos y la elaboración de una propuesta de reestructuración para la cual Acindar I.A.A.S.A. contrató el CSFB como asesor financiero;
- la reprogramación de la actividad productiva para atender nuevas oportunidades de exportación;
- la negociación con sus proveedores con el objetivo de mantener la competitividad de sus costos.

La implementación de estas medidas ha permitido una mejora en los resultados operativos antes de los Resultados financieros y por tenencia.

Debido principalmente a la devaluación de la moneda argentina, al 31 de diciembre de 2002 la Sociedad ha quedado con patrimonio neto negativo. En tal sentido, los Accionistas deberán acordar el reintegro del capital social a los efectos de evitar la disolución de la Sociedad antes del 10 de diciembre de 2003, según lo establecido por el Decreto N° 1269/2002 del Poder Ejecutivo Nacional.

Fuente: Nota 2 a los Estados Contables cerrados el 31-12-2002.

APENDICE 3
ALPARGATAS SOCIEDAD ANONIMA INDUSTRIAL Y COMERCIAL:
INFORMACION ADICIONAL

I. CONCURSO PREVENTIVO DE ACREEDORES

El 26 de diciembre de 2001 el Directorio de Alpargatas S.A.I.C. solicitó la apertura del Concurso Preventivo de Acreedores el cual quedó radicado ante el Juzgado Nacional en lo Comercial N° 19 a cargo de la Dra. Adela Norma Fernandez, secretaria N° 37. La Asamblea de Accionistas de la Sociedad realizada el 1° de marzo de 2002 ratificó la decisión tomada por el Directorio, y el 7 de marzo de 2002 el juzgado dictó el auto de apertura del concurso, fijando las medidas que dispone la ley y los plazos correspondientes para cada etapa del proceso.

Por su parte con fecha 25 de junio de 2002 también presentaron su concurso preventivo las sociedades controladas Alpargatas Calzados S.A., Alpargatas Textil S.A., Alpaline S.A., Textil Catamarca S.A., Calzado Catamarca S.A. y Confecciones Textiles S.A..

En el caso de las cuatro primeras sociedades, el expediente se radicó ante el mismo Juzgado y Secretaría antes citados, habiéndose dispuesto con fecha 16 de julio la apertura de los respectivos procedimientos. En cuanto a las restantes sociedades, se obtuvo la radicación de los concursos ante el mismo Juzgado habiéndose dictado el auto de apertura con fecha 5 de septiembre de 2002.

Los plazos para que los acreedores insinúen sus créditos vencieron el 11 de junio de 2002, el 25 de noviembre de 2002 y el 13 de diciembre de 2002 respectivamente. Las sociedades realizaron en legal tiempo y forma las impugnaciones que estimaron pertinentes. Como resultado de dicho proceso en los presentes estados contables se ha constituido una previsión para contingencias laborales por \$ 12.7 millones, cargo que se expone en el rubro "Otros Ingresos y Egresos" del Estado de Resultados consolidado del ejercicio.

Las etapas procesales estimadas pendientes a marzo de 2003 eran las siguientes: presentación del informe individual previsto por el artículo 35 de la Ley de Concursos y Quiebras (LCQ) que tendrá lugar el 26 de mayo de 2003, y la presentación del informe general (art. 39 de la LCQ) para el 4 de septiembre de 2003, y la audiencia informativa fijada para el 22 de marzo de 2004.

La presentación del concurso produce, entre otros efectos:

- a) que toda la deuda común vencida y a vencer con causa anterior a la fecha de la presentación queda sujeta a los trámites del concurso, y por lo tanto sobre esta deuda no se efectuará desembolso alguno hasta la fecha que corresponda según la propuesta que en su caso se apruebe,*
- b) la interrupción de intereses, y*
- c) la imposibilidad de iniciar nuevas acciones judiciales contra la Sociedad así como de continuar las actualmente en curso.*

Las deudas consolidadas incluidas, que se encuentran en proceso de verificación y por lo tanto podrán estar sujetas a ajustes positivos y/o negativos como resultado de dicha verificación, han

sido expuestas en los presentes estados contables consolidados en una línea bajo el rubro "Pasivo concursal" del Pasivo no Corriente y se encuentra compuesto por los siguientes conceptos según su origen y naturaleza (en millones de \$ al cierre de los presentes estados contables):

	<u>Millones de \$</u>
Deuda comercial	
En moneda local	50,1
En moneda extranjera	18,2
Deuda bancaria y financiera	
En moneda local	149,5
En moneda extranjera	472,5
Deuda fiscal	93,4
Deuda laboral y social	55,1
Otras	<u>13,4</u>
	<u>852,2</u>

2. EVOLUCION DEL CAPITAL

- Acciones Ordinarias -

Acciones en
Circulación

\$

al 31 de diciembre de 1993

268.480.432

	Fecha del aumento	Fecha de inscrip. En el Registro Público de Comercio	Forma de colocación	
(1)	01.07.1994	18.08.1994	-	196
(2)	05.01.1998	09.02.1998	-	85.376
(2)	01.04.1998	19.06.1998	-	2.721
(2)	03.07.1998	18.08.1998	-	1.276.500
(2)	30.07.1998	15.06.1999	-	55.609
(2)	05.08.1998	15.06.1999	-	189.124
(2)	12.08.1998	15.06.1999	-	20.344
(2)	10.09.1998	15.06.1999	-	1.000
(2)	13.07.1999	12.08.1999	-	933.255
(2)	04.10.1999	17.11.1999	-	54.785
(2)	30.08.1999	17.11.1999	-	44.788
(3)	28.05.1999	17.01.2000	-	(244.792.910)
(3)	17.09.1999	17.01.2000	-	(24.401.824)
(4)	17.09.1999	En trámite	Oferta Pública	32.311
(5)	06.07.2000	07.11.2000	Oferta Pública	991.014
(5)	26.12.2000	En trámite	Oferta Pública	135.096
(6)	26.12.2000	En trámite	Oferta Pública	<u>43.128.896</u>
				<u>46.236.713</u>

(1) Reunión de Directorio que declaró el aumento de capital por conversión de obligaciones negociables
3ra. emisión aprobada por Asamblea de fecha 10.10.91

- (2) Reunión de Directorio que declaró el **aumento de capital por conversión** de obligaciones negociables mandatoriamente convertibles aprobada por Asambleas de fechas 30.04.97 y 19.05.97.
- (3) Absorción de pérdidas acumuladas.
- (4) Aumento por ejercicio de los derechos de suscripción preferente y de acrecer. Aumento autorizado por Asamblea de Accionistas del 17.09.1999.
- (5) Reunión de Directorio que declaró el aumento de capital por conversión anticipada de obligaciones negociables mandatoriamente convertible aprobadas por Asambleas de fechas 30.04.97 y 19.05.97 en el marco de la **Oferta de Canje por Conversión Anticipada** aprobada por Res. 13.144 del 09/12/99 de la CNV
- (6) Reunión de Directorio que declaró el aumento de Capital en el marco del Acuerdo de Reestructuración Financiera y la Oferta de Canje autorizada por la Res. 13.144 del 09/12/99 de la CNV.

- **Acciones Preferidas** -

<i>Fecha de Asamblea</i>		<i>Fecha de inscrip. en el Reg. Púb. De Comercio</i>	<u><i>Serie A</i></u> \$	<u><i>Serie B</i></u> \$	<u><i>Serie D</i></u> \$
04.08.1988	(1)	04.03.1991	10.683	12.377	25.010
26.04.1989	(2)	09.11.1989	-	591	770
26.04.1990	(2)	18.09.1990	380.593	742.809	669.136
17.04.1991	(2)	18.09.1991	1.956.381	3.778.885	3.410.902
29.04.1992	(2)	24.07.1992	1.173.828	2.267.331	2.052.909
			3.521.485	6.801.993	6.158.727
28.05.1999	(3)	17.01.2000	(3.179.249)	(6.140.939)	(5.560.189)
17.09.1999	(3)	17.01.2000	(316.918)	(612.151)	(554.260)
			25.318	48.903	44.278

- (1) Forma de colocación: suscripción.
- (2) Capitalización ajuste integral del capital social.
- (3) Absorción de pérdidas acumuladas

Fuente: Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre de 2002 de Alpargatas S.A.I.C.

APENDICE 4
IRSA INVERSIONES Y REPRESENTACIONES SOCIEDAD ANONIMA:
INFORMACION ADICIONAL

1. EVOLUCION DE LA DEUDA

Nuestra deuda total pendiente de cancelación al 30 de junio de 2003 era de Ps. 679,5 millones comparada con Ps. 634,8 millones al 30 de junio de 2002. Si bien aumentó un 7%, esto se debe a la consolidación a partir del presente año fiscal del 100% de APSA y a la emisión de Obligaciones Negociables Convertibles por US\$ 100 millones y US\$ 50 millones por parte de IRSA y APSA respectivamente. Asimismo, se destaca que al cierre del presente ejercicio del total de la deuda financiera, el 87% es de largo plazo, mientras que en el año anterior el 100% era de corto plazo.

Reestructuración de la deuda. El 15 de noviembre de 2002 firmamos el Acuerdo Marco de Refinanciación y el 21 del mismo mes se concretó la operación con los seis bancos acreedores (Banca Nazionale del Lavoro, BankBoston, Banco Ciudad, HSBC, Banco Itaú y Banco Nación) para refinanciar el Préstamo Sindicado por US\$ 80,0 millones y las Obligaciones Negociables a tasa flotante por US\$ 37,0 millones a través del siguiente esquema:

- I. US\$ 13,6 millones en efectivo, reduciendo el capital;
- II. US\$ 15,0 millones de Obligaciones Negociables Convertibles con una tasa del 8% y vencimiento en el 2007, suscriptas por el BankBoston como intercambio por la antigua deuda;
- III. US\$ 37,4 millones de Obligaciones Negociables Garantizadas a tasa flotante, con una tasa de interés de LIBOR a 90 días más 200 puntos básicos y con vencimiento en el 2009. Estas Obligaciones Negociables están garantizadas con una hipoteca en primer grado de privilegio sobre algunas de nuestras propiedades por un valor equivalente al 50% de la deuda; y
- IV. US\$ 51,0 millones de Préstamo no Garantizado con vencimiento en el 2009. El 69% de este Préstamo devenga una tasa de interés de LIBOR a 90 días más 200 puntos básicos, mientras que el resto devenga una tasa de interés fija escalonada que se inicia en un nivel de 5,5% hasta alcanzar un nivel de 6,5%.

Emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones ordinarias de IRSA. El 21 de noviembre de 2002 culminó exitosamente la oferta de las obligaciones negociables convertibles en acciones ordinarias de nuestra Compañía por un monto total de hasta US\$ 100 millones. Dichas obligaciones negociables están acompañadas por un warrant que ofrece la opción de adquirir acciones adicionales. El precio de suscripción fue del 100% del valor nominal de las obligaciones negociables convertibles, las cuales devengan una tasa del 8% anual pagadera semestralmente y vencen en noviembre de 2007. El precio de conversión es de US\$ 0,5450 por acción ordinaria, lo que significa que cada obligación negociable convertible es canjeable por 1,8349 acciones ordinarias. Los fondos generados por la emisión fueron destinados fundamentalmente a cancelar y reestructurar pasivos existentes a la fecha quedando una posición de US\$ 55 millones de caja para capital de trabajo.

Cancelación del préstamo con Goldman Sachs. El 4 de diciembre de 2002 cancelamos nuestra deuda con GSEM/AP Holdings, L.P. (Goldman Sachs) que ascendía a US\$ 16,3 millones entre capital e intereses devengados, por un total de US\$ 11,1 millones.

Suscripción de obligaciones negociables convertibles en acciones ordinarias de APSA. El 19 de Julio de 2002, APSA lanzó la Serie I de obligaciones negociables convertibles en acciones de APSA hasta US\$ 50.000.000, según aprobado el día 4 de diciembre de 2001 por la Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas de APSA. Las condiciones de la emisión incluyeron un precio de conversión de US\$ 0,0324, lo que significa que cada obligación negociable convertible es potencialmente canjeable por 30,864 acciones de valor nominal Ps.0,1 cada una, el devengamiento de una tasa de interés del 10% anual pagadero en forma semestral y un precio de suscripción del 100% del capital de las obligaciones negociables. La emisión de este instrumento le permitió a APSA precancelar una porción significativa de su deuda y así mejorar considerablemente su estructura financiera y cronograma de vencimientos.

Con fecha 23 de agosto de 2002, APSA finalizó exitosamente la colocación de la Serie I por US\$ 50.000.000. En tal sentido, IRSA ha suscripto un total de US\$ 27,2 millones de las obligaciones negociables convertibles.

Compra de acciones y obligaciones negociables convertibles de APSA. Durante el mes de enero de 2003, adquirimos 3,4 millones de acciones adicionales de APSA con lo cual nuestra participación asciende hoy al 54,9%. Asimismo, también adquirimos 2,6 millones de obligaciones negociables convertibles de APSA que sumadas a las 27.324.848 suscriptas al momento de la emisión, totalizan un 59,9% de las ON emitidas por nuestra subsidiaria.

Pago de intereses. El 14 de mayo realizamos el primer pago de intereses por US\$ 4,0 millones correspondiente a las ON Convertibles por US\$ 100 millones. Asimismo, también pagamos intereses del Préstamo Sindicado por US\$ 51 millones y las ON Garantizadas por US\$ 37,8 millones por US\$ 0,5 millones y US\$ 0,3 millones respectivamente.

Precancelación de US\$ 16 millones de deuda. El 23 de julio de 2003 precancelamos al HSBC Bank Argentina S.A. US\$ 16 millones pertenecientes al Préstamo Sindicado (Loan Agreement US\$ 51.000.000) con vencimiento final en noviembre de 2009. La operación se efectuó por la suma de US\$ 10,9 millones, un 68% del valor nominal de la deuda, obteniendo un descuento de US\$ 5,1 millones. La mencionada recompra se efectuó siguiendo el procedimiento establecido en el Contrato del Préstamo Sindicado.

Préstamos a Hoteles Argentinos. En enero de 2001, nuestra subsidiaria Hoteles Argentinos S.A., titular del 100% de Hotel Sheraton Libertador, obtuvo un préstamo por US\$ 12,0 millones de BankBoston N.A. La fecha de vencimiento es enero de 2006 y el préstamo devenga intereses en forma trimestral a la tasa LIBO más un margen que oscila entre 401 y 476 puntos básicos, según el valor de determinados índices financieros. Este préstamo no fue pesificado y continúa estando expresado en dólares estadounidenses debido a que el mismo está regido por la ley del Estado de Nueva York. Existen hoy cuotas de capital e intereses vencidas que se encuentran impagas y estamos en negociaciones con el objetivo de llegar a un acuerdo respecto a este pasivo. Este préstamo es sin recurso contra IRSA.

A continuación se adjunta un cuadro con la deuda actual de IRSA (no incluye APSA):

Deuda de IRSA	Principal (MM)	Tasa de interés	Vencimiento
Préstamo no Garantizado	US\$ 35	LIBOR + 200 bps	Nov-09
ONs Garantizadas	US\$ 37	LIBOR + 200 bps	Nov-09
Préstamo Hoteles Argentinos S.A. (1)	US\$ 12	LIBOR+ 500 bps	Ene-06
Total Deuda	US\$ 84		
ONs Convertibles	US\$ 100	8%	Nov-07

2. PARTICIPACIONES SOCIETARIAS AL 30-6-2003

Emisor de	ACCIONES: IRSA	
	OBLIGACIONES: OIRX2, OIRX5	
Capital Social	\$212,210,871	
Tipo de Moneda	Pesos	
Cierre del ejercicio	30/06	
Directorio	PRESIDENTE	ELSZTAIN, EDUARDO SERGIO - SR.
	VICEPRESIDENTE 1°	MINDLIN, MARCOS MARCELO - LIC.
	VICEPRESIDENTE 2°	ZANG, SAÚL - DR.
Controlantes	<i>Esta información temporalmente debe ser consultada en los Estados Contables de la SOCIEDAD</i>	
Vinculadas	ALTO PALERMO S.A. (APSA)	49.5 %
	ARGENTINE REALTY	50 %
	BACS BANCO DE CREDITO Y SECURI	5.1 %
	BCO. CORP. FIN HIPOTECARIA	10 %
	BS AS TRADE AND FINANCE CENTER	50 %
	IRSA TELECOMUNICACIONES SA	49.35 %
	LLAO LLAO RESORT	50 %
	BS. AS. REALTY S.A.	50 %
	<i>El porcentaje comprende la participación directa e indirecta.</i>	
Controladas	ABRIL S.A.	83.33 %
	PEREIRAOLA S.A.I.I.F. Y A.	83.33 %
	BALDOVINOS S.A.	83.33 %
	HOTELES ARGENTINOS S.A.	79.99 %
	INVERSORA BOLIVAR S.A.	66.66 %
	IRSA INTERNATIONAL LTD S.A.	100 %
	PALERMO INVEST INC.	66.67 %
	<i>El porcentaje comprende la participación directa e indirecta.</i>	

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Acíndar, Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles en Acciones Ordinarias Clase "B" (2-5-2001)
- Acíndar SAIC, Estados Contables al 31-12-2002 y al 31-3-2003
- Alemandi-Bausela,
Obligaciones Negociables Nuevo régimen jurídico Ley 23.962, Rubiza-Culzoni editores, 1999,
- Alpargatas S.A.I.C., Estados Contables al 31-12-2002
- Alpargatas S.A.I.C., Prospecto Resumido de Oferta de Canje por Conversión Anticipada de Obligaciones Negociables Obligatoriamente Convertibles, Separata La Bolsa, Bs.As., 25-01-200
- Alpargatas S.A.I.C., Prospecto resumido, Separata La Bolsa, Bs.As., 4/07/1997
- Alto Palermo S.A., Estados Contables al 30/06/2003
- Alto Palermo S.A. Prospecto Serie I hasta us\$ 50.000.000 Obligaciones Negociables Convertibles en Acciones Ordinarias.
- Apreda, Rodolfo
Obligaciones Negociables, Bonos y Opciones, Editorial Club de Estudio, BsAS, 1992
- Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1-12-2003
- Bollini, Carlos y Goffa, Mario,
Operaciones bursátiles y extrabursátiles, Abeledo Perrot 1996,.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires,
Obligaciones Negociables Convertibles: Requisitos para la oferta pública y cotización en Bolsa, , Marzo de 1999.
- Brealey y Myers,
Fundamentos de financiación empresarial, Mc Graw Hill, Quinta edición, 1998.
- Carta del Presidente del Banco Suquía dirigida a la BCBA, el 6/11/2003.
- Cresud S.A.C.I.F.I.A., Estados Contables al 30-6-2003
- Cresud S.A.C.I.F.I.A., Press Release (11-11-2003) de los Estados Contables al 30-9-2003
- Cresud S.A.C.I.F.I.A. Prospecto hasta us\$ 50.000.000 Obligaciones Negociables Convertibles en Acciones Ordinarias.
- Diario El Cronista, 11/11/2003
- Diario El Cronista, 25/11/2003
- Diario La Nación, 21/11/2003
- IRSA, Memoria y Estados Contables por el ejercicio finalizado el 30 de junio de 2003
- IRSA, Prospecto de Títulos Valores compuesto por Obligaciones Negociables Convertibles, 10-10-2002
- Julio Macchi y otros,
La Inversión bursátil, Editorial Tesis

- Kenny, Mario-
Obligaciones Negociables- Editorial Abeledo Perrot-1996
- Página de internet www.inverca.com/manuales/financieros
- Página de internet www.financefi.co (página de Francia)
- Porto, José Manuel
Alternativas de financiación e Inversión, Ed. Omar Buyati, Bs.As., 2000
- Raquel Traiman,
Derecho Privado Económico, Buenos Aires, 2000.
- Solvay Indupa S.A.I.C., Estados Contables al 30 de septiembre de 2003
- Villegas, Carlos
Manual de Sociedades Comerciales, Tomo II, 1997
- Villegas, Carlos
Régimen de Obligaciones Negociables Ley 23.576, Editorial Astrea, 1992.
- Weston y Copellan,
Finanzas en Administración
- Yomha, Carlos
Tratado de las Obligaciones Negociables-Ediciones Depalma Bs As-1994