

# FINANCIAMIENTO MEDIANTE OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES

**Damián J. Marcos**

*Universidad de Buenos Aires*

*SUMARIO: 1. Introducción; 2. Características generales de las obligaciones negociables convertibles; 3. Valuación de convertibilidad de las obligaciones negociables; 4. Protección del derecho de conversión; 5. Experiencias en el mercado argentino; 6. Conclusión.*

Para comentarios: [damianjmarcos@yahoo.com.ar](mailto:damianjmarcos@yahoo.com.ar)

## **1. Introducción**

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 será las obligaciones negociables convertibles.

Este trabajo, que surge de una actualización del trabajo final presentado para el Posgrado de Especialista en Administración Financiera de la FCE de la UBA, espero permita aportar algunos conocimientos teóricos de las obligaciones convertibles y comentar sus aplicaciones actuales en el mercado argentino.

Para un mejor entendimiento de este instrumento comenzaremos analizando en el Capítulo 2 las características generales de las obligaciones negociables convertibles, comenzando con una explicación general de las obligaciones negociables simples y convertibles vigentes en el mercado argentino. Asimismo analizaremos las distintas modalidades de obligaciones convertibles, es decir, la acción preferida convertible, los bonos u obligaciones convertibles y los *warrants* o derechos de suscripción. A continuación comentaremos las ventajas para el emisor e inversor, y por último los temas referentes a las obligaciones negociables convertibles dentro de la legislación argentina.

La valuación de la convertibilidad de las obligaciones está desarrollada en el Capítulo 3, donde 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.

Para un mayor análisis de la valuación del convertible se recomienda la lectura del trabajo final presentado en el 2004 en el Posgrado de Administración Financiera de la FCE de la UBA

donde se efectúa una mayor explicación de los premiums y rendimientos, y la valuación del bono como una opción.

Por la importancia que tiene la protección de los derechos de conversión se la analiza en el Capítulo 4. Así veremos cuáles son las posibles técnicas de protección mediante ejemplos, y cuáles de ellas son aplicables en Argentina.

En el Capítulo 5 analizaremos los casos de empresas argentinas que poseen obligaciones negociables convertibles a la fecha de elaboración de este trabajo. Analizaremos para cada título cuáles han sido las condiciones especiales de emisión, los objetos por los cuales se han constituido, cuál es la situación de pago de renta y amortización, y cuál es la evolución y situación actual de la empresa.

Por último presentaremos las conclusiones del presente trabajo en el Capítulo 6.

## **2. Características generales de las obligaciones negociables convertibles**

### **2.1 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.

Finalmente se emitió la Ley de Obligaciones Negociables (en adelante LON) 23.576, y posteriormente recibió modificaciones por la ley 23.962. Ella permite que puedan emitir obligaciones negociables las sociedades por acciones, las cooperativas y las asociaciones civiles (se agregó 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.

En particular, las obligaciones negociables convertibles (en adelante ONC) 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, habían cobrado significación en numerosos países en los que antes no estaban difundidas. Veremos qué títulos están vigentes en nuestro país en el capítulo 5.

## 2.2 Obligaciones negociables y obligaciones negociables convertibles

“Las **obligaciones negociables** (ON) 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”<sup>1</sup>. 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.

Podemos presentar las **principales características** de las **obligaciones negociables** en el cuadro siguiente, siguiendo a Porto<sup>2</sup>:

SUJETOS	
Emisores u obligados	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Sociedades Anónimas</li> <li>◆ Sociedades en Comandita por Acciones</li> <li>◆ Sucursales de Sociedades por Acciones constituidas en el extranjero</li> <li>◆ Cooperativas</li> <li>◆ Asociaciones Civiles</li> <li>◆ Entidades Financieras: Bancos de Inversión, Bancos Comerciales, Bancos Hipotecarios con autorización del BCRA, Compañías Financieras con autorización del BCRA</li> </ul>
Tenedores o acreedores	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Inversores individuales: personas físicas o jurídicas</li> <li>◆ Inversores institucionales: AFJP, Fondos Comunes de Inversión, Compañías de Seguro, etc.</li> </ul>
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>

OBJETO	
Destino de los fondos	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Inversión en activos fijos</li> <li>◆ Capital de trabajo</li> <li>◆ Refinanciación de pasivos</li> <li>◆ Otorgamiento de préstamos personales e hipotecarios (entidades financieras)</li> </ul>

MODALIDADES DE EMISIÓN	
Moneda	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Nacional o extranjera</li> </ul>
Tipos	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <b>Simple:</b> los tenedores tienen derecho exclusivamente al cobro de los intereses pactados y a la amortización del capital nominal del bono.</li> <li>◆ <b>Convertibles</b> el inversor tiene derecho a los beneficios del bono simple más una opción de compra (<i>call</i>) de acciones de la emisora, que podrá ejercer o no. Solo podrán emitir este tipo de obligaciones las Sociedades por Acciones</li> <li>◆ <b>Con cláusula de reembolso:</b> La cláusula <i>call provisión</i>, otorga al emisor la opción de comprar su propio instrumento, según un precio especificado, antes del vencimiento establecido en el contrato.</li> </ul>

<sup>1</sup> Raquel Traiman, Obligaciones negociables, en Carlos Ghersi, Derecho Privado Económico: contratos y reparación de daños, Editorial Universidad, Buenos Aires, 2000, pág. 180.

<sup>2</sup> José Porto, Alternativas de financiación e inversión, Osmar Buyati, Buenos Aires, 2000, pág.191

Intereses	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Tasa fija: se estipula una tasa fija para toda la operación</li> <li>◆ Tasa variable: <ul style="list-style-type: none"> <li>distintas tasas fijas para distintos períodos</li> <li>una tasa testigo local (BAIBOR=<i>Buenos Aires Interbanks Offered Rate</i>) o internacional (LIBOR=<i>London Interbank Offered Rate</i>): ajustándose el devengamiento y/o pago de intereses, según el valor de la tasa base</li> </ul> </li> <li>◆ Mixta: Un porcentaje anual fijo más una tasa variable, ej. LIBOR + 2 puntos porcentuales anuales.</li> <li>◆ Ajustables: Pueden contener cláusulas de reajuste de capital, con más intereses –por Ley de Convertibilidad de 1991, se prohibió todo tipo de ajuste de capital-.</li> <li>◆ Cupón cero: Al momento de comprar la obligación emitida, se paga un valor menor al monto nominal a cobrar al vencimiento.</li> </ul>
Capital	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Amortizaciones parciales: se cancela el principal en pagos periódicos, pudiendo tener períodos de gracia</li> <li>◆ 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 <i>Bullet Bonds</i>.</li> </ul>
Forma de colocación	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Por oferta privada: se contactan directamente, o través del <i>underwriter</i>, emisores e inversores, sin hacer oferta pública</li> <li>◆ 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.</li> </ul>
En cuanto a la garantía	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Flotante: avaladas con derechos reales sobre bienes muebles</li> <li>◆ Hipotecaria: avaladas con derechos reales sobre bienes inmuebles (<i>Mortgage-Backed-Bonds</i>)</li> <li>◆ Común: con el aval quirografario del patrimonio de la empresa emisora.</li> <li>◆ Bancaria: entidades financieras actúan como avalistas de empresas emisoras.</li> <li>◆ Otro tipo de avales: cualquiera que se estipule. Ej.: flujos de fondos derivados de un contrato de servicios local o de exportación, etc</li> </ul>
Clases de emisión	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Pueden emitirse de diversas clases, con derechos diferentes; dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos.</li> <li>◆ Pueden dividirse en series. No pueden emitirse nuevas series de la misma clase, mientras las anteriores no estén totalmente suscriptas.</li> </ul>

OTROS CONCEPTOS	
Plazo	El plazo mínimo de amortización no puede ser inferior a 30 días. No existen plazos máximos. El plazo máximo lo determina el mercado.
Costo	<p>El costo total estará conformado por:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Costo de emisión: Dentro de este grupo ubicamos todos los costos correspondientes a la autorización, preparación de las láminas, comisiones del <i>underwriter</i>, publicidad, etc.</li> <li>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.</li> </ol>

Fuente: Porto (2000)

“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.”<sup>3</sup>

La 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 éste que debe estar previsto en las condiciones de emisión.

Como menciona Bollini<sup>4</sup>, 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 canjearlo por acciones de la misma o de otra compañía. 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.

### 2.3 Modalidades de obligaciones convertibles

Podemos mencionar, siguiendo a Apreda<sup>5</sup> 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

Fuente: elaboración propia en base a Apreda (1992)

<sup>3</sup> Raquel Traiman, ob. cit., pág. 185

<sup>4</sup> Carlos Bollini, Operaciones bursátiles y extrabursátiles, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1996, pág. 223

<sup>5</sup> Rodolfo Apreda, Obligaciones Negociables, Bonos y Opciones, Editorial Club de Estudio, Buenos Aires, 1992, pág. 145

## 2.4 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. Al igual que el resto de las obligaciones, cotizan en el mercado.

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 5 cuáles empresas argentinas actualmente tienen emitido este instrumento y cuáles han 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 supone 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 de la conversión. En el caso de desdoble de acciones cuyos emisores hayan emitido también obligaciones convertibles, se ajustan los precios de conversión en función del desdoble.

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 hasta la conversión 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 si no hubo conversión.

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, la forma de conversión más conocida y utilizada es la conversión de obligaciones en acciones comunes.

En las ONC aparecen **distintos interesados** que deben armonizarse:

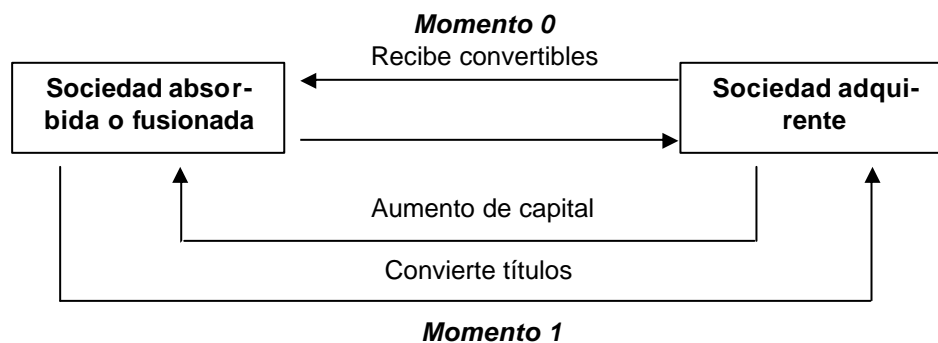
- ◆ los **obligacionistas** que son los acreedores sociales, titulares de un instrumento de renta, y titulares de una opción para convertir sus créditos en capital, que ejercerá cuando el precio de las acciones de la sociedad emisora aumente por la mejor estructura de capital que ésta consiga y el rendimiento de los proyectos o actividades a los que se destine el producido del empréstito;
- ◆ la **sociedad emisora**, genera la posibilidad de eliminar la deuda incrementando correlativamente el capital social sin desembolsos;

- ◆ 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** son diferentes. Pueden ser gestores, en el sentido amplio, de fondos de acciones (búsqueda de una cierta seguridad), o de fondos de obligaciones. 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 ONC. Por último, intervienen en este mercado inversores que desean constituir una cartera menos arriesgada o volátil que la proveniente de una inversión directa en acciones.

## 2.5 ¿Cuáles son los motivos de la sociedad emisora?

- 1) Este tipo de emisión **evita el efecto a la baja de cotización** que acompaña todo nuevo ingreso de acciones al mercado bursátil. Le permite diferir en el tiempo el ingreso de nuevas acciones en el mercado y 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) También suele utilizarse al aplicar una **política de concentración por fusión o absorción**. 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 esquema<sup>6</sup>



- 5) Para **reestructurar la deuda** de la emisora logrando refinanciación a largo. Así se cancelan deudas de corto plazo mediante deudas de largo plazo y/o conseguir nuevo endeudamiento con una mejora en su costo financiero.

<sup>6</sup> Apreda, ob.cit., pág. 152

## 2.6 ¿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. Por ello 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) Pueden 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 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 este instrumento se obtienen indirectamente el derecho a ser accionistas potenciales y beneficiarse en el caso de la suba de la acción subyacente.

## 2.7 Régimen argentino. Consideraciones generales

En nuestro país gozaban del carácter de convertibilidad los bonos de la ley 19.060/71, y aún siguen vigentes los debentures convertibles en acciones que regula la Ley de Sociedades Comerciales (en adelante LSC)

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

Varios artículos de la citada norma se ocupan de ellas. Sigue un esquema sintético de la regulación legal<sup>7</sup>:

a) Se aplican los artículos 5°, 6°, 11, 12, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23 y 24 de la LON. La decisión de emitir obligaciones negociables convertibles implica la de aumentar el capital social.									
b) Decisión de la emisión	<table style="border: none;"> <tr> <td style="font-size: 3em; vertical-align: middle;">{</td> <td>Asamblea extraordinaria (art.235, ss. y concs., LSC)</td> </tr> <tr> <td style="font-size: 3em; vertical-align: middle;">{</td> <td>Asamblea ordinaria: cuando la sociedad emisora hace oferta pública de sus acciones (arts. 234 y concs, LSC.)</td> </tr> </table>	{	Asamblea extraordinaria (art.235, ss. y concs., LSC)	{	Asamblea ordinaria: cuando la sociedad emisora hace oferta pública de sus acciones (arts. 234 y concs, LSC.)				
{	Asamblea extraordinaria (art.235, ss. y concs., LSC)								
{	Asamblea ordinaria: cuando la sociedad emisora hace oferta pública de sus acciones (arts. 234 y concs, LSC.)								
c) Derechos de los accionistas al tiempo de decidirse la emisión de ONC	<table style="border: none;"> <tr> <td style="font-size: 3em; vertical-align: middle;">{</td> <td>Suscripción preferente</td> <td rowspan="3" style="font-size: 3em; vertical-align: middle;">}</td> <td rowspan="3">(art. 194 a 196, LSC)</td> </tr> <tr> <td style="font-size: 3em; vertical-align: middle;">{</td> <td>Acrecer</td> </tr> <tr> <td style="font-size: 3em; vertical-align: middle;">{</td> <td>Receso (art. 245, LSC)</td> </tr> </table>	{	Suscripción preferente	}	(art. 194 a 196, LSC)	{	Acrecer	{	Receso (art. 245, LSC)
{	Suscripción preferente	}	(art. 194 a 196, LSC)						
{	Acrecer								
{	Receso (art. 245, LSC)								

<sup>7</sup> Alemandi-Bausela, Obligaciones Negociables, Nuevo régimen jurídico Ley 23.962, Rubizal-Colzoni, Buenos Aires, 1999, pág. 144



d) Derecho de suscripción preferente y de acrecer de los accionistas	<ul style="list-style-type: none"> <li>Del derecho de suscripción preferente (caso del art. 197, inc.2°, LSC)</li> <li>Del derecho de acrecer y limitación del derecho de preferencia (a 15 días) cuando haya underwriting resuelto por asamblea extraordinaria (art. 12 LON)</li> <li>Supresión 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 LON)</li> </ul>
e) Época de conversión (art.18,LON)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Permanente</li> <li>En época o fecha determinada</li> </ul>
f) Notificación de la conversión (art.20,LON)	
g) Comunicación al Registro Público de Comercio y a la autoridad de control (art 21, LON)	
h) Protección de los obligacionistas convertibles (art. 22, LON)	
i) Protección de los obligacionistas convertibles pendiente la conversión (arts. 23, 24, 25, 26, 27 y concs., LON)	

### 3. Valuación de convertibilidad de las obligaciones negociables

#### 3.1 La convertibilidad de las obligaciones

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.

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.

#### 3.2 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 su valor y así traerán la atracción de los obligacionistas 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. Cree 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, ella 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.

### 3.3 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<sup>8</sup>, “nada impide que se emitan obligaciones negociables canjeables en acciones de otra empresa. Ello 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 ONC transformables en acciones ordinarias de la emisora. Yomha también aclara<sup>9</sup> 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.

### 3.4 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 Apreda<sup>10</sup>. Para ser más claro en el análisis de sus valuaciones, y siguiendo a Brealey y Myers<sup>11</sup> podremos a su vez, analizar sus valuaciones en dos momentos diferentes: valuación al vencimiento y antes del vencimiento.

<sup>8</sup> Carlos Yomha, Tratado de las Obligaciones Negociables, Depalma, Buenos Aires, 1994, pág. 289

<sup>9</sup> Carlos Yomha, ob.cit., pág. 291

<sup>10</sup> Apreda, ob.cit., pág. 152 y sig.

<sup>11</sup> Brealey y Myers, Fundamentos de financiación empresarial, 5ª Ed, McGraw Hill, Madrid, 1998, Capítulo 22

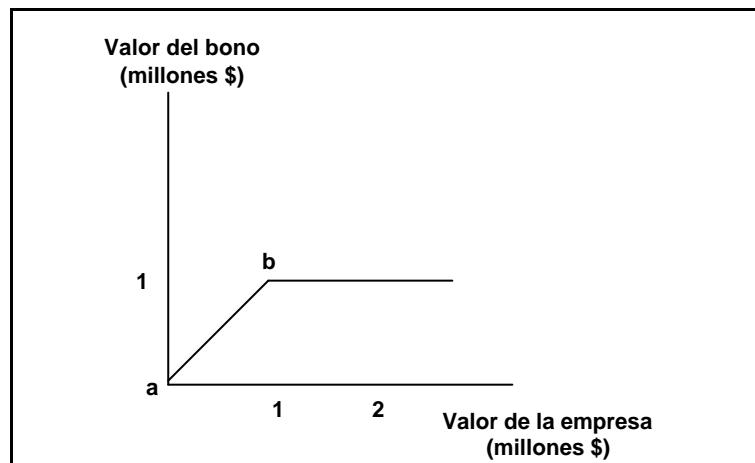
### 1) Valoración al vencimiento

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:

*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, de ahí en más el valor del bono siempre será de un millón de pesos, como ilustra el gráfico que sigue.



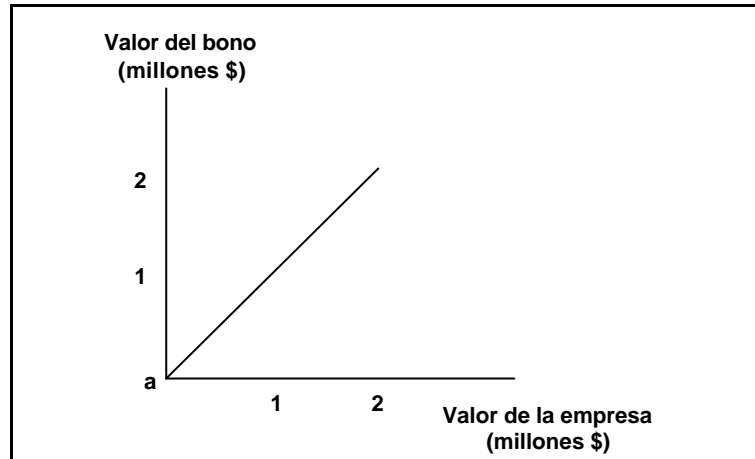
*Valor de conversión.* Supongamos que la empresa tiene un millón de acciones ordinarias en circulación y los tenedores de convertibles tengan derecho a la mitad del valor de la empresa.

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 cambiarán rápidamente por acciones y las venderían. La utilidad sería la diferencia entre el valor de conversión y el precio del convertible.



*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:

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

*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.

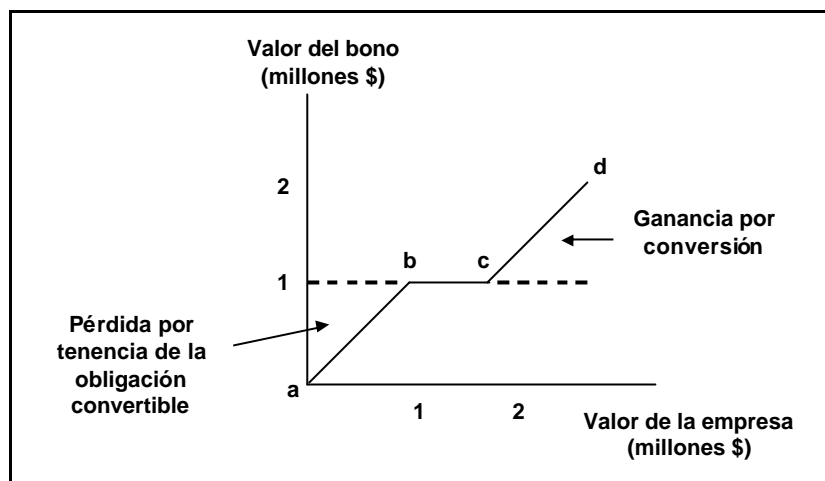
$$\text{Precio de conversión} = \frac{\text{Valor a la par del bono}}{\text{Acciones a recibir}}$$

*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.”<sup>12</sup>

$$\text{Valor de conversión del bono} = (\text{Relación de conversión}) \times (\text{precio de mercado de la acción})$$

*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 anteriores.

<sup>12</sup> Apreda, ob.cit., pág. 154



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 \$).

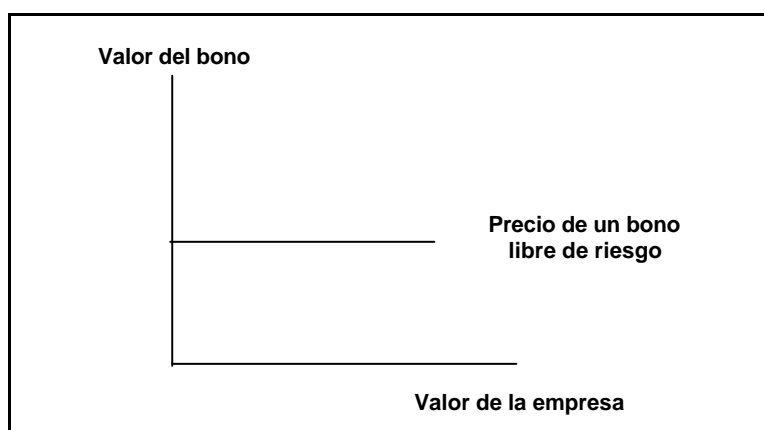
Tramo bc = bono reembolsado por completo. Resultado neutro.

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.

## 2) Valoración antes del vencimiento

*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.

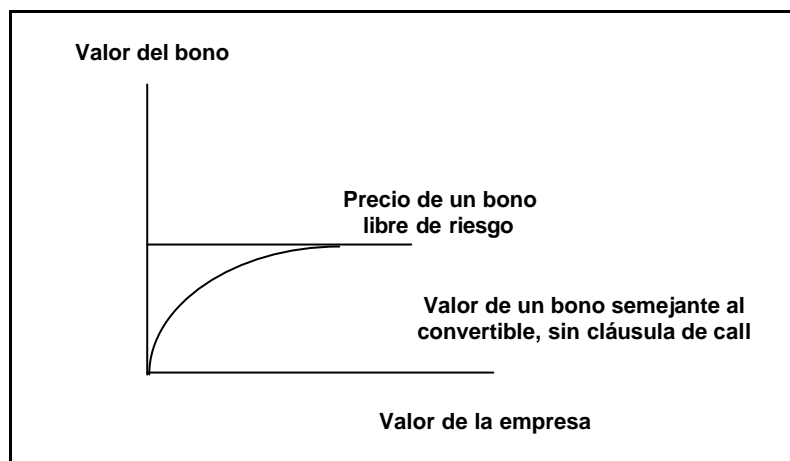


En el gráfico se puede observar que la línea recta horizontal representa que el valor del bono no depende del tamaño de la empresa particular.

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

*El valor como bono del convertible.* Según 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:

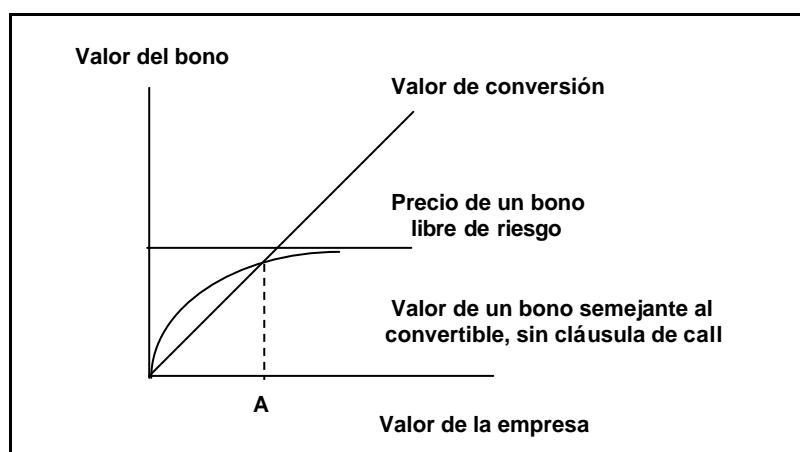


Como se puede ver en el gráfico, si el valor de la empresa aumenta en el mercado, también se espera que ocurrirá lo mismo con el valor del bono, asemejándose a un valor similar al libre de riesgo. Esto es así conforme lo explican Brealey y Myers<sup>13</sup> debido a que el valor de esta opción aumenta con el vencimiento. Pero cuando el valor de la empresa se desploma, el valor del bono también se encuentra en niveles muy bajos.

*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 asintóticamente al valor del bono libre de riesgo.



<sup>13</sup> Brealey y Myers, ob.cit., pág. 451

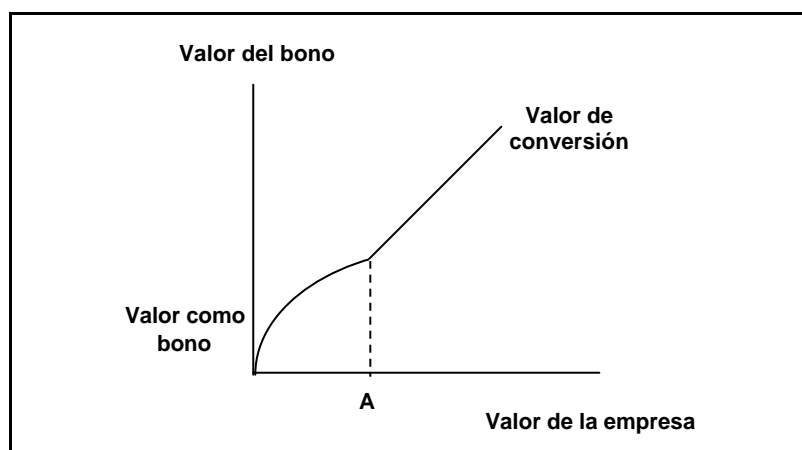
El punto A representa el valor de la acción (o de la empresa) en el cual se encuentra equilibrado el valor del bono sin cláusula de convertibilidad y el valor de conversión del bono convertible. En el eje horizontal puede representarse el valor de la empresa por la cantidad de acciones a ese momento.

**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.

Este análisis se efectúa considerando que antes del vencimiento los tenedores de los convertibles no están obligados a hacer una elección rápida a favor o en contra de la conversión. Ellos tienen el derecho de esperar, y luego 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<sup>14</sup>:

- “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.”

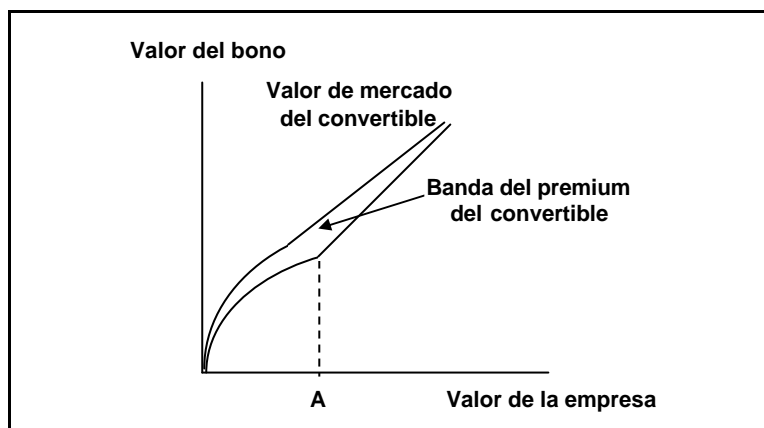
El primer análisis es considerar que el convertible tiene un valor mayor como bono, porque no solo brinda intereses periódicos, asegura negociabilidad y otorga un derecho de preferencia como acreedor para el tenedor, sino también tiene una opción de compra.

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

<sup>14</sup> Apreda, ob.cit., pág. 155

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 lo que mencionamos antes. 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.



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”<sup>15</sup>

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.

Para un mayor análisis de las dimensiones del premio y la forma de valuación de las opciones incluidas en las obligaciones convertibles se puede ver en el trabajo final presentado para el Posgrado de Finanzas de la UBA.<sup>16</sup>

## 4. Protección del derecho de conversión

### 4.1 La protección de los obligacionistas

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**. Esto significa que el precio de conversión disminuirá proporcionalmente para considerar 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 ac-

<sup>15</sup> Apreda, ob.cit., pág. 156

<sup>16</sup> Damián Marcos, Financiamiento mediante obligaciones negociables convertibles, trabajo final para PEA - FCE - UBA, 2004



ciones y verá compensada de ese modo la disminución sufrida en el valor de pesos por efecto de las operaciones sociales que dan lugar a la corrección.

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 siguientes<sup>17</sup>:

- ◆ La amortización o reducción voluntaria del capital, la modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades, la adjudicación de valores en cartera y la distribución en efectivo de reservas 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 ONC 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 19.550. 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 19.550) Los obligacionistas tienen derecho a ejercer la **conversión anticipada** en la ley 23.576 y que se enuncian en los puntos siguientes:
  - ◆ 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);
  - ◆ Cuando la sociedad emisora mude su domicilio al exterior o cambie de modo fundamental su objeto social (art. 15, último párrafo, ley 23.576)
  - ◆ Cuando la sociedad emisora se transformara en otra (cambie su tipo social), y
  - ◆ 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 Yomha<sup>18</sup> las posibles técnicas de protección de los derechos de los obligacionistas.

## 4.2 Las posibles técnicas de protección

Una forma de protección es efectuar **reajustes del precio de conversión**, conocida como “market price formula”, usada en el derecho norteamericano, solo cuando:

<sup>17</sup> Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Obligaciones Negociables Convertibles: Requisitos para la oferta pública y cotización en Bolsa, 1999, pág. 2

<sup>18</sup> Yomha, ob. cit. Capítulo IX

- 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.

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:

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

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 que 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.

$$PC' = 500 \times \frac{200 + \frac{40 \times 400}{450}}{200 + 40} = 490,74$$

El otro sistema es el 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 esta 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:

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

Podemos observar que ambas fórmulas arrojan los mismos resultados y ambas son similares a la “market price formula” 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:  $RC' = \frac{500}{490,74} = 1,018$

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 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 en las condiciones de emisión haya previsto un derecho de preferencia en los mismos casos, plazos y condiciones que se otorgue 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 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.

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 sólo 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 LSC 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 aceptarían esas acciones a emitir en pago de obligaciones preexistentes, se deberá requerir la conformidad de la asamblea de obligacionistas”<sup>19</sup>, 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.

Veremos este tema para cada una de las empresas que cotizan ONC en Argentina, a continuación, en el capítulo 5, al analizar las condiciones especiales de emisión.

## 5. Experiencias en el mercado argentino

Las obligaciones negociables convertibles existentes en nuestro país al 7 de julio de 2004 son:<sup>20</sup>

<i>Empresa</i>	<i>Título</i>	<i>Situación en la Bolsa de Comercio</i>
Acindar	OACI7 y OACI8	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	OIRX5	Cotización normal
Solvay Indupa	OIND3	Cotización normal

Fuente: elaboración propia en base al Boletín

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 ONC.
- ◆ Cuál es la situación actual del pago de amortización y renta.
- ◆ Cuál es la evolución y situación actual de la sociedad.

<sup>19</sup> Yomha, ob. cit., pág. 333

<sup>20</sup> Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 5/7/2004

**1) Acíndar Industria Argentina de Aceros S.A.**

Tiene sede en Buenos Aires y es la mayor productora integrada de aceros largos de Argentina, con una producción anual de 1.300.000 toneladas.

**a) Principales condiciones de emisión**

**Título: OACI7**

*Denominación: Subordinadas Obligatoriamente Convertibles(ONSC)*

*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 ONSC, 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 declaración de caducidad de plazos*

*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 60.000.000*

*Monto actual de la emisión: u\$s 58.565 <sup>21</sup>*

*Rescate Opcional Especial: Las ONSC no serán rescatables, excepto en el supuesto especificado en "Descripción de las ONSC –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.<sup>22</sup>*

**Título: OACI8**

*Denominación: Subordinadas Obligatoriamente Convertibles (ONSC)*

*Moneda: Dólares estadounidenses*

*Plazo: 9 años desde la fecha de suscripción (04/02/04)*

*Vencimiento: 04/02/2013*

*Intereses: 6% anual*

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

*Pago renta: semestralmente, 3% mediante la entrega de las nuevas ONSC de las mismas características, y 3% en efectivo.*

*Primer servicio: 04/08/04*

*Derecho de conversión/precio: convertibles en acciones Ordinarias Clase "B"(1voto) a opción de cada obligacionista, en cualquier momento; a partir del 01/01/06, hasta su vencimiento.*

*Precio de conversión: \$ 1 por acción (sujeto a condiciones según surge del Prospecto pertinente)*

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

*Amortización: Totalmente en efectivo al vencimiento.*

*Monto inicial de la emisión: v/n u\$s 80.000.000*

*Rescate Opcional Especial: Las ONSC no serán rescatables, excepto en el supuesto especificado en "Descripción de las ONSC – 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.<sup>23</sup>*

*Fechas de Rescate que se produzcan durante los siguientes períodos:*

	Precio de Rescate
<i>Durante el 1° año a partir de fecha de emisión</i>	102,5%
<i>Durante el 2° año a partir de fecha de emisión</i>	105,0%
<i>Durante el 3° año a partir de fecha de emisión</i>	107,5%
<i>Durante el 4° año a partir de fecha de emisión</i>	110,0%
<i>Durante el 5° año a partir de fecha de emisión</i>	112,5%
<i>Durante el 6° año a partir de fecha de emisión</i>	115,0%

<sup>21</sup> Idem nota 20

<sup>22</sup> Acíndar, Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles en Acciones Ordinarias Clase "B" (2/5/2001)

<sup>23</sup> Acíndar, Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles en Acciones Ordinarias Clase "B" (9/1/2004)

Durante el 7° año a partir de fecha de emisión	117,5%
Durante el 8° año a partir de fecha de emisión	120,0%
Durante el 9° año a partir de fecha de emisión	122,5%

#### 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 consiguientes 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 conjugaron 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 del instrumento de deuda convertible OACI7.

“Los fondos que se obtengan de la colocación de las ONSC serán destinados, conforme lo previsto por el artículo 36 de la Ley de ON, a la cancelación de la deuda y capital de trabajo.”<sup>24</sup> 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 ONC. Con parte 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 deudas con entidades financieras con vencimiento en 2001.

De la lectura de los balances de la sociedad<sup>25</sup>, los fondos netos obtenidos en la emisión de las OACI7 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 aplicado 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.

La emisión de las OACI8 se hicieron dentro del marco de reestructuración de deudas financieras de la sociedad. Según lo mencionado en el prospecto, “los fondos netos que se obtengan como resultado de la colocación, que se estiman en la suma de u\$s 80.000.000 se aplicarán preponderantemente a la refinanciación de pasivos existentes de la Sociedad, como asimismo a cualquiera de los restantes destinos permitidos por el artículo 36 de la LON, incluyendo capital de trabajo e inversiones en activos fijos en el país. Si el ingreso de fondos no fuera el esperado por la Compañía, se priorizará la cancelación de pasivos de más alta tasa y menor plazo de pago.”<sup>26</sup> Finalmente, y según lo informado en el balance, “los fondos netos que se obtengan de la colocación serán destinados a la refinanciación de pasivos de la Sociedad y a capital de trabajo”.

#### c) Situación actual del pago de amortización y renta

Código	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OACI7	R	28/05/02	28/05/03	Si	Dólares	Pagó
OACI7	R	28/05/03	28/05/03	Si	Dólares	Pagó
OACI7	R	28/05/04	28/05/04	Si	Dólares	Pagó

OACI8: El 04-08-04 operará el primer vencimiento de pago de renta

R: Renta Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1-12-2003 y Aviso de Pago publicado por la Bolsa el 7-6-2004.

<sup>24</sup> Idem nota 22

<sup>25</sup> Acindar SAIC, Estados Contables al 31/3/2004

<sup>26</sup> Idem nota 23

*d) Evolución y situación actual de la sociedad*

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 Reglamento 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.

Ultimo balance presentado: 31.03.04 1° Trimestre <sup>27</sup>

Situación financiera actual de la sociedad<sup>28</sup>

Con la finalidad de reestructurar su deuda financiera, la Sociedad acordó con la mayoría de sus acreedores financieros la celebración de un Acuerdo Preventivo Extrajudicial (“APE”), consistente en un acuerdo extrajudicial entre el deudor y un porcentaje mayoritario de acreedores quirografarios, que es sometido a homologación judicial en los términos de la Ley N° 24.522. El cierre definitivo de la reestructuración será una vez homologado judicialmente el APE.

Con fecha 12/12/2003, la Sociedad ha culminado el proceso de firma de los documentos definitivos para la reestructuración de su deuda financiera con sus principales acreedores financieros. De tal manera, habiéndose superado las mayorías legales, Acindar y sus principales acreedores financieros han suscripto un APE, que fue presentado para su homologación judicial ante el juzgado comercial competente el 18/12/2003.

De acuerdo con los términos y condiciones establecidos en el APE, los tenedores de deuda financiera quirografaria de la Sociedad optaron por recibir, en cancelación de sus acreencias, una de las siguientes alternativas:

- ON a ser emitidas en dólares, cuyos términos y condiciones se registrarán por ley extranjera.
- Participación de un Contrato de Préstamo Reestructurado Sindicado en Dólares, también gobernado por ley extranjera.
- Contratos de Préstamo Reestructurado No Sindicado en Pesos, gobernados por ley argentina.
- Contrato de Préstamo Reestructurado No Sindicado en Dólares, gobernado por ley extranjera.

Según los términos anunciados oportunamente, los tenedores de deuda de la Sociedad recibieron el instrumento de deuda que escogieron al efecto de un monto de capital idéntico al del crédito de titularidad del acreedor correspondiente, sin quita de capital de ninguna especie. Las nuevas ON imponen a la Sociedad “covenants”, es decir restricciones en cuanto al mantenimiento de ciertos ratios financieros, limitaciones sobre decisiones de inversión y distribución de dividendos.

Con fecha 30/12/2003, en el marco de la reestructuración de la deuda financiera, la Sociedad ha abonado en concepto de primera cuota del acuerdo, precancelación obligatoria de capital e intereses la suma de US\$ 70.063.968 y \$ 4.151.898. De enero a marzo la Sociedad ha realizado nuevos contratos con entidades financieras y con tenedores de O.N. al 11 ¼ % con vencimiento 2004, que optaron por suscribir el APE.

Con fecha 4/2/2004, y dando cumplimiento a bs términos de la propuesta de reestructuración, se ha suscripto e integrado la totalidad de las ONSC de monto US\$ 80 millones.

---

<sup>27</sup> Idem nota 20

<sup>28</sup> Idem nota 25

*f) Evolución de las conversiones*

Conforme surge en los Balances<sup>29</sup>, estas ONSC han sido 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 19/12/2002 se realizó la conversión de ONSC en acciones ordinarias Clase “B” por un valor de \$ 428.505

Con fechas 24/2 y 30/10/2003 se realizaron las conversiones de las ONSC por acciones ordinarias clase “B” por \$23.204 y \$118.750, respectivamente y, con fechas 21/8 y 30/10/2003, se realizaron las Opciones de Suscripción por acciones ordinarias clase “B” por \$ 189.380 y \$ 70.000, respectivamente.

A diciembre de 2003 los principales accionistas eran:

- Grupo Acevedo: 20,40% (control del 21,7% de los votos)
- BMU (Belgo Mineira Uruguay S.A.): 20,40% (control del 21,7% de los votos)

Con fecha 7/5/2004 BMU ha ejercido (i) una opción de compra de la totalidad de las acciones ordinarias Clases A y B de ACINDAR propiedad de los integrantes del llamado Grupo Acevedo; y (ii) el derecho de conversión en acciones de la totalidad de sus ONSCs correspondientes a la emisión efectuada por Acindar en mayo de 2001. Los montos fueron de v/n u\$s 69.107.792 + intereses devengados u\$s 4.899.079, por acciones clase “B” (1 voto) cuyo monto ascendió a \$ 214.027.870.<sup>30</sup>

Por instrucciones de BMU, las acciones objeto de la opción y las resultantes de la conversión de las ONSCs serán transferidas a BMP SIDERURGIA S.A. (BMPS), sociedad controlada por Companhia Siderúrgica Belgo-Mineira.

En virtud de los hechos antes referidos, y una vez cumplidas las formalidades de acreditación de las acciones correspondientes, BMPS pasará a ser titular de 3.017.239 de Acciones Ordinarias Clase A de Acindar con derecho a cinco votos por acción y 323.080.576 de Acciones Ordinarias Clase B de Acindar con derecho a un voto por acción, todas de VN \$1 por acción, equivalente en conjunto al 66 % del capital de esta compañía aproximadamente.

De esta manera se incrementa la cantidad de acciones de 279 millones hasta alcanzar los 489 millones. La licuación de los accionistas minoritarios parece no haber finalizado aún. Al momento existe la posibilidad de conversión en acciones las ON vigentes (el período de conversión comenzará a partir del 2006), hay que sumar 119,6 millones de opciones de suscripción de acciones ordinarias (25% del capital social a mayo) que posee Belgo Mineira con vencimiento mayo del 2005 que están originadas en un *warrant* asociado con la ON convertida en mayo de este año. Así, la Belgo podría aumentar su participación al 72%, pudiendo ser mayor a partir de enero 2006.

En la tabla siguiente<sup>31</sup> se puede observar la posición patrimonial de Acíndar actual y la posición estimada por la conversión de las ONSC y el *warrant* a los precios de junio de la acción y del dólar.

<sup>29</sup> Balance de Acíndar del 31-12-2003 y del 31-3-2004, Notas 12.

<sup>30</sup> Aviso autorizada de Conversión de ON Acíndar por la BCBA, 20/05/2004.

<sup>31</sup> Síntesis Semanal N° 466 – 14 de junio 2004 – Delphos Investment



2004 e	ACTUAL		Con conversión de ON	
	Cantidad de Acciones (millones)	US\$ millones	Cantidad de Acciones (millones)	US\$ millones
Capitalización Bursátil	489	453	489	453
ON Convertibles 2005			0	0
ON Convertibles 2012		80	238	220
Deuda Neta		-4.2	0	-4.2
Opción 2005			120	111
<b>Firm Value</b>		<b>529</b>		<b>780</b>

Fuente: Síntesis Semanal

## 2) *Alpargatas Sociedad Anónima Industrial y Comercial*

Alpargatas es el principal fabricante argentino de calzado deportivo y telas *jeanswear*, y está posicionada en el mercado con marcas líderes.

### a) *Principales condiciones de emisión*<sup>32</sup>

Título: **OALX4/OALY4**

Denominación: *Obligaciones Negociables subordinadas convertibles en acciones (ONSC)*

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 ONSC fueron emitidas por la Sociedad por VN \$ 80.000.000 en conjunto con \$ 75.000.000 de opciones de suscripción futura de acciones ordinarias. 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 ONSC (originalmente la relación de conversión era de 1 ON por acción que luego se vio modificada por las reducciones de capital aprobadas por las Asambleas de Accionistas durante 1999). A su vencimiento, el 30 de julio de 2003, las ONSC remanentes se encontrarían sujetas a su conversión automática en acciones ordinarias a la misma relación.<sup>33</sup>

### 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 ONSC el equivalente a US\$ 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.<sup>34</sup>

<sup>32</sup> Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1/2/2003

<sup>33</sup> Alpargatas SAIC, Estados Contables al 31/3/2004

<sup>34</sup> Prospecto resumido de Alpargatas S.A.I.C., Separata La Bolsa, Bs.As., 14/07/1997

c) *Situación actual del pago de amortización y renta*

Estas ONSC han sido objeto de una Oferta de Canje por Conversión Anticipada<sup>35</sup> en el marco del programa de reestructuración financiera y de capitalización de la Compañía concluido en diciembre de 2000. En dicha oferta los tenedores del 95.3% de ONSC aceptaron llevar adelante la **conversión anticipada** de sus títulos. El saldo de estas ONSC que no ha aceptado la Oferta de Canje por Conversión Anticipada asciende a u\$s 6.256.916 (incluyendo intereses devengados). Estas ONSC se encuentran incluidas en el Concurso Preventivo de Acreedores abierto en marzo de 2002.<sup>36</sup>

Código	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OALX4	R	30/01/02	30/07/03	Si	Pesos	No pagó. Se encuentra en concurso preventivo
OALX4	R	30/07/02	30/07/03	Si	Pesos	No pagó. Se encuentra en concurso preventivo
OALX4	R	30/01/03	30/07/03	Si	Pesos	No pagó. Se encuentra en concurso preventivo
OALX4	A y R	30/07/03	30/07/03	Si	Pesos	No pagó. Se encuentra en concurso preventivo

Agente de pago: Bankers Trust - A: amortización - R: renta

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

d) *Evolución y situación actual de la sociedad*

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: 31.03.04 Los resultados no asignados negativos exceden la totalidad del patrimonio neto.<sup>37</sup>

Evolución de la Sociedad<sup>38</sup>

Hacia fines del año 2000, Alpargatas concluyó la reestructuración voluntaria de su deuda financiera, con la aprobación de aproximadamente el 96% de sus acreedores. 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, la imposibilidad de obtener créditos, la relación comercial desventajosa con Brasil, y la imposibilidad de obtener nuevas fuentes de financiamiento de capital de trabajo. Por ello el Directorio optó por la protección que, en estas circunstancias, le brinda la ley 24.522 solicitando para la sociedad controlante, Alpargatas S.A.I.C., la apertura del Concurso Preventivo de Acreedores a fines de diciembre de 2001 y de otras sociedades del grupo económico durante junio de 2002.

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

<sup>35</sup> Prospecto Resumido de Oferta de Canje por Conversión Anticipada de Obligaciones Negociables Obligatoriamente Convertibles, Separata La Bolsa, Buenos Aires, 25/01/2000

<sup>36</sup> Idem nota 33

<sup>37</sup> Idem nota 20

<sup>38</sup> Idem nota 33

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.

*e) Evolución del capital por conversiones*

En el año 1994 recibió un aumento de capital por conversión de ONC de la tercera emisión. También en el año 1998 y hasta agosto de 1999 se han efectuado aumentos de capital por conversión de ONSC 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 ONSC 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 ONSC en circulación a la fecha del Prospecto<sup>39</sup>

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.

### 3) Alto Palermo S.A. (APSA)

Es una empresa de bienes raíces, dedicada principalmente a la tenencia, locación, administración, desarrollo y adquisición de centros comerciales.

*a) Principales condiciones de emisión*<sup>40</sup>

Título: **OAPA3**

Denominación: *Obligaciones Negociables Convertibles (ONC) 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: *Son convertibles a opción de cada obligacionista en Acciones Ordinarias 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.*<sup>41</sup>

Monto inicial de la emisión: *u\$s 50.000.000*

Monto luego conversión: *v/n u\$s 49.065.410*

*b) Objeto de constitución de ONC*

Los fondos que se obtengan de la colocación serían destinados, conforme lo previsto en el Art. 36 de la LON para cancelar y/o refinanciar deuda con el objetivo de reducir el endeuda-

<sup>39</sup> Idem nota 35

<sup>40</sup> Idem nota 20

<sup>41</sup> Alto Palermo S.A. Prospecto Serie I hasta us\$ 50.000.000 ONC en Acciones Ordinarias.

miento y no recurrir en una causal de incumplimiento bajo los Títulos Senior o bajo los Títulos, según lo definido en el Prospecto.<sup>42</sup>

Las ONC fueron integradas en efectivo o mediante el canje por pasivos exigibles de la Sociedad al momento de la suscripción.

“La Sociedad aplicó los fondos obtenidos de la oferta de los títulos a la cancelación de gastos y honorarios vinculados a la emisión y colocación de las obligaciones negociables convertibles, cancelación de pasivos con accionistas y recompra de obligaciones negociables clase A-2 y clase B-2, estas últimas de su subsidiaria Shopping Alto Palermo S.A., dando cumplimiento al plan de afectación de fondos presentado oportunamente ante la Comisión Nacional de Valores.”<sup>43</sup>

#### c) Situación actual del pago de amortización y renta

Código	Tipo	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OAPA3	Serie I	R	15/01/03	19/07/06	Si	Pesos	Pagó
OAPA3	Serie I	R	21/07/03	19/07/06	Si	Pesos	Pagó
OAPA3	Serie I	R	15/01/04	19/07/06	Si	Pesos	Pagó
OAPA3	Serie I	R	19/07/04	19/07/06	Si	Pesos	Pagó

Agente de pago: Caja de Valores S.A

Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Bs. As. del 1-12-2003, Balance al 31-03-2004 Nota 3, y Nota de APSA por Aviso de Pago enviada a la Bolsa de Comercio de Bs.As. el 14-7-2004.

#### d) Evolución y situación actual de la sociedad

##### Evolución financiera de la sociedad

Con relación a las ON por 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, el 20/7/2001, 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. 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 , 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 ON por un valor nominal de Ps. 15,5 millones por debajo de su valor par.

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 ON de U\$S.120 millones fueron convertidas 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 la 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.

<sup>42</sup> Idem nota 41

<sup>43</sup> Alto Palermo S.A., Estados Contables al 31/03/2004

Luego se 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.

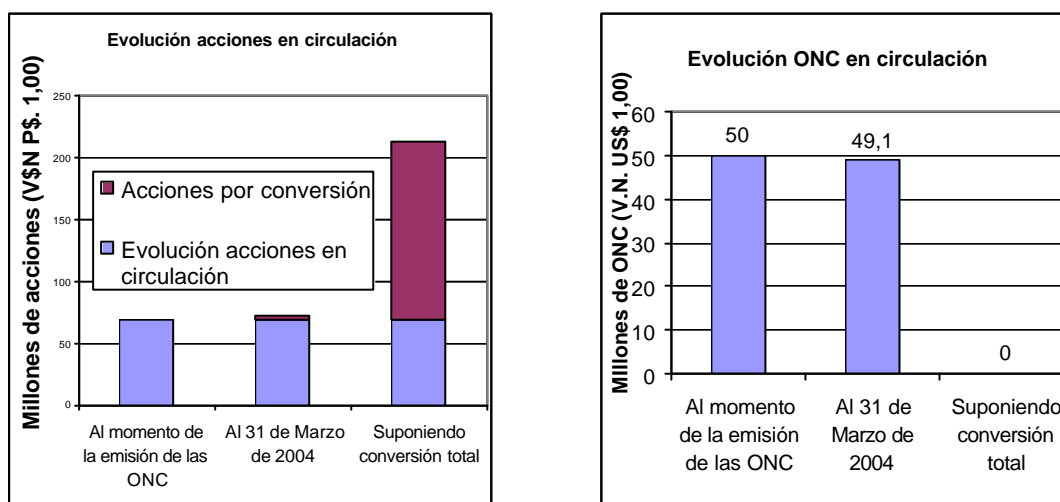
Con fecha 20/8/2002, APSA finalizó el período de suscripción preferente de la Serie I de hasta US\$ 50.000.000 de ONC. En tal sentido, IRSA, accionista mayoritario, suscribió un total de US\$ 27,2 millones.

Esta emisión les permitió una significativa reducción de sus gastos de financiación (sin la segregación 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. Luego de este proceso de transformación, han vuelto a cumplir con los ratios financieros comprometidos en los contratos de préstamos, lo que les permite acceder nuevamente al mercado de deuda en las mejores condiciones en caso de así precisarlo.

Una vez reordenada la estructura financiera se concentrarían en el núcleo de su negocio comercial.

#### e) Reducción de deuda por conversión de ONC

A continuación se grafica la situación pasada, actual y potencial de las ONC que contienen un warrant que le da la posibilidad al tenedor de adquirir por cada ONC 3,024 acciones de V\$N 1 a un precio de US\$ 0,324 cada una.<sup>44</sup>



## 4) Banco Suquía

### a) Principales condiciones de emisión

Título: **OBSQ6**

Denominación: *Obligaciones Negociables subordinadas convertibles en acciones (ONSC)*

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 \$ 12.378.632*<sup>45</sup>

<sup>44</sup> Alto Palermo S.A., Press Release, 11/5/2004

*b) Objeto de constitución de ONC*

Se han emitido para cancelar de dudas de corto plazo para lograr una adecuada refinanciación de sus deudas.

*c) Situación actual del pago y amortización y renta*

Código	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OBSQ6	R	22/05/02	22/05/05	Si	Dólares	Pagó. Especie pesificada
OBSQ6	R	22/11/02	22/05/05	Si	Dólares	No pagó
OBSQ6	R	22/05/03	22/05/05	Si	Dólares	No pagó
OBSQ6	R	22/11/03	22/05/05	Si	Dólares	No pagó

Agente de pago: Caja de Valores S.A

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

*d) Evolución y situación actual de la sociedad*

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 presentado por Banco Bisel S.A. y Banco Suquía S.A. y dispuso la reestructuración de los mismos de acuerdo con el procedimiento previsto en el art. 35 bis de la ley de entidades financieras (Reestructuración de los bancos en resguardo del crédito y los depósitos bancarios) respecto del Banco Bisel S.A. y de su entidad controlada Banco Suquía S.A.

En atención a ello, la la Bolsa de Comercio, considerando que se encuentra afectando el curso normal de la cotización de los títulos, dado que no se tiene conocimiento del efecto que tendrán las medidas del BCRA sobre la sociedad y sus accionistas, resolvió la suspensión. El 20/09/2002 efectuó la presentación de su concurso preventivo en Córdoba. En atención a que la Entidad es emisora de dos series de obligaciones negociables, la Bolsa de Comercio dispuso ampliar el actual encuadre reglamentario de la entidad, comprendiéndola además en el art. 42 inc. e) a partir del 24/09/2002 <sup>46</sup>

Situación financiera actual

El balance presentado al 31/03/2004 presenta un patrimonio neto negativo. En esa misma fecha, la Dirección de la Sociedad presentó una propuesta para la cancelación del pasivo concursal, la que varía en función de las distintas categorías de acreedores. Actualmente se encuentra pendiente de aprobación y homologación.

La Dirección del Banco está analizando diferentes alternativas de obtención de fondos para cancelar los pasivos concursales que surjan del acuerdo. <sup>47</sup>

<sup>45</sup> Idem nota 20

<sup>46</sup> Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 12/7/2004

<sup>47</sup> Banco Suquía S.A. Estados Contables al 31/03/2004

**5) Cresud S.A.C.I.F.y A.**

Constituye una de las compañías agropecuarias líderes de Argentina.

*a) Principales condiciones de emisión*<sup>48 49</sup>

Título: **OCRX1**

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

Moneda: *Dólares estadounidenses*

Vencimiento: *14/11/2007*

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: *Son 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 ONC en Acciones Ordinarias de la compañía a un Precio de Conversión Inicial de US\$ 0,5078 por Acción Ordinaria, sujeto a ajustes, conforme se describe en Prospecto, en cualquier momento no posterior al cierre de operaciones del último día hábil bursátil anterior a su fecha de vencimiento, salvo que se hubiera rescatado o recomprado previamente las ONC.*

Monto inicial de la emisión: *v/n u\$s 50.000.000*

Monto luego de conversión: *v/n u\$s 43.133.369*

*Cada Título Valor está compuesto por ONC por un monto de capital de US\$ 1 al vencimiento y una Opción de suscripción (warrant) que le da la posibilidad al tenedor de adquirir por cada ONC 1,9693 acciones de V\$N 0,1 a un precio de US\$ 0,6093 cada una. Las ONC y las Opciones no se negociarán en forma separada. Sin embargo, luego de la conversión de las ONC, las Opciones a las que están adheridas dichas ONC podrán negociarse por separado.*

*b) Objeto de constitución de ONC*

Al momento de la emisión<sup>50</sup> se estimaba que los fondos netos provenientes de esta Oferta ascenderían a aproximadamente US\$ 24,5 millones luego de deducir los gastos estimados. Se preveía destinar los fondos provenientes de la Oferta, en el siguiente orden de prioridad, para:

- ◆ cancelar unos Ps.2,9 millones de deuda a corto plazo bajo una línea de crédito de pre-financiación 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 necesidades de capital de trabajo en el curso ordinario de su negocio;
- ◆ cancelar unos Ps.3,4 millones de deuda bancaria a corto plazo que está garantizada con acciones de IRSA y que durante agosto del 2002 devengó interés a una tasa anual promedio del 29,2%, la cual fue incurrida el último año para financiar la adquisición de las acciones de IRSA, las cuales han sido comprometidas para garantizar esta deuda;
- ◆ financiar el precio de suscripción de unos US\$ 13 millones a fin de ejercer los derechos de preferencia para adquirir los títulos valores que eran actualmente ofrecidos por IRSA;?
- ◆ utilizar unos US\$ 9,76 millones del producido neto estimado, como capital de trabajo y otros propósitos generales corporativos.

Las ONC fueron integradas en efectivo y destinadas a la suscripción de ONC que emitió IRSA y para la generación de capital de trabajo.<sup>51</sup>

<sup>48</sup> Idem nota 20

<sup>49</sup> Cresud S.A.C.I.F.I.A. Prospecto hasta us\$ 50.000.000 ONC en Acciones Ordinarias.

<sup>50</sup> Idem nota 49

<sup>51</sup> Cresud, Estado Contable al 31/3/2004

*c) Situación actual del pago y amortización y renta*

Código	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OCRX1	R	14/05/03	14/11/07	Si	Dólares	Pagó
OCRX1	R	14/11/03	14/11/07	Si	Dólares	Pagó
OCRX1	R	14/05/04	14/11/07	Si	Dólares	Pagó

Fuente: Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Bs As 1-12-2003 y Carta de Cresud de Aviso de Pago a la Bolsa, del 17-05-2004.

*d) Evolución y situación actual de la sociedad*

Aspectos significativos al 30 de junio de 2003<sup>52</sup>

Sin dudas uno de los grandes logros del año fue la emisión de ONC por U\$S 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 ON 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 les posibilitará preservar el valor a largo plazo de su 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. También comenzaron a faenar parte de su propia hacienda y planean comenzar a exportar bajo cuenta y orden de terceros.

*e) Reducción de deuda por conversión de ONC y ejercicio de warrants*

A la fecha del presente, la deuda por la emisión de ONC se redujo en U\$S 6.866.631 debido a las conversiones recibidas. Asimismo el 31 de marzo de 2004, tenedores de los warrants ejercieron 768.112 opciones por lo cual ingresaron a la compañía la suma de US\$ 0,9 millones.

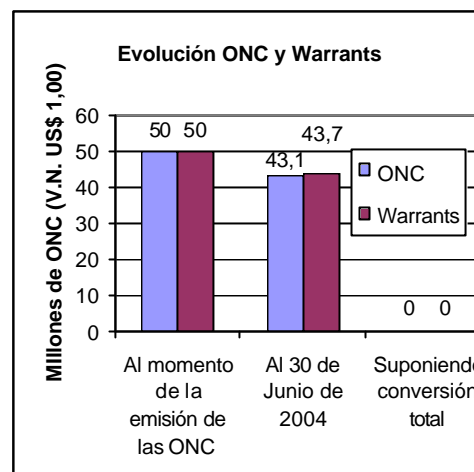
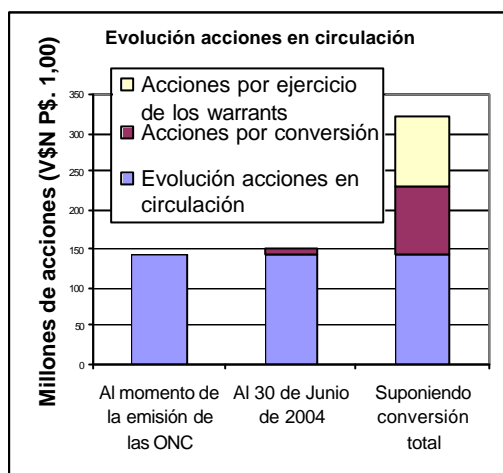
De esta forma, sumando todas las conversiones y ejercicios de warrants recibidos, la cantidad de ONC en circulación a la fecha, pasó a ser U\$S 43.133.369 y la cantidad de warrants en circulación asciende a 43.746.966. La cantidad de acciones que se emitieron fueron 25.836.248 elevando el total de acciones en circulación de la compañía a 150.120.640.

Cabe destacar que debido a que la compañía posee una tenencia de 49,9 millones de ONC de IRSA, las cuales devengan la misma tasa de interés que las emitidas por Cresud, a partir del pago de intereses del 14 de mayo de 2004, los fondos que recibían por su tenencia de IRSA excedían los necesarios para cubrir el pago de su ONC.

A continuación se grafica la situación pasada, actual y potencial de las ONC que contienen un warrant que le da la posibilidad al tenedor de adquirir por cada ONC 1,9693 acciones de V\$N 0,1 a un precio de US\$ 0,6093 c/u.

<sup>52</sup> Cresud, Estado Contable anual al 30/6/2003





## 6) Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima (IRSA)

IRSA 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 y en la Bolsa de Comercio de Nueva York.

### a) Principales condiciones de emisión

Título: **OIRX5**

Denominación: *Obligaciones Negociables Convertibles con acciones ordinarias (ONC)*

Moneda: *Dólares estadounidenses*

Fecha de vencimiento: *14.11.2007*

Intereses: *8% anual*

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

Primer servicio: *14.05.2003*

Amortización: *íntegra al vencimiento*

Derecho de conversión: *podrán convertirse a opción del obligacionista o de los titulares en Acciones Ordinarias (1 voto)*

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 100.000.000*

Monto de la emisión(luego de conversión): *v/n u\$s 87.057.920<sup>53</sup>*

Estas ONC dan derecho al momento de su conversión a 100.000.000 de opciones de suscripción de acciones ordinarias.

### 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:

- ◆ facilitar la refinanciación o cancelación parcial de la deuda pendiente bajo el 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 las ON de tasa fija por US\$ 40,1 millones con vencimiento el 9/9/2002 y que devengan interés a una tasa anual fija del 12%;

<sup>53</sup> Idem nota 20

- ◆ 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 los derechos de preferencia o adquirir ONC a ser ofrecidas por la subsidiaria AP-SA.<sup>54</sup>

Finalmente, la Sociedad aplicó los fondos obtenidos de la oferta de los títulos a (i) la cancelación de gastos y honorarios vinculados a la emisión, (ii) facilitar la refinanciación y la cancelación parcial de deuda, y (iii) a la incorporación de fondos como capital de trabajo.<sup>55</sup>

#### c) Situación actual del pago y amortización y renta

Código	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OIRX5	R	14/05/03	14/11/07	Si	Dólares	Pagó
OIRX5	R	14/11/03	14/11/07	Si	Dólares	Pagó
OIRX5	R	14/05/04	14/11/07	Si	Dólares	Pagó

R: renta

Fuente: Comunicaciones de IRSA a la Bolsa de Comercio de Bs.As.

#### d) Evolución y situación actual de la sociedad<sup>56</sup>

##### Evolución de la Sociedad

En el año fiscal 2003 (período julio 2002-junio 2003) la empresa desarrolló una fuerte reestructuración y cambio. La devaluación del Peso en enero de 2002 afectó a toda la economía Argentina. IRSA negoció 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 quedó conformada por un préstamo sindicado con vencimiento final en el año 2009 por US\$ 51,0 millones y la emisión de ON por US\$ 37,4 millones también con vencimiento final en el año 2009.

Asimismo, fue una de las primeras empresas en retornar al mercado de capitales internacionales con la emisión de US\$ 100 millones de ONC en acciones, las cuales fueron exitosamente suscriptas. Esto contribuyó favorablemente a consolidar la situación financiera permitiéndole 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 precancelaron al HSBC Argentina S.A. pertenecientes al Préstamo Sindicado (Loan Agreement US\$ 51 millones).

En el año fiscal 2003 se registró una ganancia de Ps. 286,4 millones que logró revertir parcialmente la pérdida de Ps. 539,1 millones del ejercicio pasado. 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.

##### 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 *Manage-*

<sup>54</sup> IRSA, Prospecto de Títulos Valores compuesto por ONC, 10/10/2002

<sup>55</sup> IRSA, Memoria y Estados Contables por el ejercicio finalizado el 30 de junio de 2003

<sup>56</sup> Idem nota 55

ment 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.

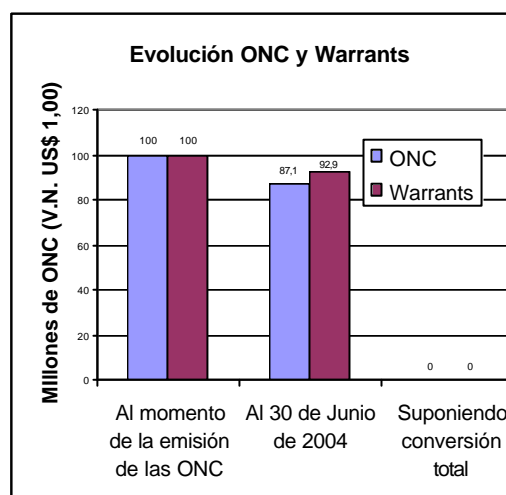
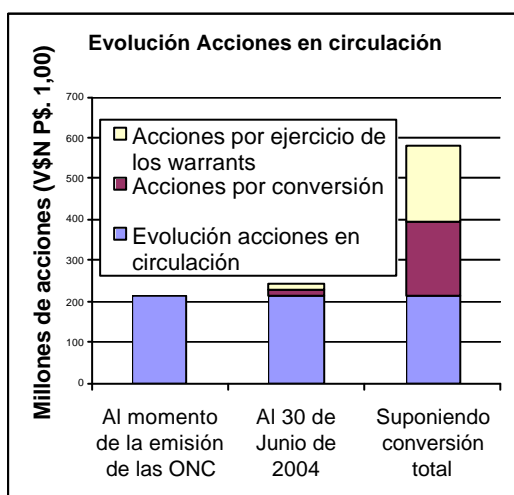
e) Reducción de deuda por conversión de ONC y ejercicio de warrants

Al 31/3/2004, la deuda por emisión de ONC se redujo en US\$ 7,5 millones a causa de las conversiones realizadas. En consecuencia se emitieron 13.746.921 acciones de valor nominal Ps.1,0 cada una. Adicionalmente, en esa fecha se ejercieron warrants emitidos por la compañía por un total de US\$ 2,2 millones de valor nominal, emitiéndose 4.013.120 acciones por este concepto. De esta forma, ingresaron fondos por un total de US\$ 2,6 millones.

En mayo de 2004 también se redujeron deudas de ONC por conversiones por 5,3 millones aumentando el capital por 9,7 millones de acciones. Es importante destacar que dentro de las conversiones de ONC por 5 millones, debido a que Cresud decidió incrementar su participación del 22,4% al 25,3%, “como estrategia de largo plazo, con el objetivo de revertir la reducción de participación producida por conversiones y ejercicios de opciones realizados durante el año último por otros tenedores”.<sup>57</sup>

El 30/6/2004 se ejercieron opciones por US\$ 0,3 incrementando en 550.458 acciones ordinarias.<sup>58</sup> Así, la cantidad de ONC en circulación es de US\$ 87.057.920 mientras que la cantidad de acciones de la compañía es de 248.802.993 y la cantidad de warrants en circulación asciende a 92.884.038 unidades.

A continuación se grafica la situación pasada, actual y potencial de las ONC convertibles a un precio de US\$ 0,545 por acción de V\$N 1,00 (1,8349 acciones por cada ONC). Adicionalmente las ONC contienen un warrant que le da la posibilidad al tenedor de adquirir por cada ONC 1,8349 acciones de V\$N 0,1 a un precio de US\$ 0,654 cada una.



<sup>57</sup> Nota de IRSA sobre Reducción de deuda por conversión de ONC dirigida a la Bolsa de Comercio de Bs.As., 20/05/2004

<sup>58</sup> Nota de IRSA sobre Ejercicio de opciones dirigida a la Bolsa de Com. de Bs.As., 30/06/2004

## 7) Solvay Indupa S.A.I.C.

Dedicada principalmente a la producción y comercialización de PVC, siendo su mayor destino la exportación a Brasil.

### a) Principales condiciones de emisión

Título: **OIND3**

Denominación: Obligaciones Negociables Convertibles en Acciones Ordinarias (ONC)

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 (1v.) 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 ONC 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 ONC 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.<sup>59</sup>

### c) Situación actual del pago y amortización y renta

Código	Tipo de servicio	Fecha de Pago	Vto.	Habilitación	Moneda	Situación según aviso de pago
OIND3	R	30/09/02	30/09/06	No	Pesos	Pagó
OIND3	R	30/09/03	30/09/06	No	Pesos	Pagó

Agente de pago: Caja de Valores S.A.

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.<sup>60</sup>

### 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 ONC 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 bene-

<sup>59</sup> Solvay Indupa S.A.I.C., Estados Contables al 30/06/2004

<sup>60</sup> Idem nota 20

ficiada con los precios de su principal producto, el PVC. Asimismo gran parte de sus costos pesificados hace que tenga precios internacionales de costo muy competitivo.

El Balance al 30/06/2004 muestra una buena composición empresarial por la tenencia en miles de pesos argentinos de un activo total por 1.238.271, un pasivo de 260.485, y un Patrimonio Neto de 893.971.

La empresa ha decidido en 1999 el aumento del capital social en 65.000.000 de pesos mediante la emisión de acciones preferidas convertibles. Para ello ha constituido una reserva por conversión por 35.100.000<sup>61</sup> pesos.

Existe un reclamo de nulidad de decisiones asamblearias, de emisión de ONC y de otros actos jurídicos, responsabilidad de accionistas, administradores y fiscalizadores y demás acciones sociales complementarias efectuadas por accionistas minoritarios (que representan en conjunto el 3,11% del capital social), cuya mediación fue cerrada sin arribar a un acuerdo a fines de junio.<sup>62</sup>

## 6. Conclusión

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

- ◆ Las obligaciones negociables convertibles han sido un medio apto para superar los inconvenientes y dificultades de los debentures, que 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.
- ◆ 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.
- ◆ No solo 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.
- ◆ 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 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

---

<sup>61</sup> Idem nota 59

<sup>62</sup> Nota de Solvay Indupa S.A.I.C. a la Bolsa de Comercio de Buenos, 07/07/2004

ocurrir que el obligacionista se sienta tentado por la perspectiva de obtener ganancias futuras aún más importantes que la renta que confiere la obligación.

La sociedad sale, entonces, del fatídico ciclo de cortoplacismo y el inversor goza de una alternativa de inversión ajustable y, al mismo tiempo, supuestamente 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.

- ◆ Existen tres métodos para pagar deuda: venta de activos, capitalización y refinanciación. En nuestro país, luego de la devaluación, el desprendimiento de activos sonaba imposible, porque no había interesados en pagar un precio justo. La capitalización también estaba muy lejos, porque los inversores no estaban dispuestos a destinar dinero a compañías con rojos inmensos. La única salida fue 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, como los casos de Acíndar, Cresud, IRSA y Alto Palermo.
- ◆ La empresa emisora 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 han sido entre 6% y 7,5% para convertibles, y 11,25% para simples.
- ◆ A los efectos de que los vaivenes del precio de las acciones no perjudiquen 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 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 además 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 (en el sentido de costo de oportunidad) por la incorporación de los obligacionistas como nuevos accionistas por la muy 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.
- ◆ La posibilidad de una conversión anticipada de las ONC por deseo de una empresa ha sido aplicada en Alpargatas mediante una Oferta de Canje por Conversión Anticipada de Obligaciones Negociables Obligatoriamente Convertibles.

**REFERENCIAS***Libros*

- Aprada, Rodolfo, Obligaciones Negociables, Bonos y Opciones, Editorial Club de Estudio, Buenos Aires, 1992
- Alemandi-Bausela, Obligaciones Negociables, Nuevo régimen jurídico Ley 23.962, Rubiza-Colzoni editores, Buenos Aires, 1999
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Obligaciones Negociables Convertibles: Requisitos para la oferta pública y cotización en Bolsa, Buenos Aires, 1999
- Brealey y Myers, Fundamentos de financiación empresarial, Quinta edición, Mc Graw Hill, Madrid, 1998
- Bollini, Carlos, Operaciones bursátiles y extrabursátiles, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1996
- Porto, José, Manuel, Alternativas de financiación e Inversión, Ed. Osmar Buyati, Buenos Aires, 2000
- Traiman, Raquel, Obligaciones negociables, en Carlos Ghersi, Derecho Privado Económico: contratos y reparación de daños, Editorial Universidad, Buenos Aires, 2000
- Yomha, Carlos, Tratado de las Obligaciones Negociables, Ed Depalma, Buenos Aires, 1994

*Publicaciones*

- Acíndar, Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles en Acciones Ordinarias Clase "B" (2/5/2001)
- Acíndar, Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Subordinadas Convertibles en Acciones Ordinarias Clase "B" (9/1/2004)
- Acíndar SAIC, Estados Contables al 31/3/2004
- Acíndar SAIC, Balance del 31/12/2003
- Acíndar SAIC, Aviso autorizada de Conversión de ON Acíndar por la BCBA, 20/05/2004.
- Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1-2-2003
- Alpargatas SAIC, Estados Contables al 31/3/2004
- Alpargatas SAIC., Prospecto resumido, Separata La Bolsa, Bs.As., 14/07/1997
- Alpargatas SAIC , Prospecto Resumido de Oferta de Canje por Conversión Anticipada de Obligaciones Negociables Obligatoriamente Convertibles, Separata La Bolsa, Bs.As., 25-01-2000
- Alto Palermo S.A. Prospecto Serie I hasta us\$ 50.000.000 ONC en Acciones Ordinarias.
- Alto Palermo S.A., Estados Contables al 31/03/2004
- Alto Palermo S.A., Press Release, 11/5/004
- Alto Palermo S.A., Nota a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires por Aviso de pago, 14/7/2004
- Banco Suquía S.A. Estados Contables al 31/03/2004
- Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 5/7/2004
- Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 12/7/2004
- Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 1/12/2003
- Cresud S.A.C.I.F.I.A. Prospecto hasta us\$ 50.000.000 ONC en Acciones Ordinarias
- Cresud S.A.C.I.F.I.A, Estado Contable anual al 30/6/2003
- Cresud S.A.C.I.F.I.A, Estado Contable al 31/3/2004
- Delphos Investment, Síntesis Semanal N° 466 – 14 de junio 2004
- IRSA, Prospecto de Títulos Valores compuesto por ONC, 10/10/2002
- IRSA, Memoria y Estados Contables por el ejercicio finalizado el 30 de junio de 2003
- IRSA, Nota de IRSA sobre Reducción de deuda por conversión de ONC dirigida a la Bolsa de Comercio de Bs.As., 20/05/2004
- IRSA, Nota de IRSA sobre Ejercicio de opciones dirigida a la Bolsa de Comercios de Bs.As., 30/06/2004
- Marcos, Damián, Financiamiento mediante obligaciones negociables convertibles, trabajo final para Posgrado de Especialista en Administración Financiera de la FCE de la UBA, Bs.As., Mayo de 2004
- Solvay Indupa S.A.I.C., Estados Contables al 30/06/2004
- Solvay Indupa S.A.I.C., Nota a la Bolsa de Comercio de Buenos, 7/7/2004