

OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES

Por el Dr. Octavio RIVERA FARBER

Desde un punto de vista económico, la emisión de obligaciones convertibles en acciones se funda normalmente en la necesidad de financiamiento de la empresa emisora. En efecto, la sociedad puede tener necesidad de nuevos capitales y recurrir a este medio de financiamiento por considerar que, eventualmente, los suscriptores no deseen correr el riesgo propio de los socios, sino que desean hacer una inversión segura y estable, y estar protegidos al mismo tiempo contra la desvalorización de la moneda, contra la pérdida del poder adquisitivo del dinero, mediante la facultad de convertir, si éstas hipótesis se producen, sus obligaciones en acciones.¹

La obligación y la acción tienen, en efecto, una clientela completamente distinta. Las obligaciones convertibles en acciones tienen la ventaja de poder interesar a ambas clases de públicos, además de que, como veíamos antes, se trata de un título mucho más protegido contra la devaluación, fenómeno éste que generalmente paraliza la financiación y el desarrollo económico.

Por otra parte es de pensarse que la sociedad podrá obtener por sus obligaciones convertibles en acciones un precio más elevado que si se tratase de obligaciones común y corrientes.²

El procedimiento es, sin embargo, bastante raro. Se ha generalizado principalmente en los países anglosajones y se encuentra reglamentado también en Alemania (Ley de 1937), en Francia (Decreto del 3 de septiembre de 1953) y en España (Ley de Sociedades Anónimas de 1951); ello se debe tal vez a que su realización supone numerosas dificultades que explican en gran parte su poca frecuencia.

¹ Cf. Velasco Alonso A., "Naturaleza Económica y Jurídica de la Operación de Conversión de Obligaciones en Acciones", en Revista de Derecho Mercantil, No. 44, marzo-abril 1953, Madrid, España. Véase también G. L. Leffler, "The Stock Market", New York, 1957, p. 380.

² Ch. A. Dice y W. J. Eitman, "The Stock Market", 3a. ed., New York, 1952, p. 289.

Las principales de estas dificultades son probablemente: ³

a) *De orden técnico* (cuando la conversión no ha sido prevista desde el momento de la emisión), ya que se requiere el consentimiento de los socios y de los obligacionistas. En la legislación francesa se necesita la unanimidad de estos últimos, dado que la asamblea de obligacionistas no puede imponer a una minoría, que no esté de acuerdo con la operación, la obligación de convertir sus obligaciones en acciones.

De acuerdo con el artículo 220 de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito será necesario, para introducir una modificación en el acta de emisión, que en la asamblea de obligacionistas esté representado cuando menos el 75% de las obligaciones en circulación y que la decisión sea aprobada por la mitad más uno, por lo menos, de los votos computables en la asamblea.

b) *Afecta los derechos propios de los accionistas*. Según el artículo 132 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, los accionistas tienen un derecho preferente de suscripción proporcional al número de sus acciones, en caso de nueva emisión. Ello hace necesario que los accionistas, reunidos en asamblea general extraordinaria (quorum y mayoría reforzados, que son difíciles de alcanzar, sobre todo en las grandes sociedades que cuentan con miles de accionistas), aprueben la emisión de obligaciones convertibles en acciones y *renuncien expresamente* a su derecho preferente de suscripción.

La conversión puede ser forzosa, tanto para la sociedad como para los obligacionistas, u optativa. La opción en este último caso, puede establecerse en beneficio de la sociedad o de los obligacionistas. En la práctica el caso más frecuente es el de la opción en favor de los obligacionistas o conversión voluntaria.

En el caso de la conversión forzosa, el obligacionista obtiene las acciones con sólo justificar que es propietario legítimo de las obligaciones, que se extinguen debido a la novación o transformación de la situación de acreedor que tiene el obligacionista en relación de socio, que es la del accionista. ⁴

Tratándose de conversión voluntaria, las obligaciones se extinguen por "pago" y "quedan amortizadas en el sentido propio y exacto del término amortización". ⁵

La sociedad puede ofrecer a los obligacionistas en cambio de sus obligaciones, ya sea acciones ordinarias, y esto sucederá generalmente cuando la sociedad se encuentre en una situación financiera más o menos próspera, o

³ V. L. J. de la Morandiére, R. Rodière y R. Houin, "Droit Commercial", Paris, 1958, tomo I, pp. 440 y ss.

⁴ Velasco Alonso, *op. cit.*

⁵ *Idem.*

acciones privilegiadas, cuando no siendo bonancible la situación financiera de la empresa, ésta consiente en hacer un sacrificio para hacer más atractivo el empréstito.

Quienes soportan todo el riesgo de la operación son los accionistas. En efecto, éstos van a ver aumentar su número y disminuir proporcionalmente el valor de sus títulos. Para restringir este riesgo y conjurar una posible colisión de derechos entre accionistas y obligacionistas, es conveniente conceder a los accionistas un derecho preferente de suscripción en caso de emisión de obligaciones convertibles en acciones. Debemos tener en cuenta que la sociedad puede tener interés en que sus mismos accionistas suscriban la emisión de obligaciones convertibles en acciones, para que, al ejercitarse la conversión, se mantenga el *statu quo*. El Consejo de Administración estará así seguro de conservar el apoyo de los accionistas, en tanto que si hay nuevos accionistas muy probablemente se crearán grupos disidentes. Por otra parte los accionistas son un cliente "natural" de la sociedad en caso de emisión de obligaciones; en efecto, el accionista normalmente estará familiarizado con los negocios de la sociedad, al tanto de la situación financiera de la empresa, sabedor de los dividendos que ha repartido, etc., y muy probablemente la sociedad tiene registrados en sus libros los domicilios de sus accionistas y estará en condiciones de hacerles una oferta directa y explícita.⁶

La prioridad en la suscripción dará a los accionistas la facultad de, o bien ejercitar su derecho y suscribir, proporcionalmente al número de acciones que posean, o bien vender su derecho de suscripción y, mediante ello, recuperar inmediatamente en dinero, una parte, al menos, de la pérdida que padecerán sus títulos.

Tanto la legislación alemana, como la francesa y la española, enfocan el problema de la emisión de obligaciones convertibles en acciones a través del fenómeno de aumento de capital de la sociedad emisora y por ello exigen, para adoptar la decisión de emitir este tipo de obligaciones, que sea aprobada por la asamblea general extraordinaria de accionistas, con el *quorum* y la mayoría que le son propios.

Ese será efectivamente el caso más frecuente, pero no podemos dejar de tomar en cuenta que existe la posibilidad de que una sociedad emita obligaciones convertibles en acciones sin necesidad de aumentar su capital social; tal sería el caso cuando un accionista aceptara que la sociedad, para realizar la operación, dispusiera de sus acciones.⁷

⁶ G. Harold, "Corporation Finance", New York, 1959, p. 113, opina que los accionistas son los "clientes lógicos" en caso de nueva emisión de acciones u obligaciones.

⁷ Cf. Velasco Alonso, *op. cit.*

Obligaciones convertibles en acciones en los Estados Unidos. Casi desde el nacimiento de las empresas incorporadas han existido valores que podían ser cambiados por otros de tipo diferente, a opción del propietario. Un autor menciona el caso de la antigua Compañía de Aguas de Londres, en la cual estaba permitido al rey Carlos I convertir sus acciones en bonos.⁸ Ha habido muchas clases de valores convertibles, sin que puedan precisarse determinadas características comunes a todos ellos; pero, en general, puede afirmarse que los valores convertibles son emitidos en forma segura y poco especulativa, forma que otorga una renta fija o limitada, y que son convertibles, a solicitud del propietario y bajo condiciones específicas, en una forma de valores menos segura y más especulativa, que goza de la posibilidad de obtener mayores ingresos.⁹

Tipos de emisiones convertibles. Todas las emisiones convertibles pueden ser de dos tipos genéricos:¹⁰

a) La primera clase —obligaciones o acciones convertibles— (en este último caso se trata de acciones preferentes convertibles en acciones ordinarias), son aquellos valores que pueden ser cambiados a solicitud del poseedor, por otro tipo de valores de la misma o de otra sociedad.

b) La segunda clase son certificados que otorgan al poseedor la *facultad de comprar*, bajo ciertas condiciones previamente establecidas, algún tipo de valor de una sociedad. Esta clase de certificados son comúnmente llamados *stock purchase warrants* o *warrants* simplemente. Algunas veces están incorporados al valor principal, impresos en el dorso de la obligación por ejemplo; otras son cupones o piezas de papel completamente independientes del valor principal. Se trata en este último caso de verdaderas opciones más que de valores convertibles.

Podemos distinguir, en las obligaciones convertibles en acciones mediante el *warrant*, dos tipos de valores (valor económico) perfectamente diferenciados. En efecto, uno será el valor intrínseco de la obligación, equivalente a la obligación de la sociedad emisora de pagar determinado tipo de interés y de amortizar en su oportunidad el título; y el otro, el valor especulativo del *warrant*, que es la opción que trae incorporada, que faculta al poseedor para adquirir, según condiciones predeterminadas, acciones de la sociedad

⁸ III Scott, W. R., "Joint Stock Companies to 1720", 21-24 (1911), citado por Arthur Stone Dewing, en "The Financial Policy of Corporations", 5a. ed., New York, 1953, Vol. I, p. 256.

⁹ A. S. Dewing, *op. cit.*, Vol. I, p. 256.

¹⁰ A. S. Dewing, *op. cit.*, Vol. I, p. 258.

emisora; el mayor o menor valor de este título dependerá fundamentalmente de las condiciones del mercado y de la marcha de los negocios de la sociedad.

Podríamos decir que uno es el valor de inversión y el otro el valor de conversión. En las obligaciones convertibles en acciones normales (sin *warrant*) ambos valores se confunden en el mismo título; la posibilidad de separarlos es indudablemente un gran atractivo para el especulador.

En el contrato o acta de emisión de obligaciones convertibles en acciones, son normalmente reglamentados:¹¹

1) La clase de valor por la que puede ser cambiada la obligación. Generalmente se trata de acciones ordinarias, pero para dar mayor atractivo al privilegio de la conversión, en algunas emisiones se otorga al poseedor de la obligación la facultad de escoger entre acciones ordinarias o acciones preferentes, o bien una combinación de ambas, cuando por ejemplo, una obligación convertible permite obtener tres acciones ordinarias y dos preferentes. Normalmente se trata de acciones de la misma sociedad emisora o de alguna filial, y muy rara vez de otra sociedad que sea completamente distinta, sin nexo alguno con la emisora.

2) El porcentaje o tipo de conversión. Es decir, tantas acciones por una obligación; generalmente se obtienen por dls. 1,000 de obligaciones, dls. 1,000 de acciones.

3) El plazo durante el cual es posible ejercitar la opción.

En los Estados Unidos el accionista tiene un derecho preferente de suscripción en caso de emisión de obligaciones convertibles en acciones, que le permite eventualmente conservar dentro de la sociedad, una situación idéntica a la que tenía antes de la emisión.¹²

Sin embargo, es necesario advertir que no en todos los Estados gozan los accionistas de ese derecho. En los Estados de Indiana y de California, los accionistas sólo tienen ese derecho preferente de suscripción si los estatutos

¹¹ A. S. Dewing, *op. cit.*, Vol. I, p. 260.

¹² "A stockholder is entitled to maintain his proportionate degree of control of the corporation, and his proportionate interest in the surplus. If an amendment to the charter authorizes an increase in the capital stock, stockholders must first be given the right to subscribe to such new issue in proportion to their present holdings before the new stock is offered for sale to the public", en *Business Law*, por Hugh W. Babb y Charles Martin, New York, 1958, p. 293.

"In such cases the persons who own a majority of the voting common stock do not wish to jeopardize their control through the issue to the public of bonds having the privilege of conversion into voting common stock." A. S. Dewing *op. cit.* Vol. I, p. 261.

de la sociedad expresamente lo reconocen. En el Estado de Delaware, los estatutos pueden incluir una cláusula mediante la cual los accionistas renuncian permanentemente a su derecho preferente de suscripción en caso de nuevas emisiones.¹³

Existen tres clases de *warrants*, a saber:

a) Los *warrants* incorporados, que son emitidos con las obligaciones o bonos, que equivalen a obligaciones convertibles normales, que forman parte de la obligación misma y que están impresos en el documento que constituye la obligación; son los llamados “nondetachable warrants”.

b) Los *warrants* separables, “detachable warrants”, que tienen una vida independiente de la obligación con la que fueron inicialmente emitidos. Este tipo de *warrants* tiende a desplazar al *warrant* incorporado. Una modalidad intermedia, entre los anteriores, es el *warrant* incorporado por un cierto período de tiempo y separable después (*nondetachable for a certain period and detachable thereafter*). La existencia de los *warrants* separables ha creado la siguiente situación en el mercado de valores de los Estados Unidos: que las obligaciones una vez que han sido separadas de los *warrants* pierden su valor en el mercado.¹⁴ Esa es la razón por la que existen aún los *nondetachable warrants*; en efecto, puede ser que la sociedad emisora y los suscriptores de la emisión deseen que el título original, la obligación, conserve su valor. Los *warrants* incorporados por un cierto período de tiempo constituyen una solución de compromiso.

c) Por último, existe una tercera clase de *warrants* completamente independientes, que no van ligados a ningún otro valor, a ninguna “senior security”, son los llamados “stock-option warrants” o “stoc-purchase warrants”, que en seguida veremos.

Stock-option warrants. La idea original fue la de crear un tipo de *warrants* independientes para entregarlos como compensación a los suscriptores, a los fundadores o a los directores de la empresa. De ahí, a emitirlos al público mediante el pago de una suma de dinero, no hubo sino un paso que fue rápidamente dado; entonces alcanzaron su calidad de valores independientes, muy apreciados y que tienen un alto valor especulativo.¹⁵

La inmensa mayoría de ellos son opciones mediante las cuales se puede

¹³ Cf. H. Lepargneur, “Les Sociétés Commerciales aux Etats-Unis d’Amérique”, pp. 216 y 217, París, 1951.

¹⁴ G. Harold, “Corporation Finance”, p. 121, New York, 1959.

¹⁵ Véase B. Graham y D. L. Dodd, “Security Analysis, Principles and Technique”, p. 318, New York and London, 1940.

adquirir un número especificado de acciones ordinarias de la empresa emisora y, rara vez, acciones preferentes.

Es inevitable relacionar estas opciones con el derecho preferente de suscripción en caso de emisión de nuevas acciones, que concede nuestra Ley General de Sociedades Mercantiles a los accionistas. Y es que este derecho preferente es también una opción que puede ejercitarse “dentro de los quince días siguientes a la publicación en el periódico oficial del domicilio de la sociedad, del acuerdo de la asamblea sobre el aumento del capital social”. (Art. 132 L.G.S.M.). Sin embargo, entre ellos existen sensibles diferencias. La existencia del derecho preferente de suscripción tiene su fundamento en la Ley,¹⁶ en tanto que la opción que conceden los *warrants* tiene su fundamento en un acto unilateral de la sociedad emisora, que consiste en el acuerdo de emitir ese tipo de valores. Por otra parte, el derecho preferente de suscripción en caso de emisión de acciones nuevas tiene una existencia muy limitada en el tiempo, quince días en nuestra Ley General de Sociedades Mercantiles, en tanto que la opción que otorgan los *stock-option warrants* es siempre válida por un plazo mucho mayor. Otra diferencia radica en el hecho de que el derecho preferente de suscripción se ejercita mediante el pago de una cantidad fijada de antemano y no variable, en tanto que los *option warrants* se ejercitan, generalmente, mediante el pago del valor de la acción en bolsa el día en que se efectúa la conversión, es decir, que la cantidad no ha sido prefijada y es eminentemente variable.

Además, la emisión de nuevas acciones obedece a una necesidad financiera concreta e inmediata de la compañía, en tanto que los *option warrants*, como es obvio, no responden a esas mismas necesidades. El derecho preferente de suscripción normalmente será siempre ejercitado por los accionistas, excepto probablemente si la situación de la empresa es francamente decadente, en tanto que la opción que conceden los *warrants* normalmente sólo será ejercitada si la situación de la empresa es próspera y el valor de las acciones tiende a subir en el mercado.

Las razones que, entre otras, pueden inducir a una sociedad a emitir esta clase de títulos, son las siguientes:¹⁷ a) colocar más fácilmente sus emisiones y prever la difusión que tendrán éstas en el mercado, ya que la aceptación que tengan los *warrants* puede ser un índice de la aceptación que tendrá la emisión en el mercado; y b) lograr un aumento de capital casi automático

¹⁶ Artículo 132 L.G.S.M., párrafo 153 de la Ley Alemana de Sociedades Anónimas, Art. 2441 del Código Civil Italiano, Decreto del 8 de agosto de 1953 en Francia, Art. 652 del Código Civil Suizo, etc.

¹⁷ G. Harold, op. cit., p. 120.

durante una situación financiera próspera, pues, como veíamos antes, es normalmente en una situación como ésa que serán ejercitadas las opciones.

Estos *option warrants* circulan en el mercado de valores de la misma manera que si se tratara de acciones comunes y corrientes, baratas, de bajo precio. Constituyen un título muy atractivo para el especulador gracias a su bajo precio y a su larga duración.

Me parece que tienen el inconveniente de representar una amenaza permanente para los accionistas de la sociedad, ya que de ser próspera la situación económica de la sociedad, los poseedores de *option warrants* se verán tentados a ejercitar su derecho, y de hacerlo así, los accionistas de la sociedad verán sus utilidades menguadas.

Imaginemos una sociedad que tiene 1000 acciones y proyecta repartir beneficios del orden de \$ 10,000.00, es decir, \$ 10.00 por acción. Si ha emitido *warrants* que dan derecho a quinientas acciones más y los poseedores de esos *warrants* ejercitan su opinión, los \$ 10,000.00 deberán ser repartidos entre 1,500 acciones y éstas se verán asignados únicamente \$ 6.66 por acción. Se puede decir que el valor especulativo que tienen los *warrants* lo adquieren de las acciones de la sociedad, las que merced a la amenaza a que nos referíamos antes, verán proporcionalmente reducido el suyo.

Es muy frecuente que en las emisiones de obligaciones con *warrants* se establezca una tabla que fije las bases de la conversión, según la época en que ésta se efectúe. Ejemplo: ¹⁸

La "White Eagle Oil and Refining Company", emitió obligaciones con *warrants* en marzo de 1927, autorizando al poseedor a suscribir, el 15 de marzo de 1932 o antes, 10 acciones de la compañía a los precios siguientes:

dls. 32	por acción	hasta el 15 de marzo de 1928 inclusive	
" 34	" "	" " " " " "	1929 "
" 36	" "	" " " " " "	1930 "
" 38	" "	" " " " " "	1931 "
" 40	" "	" " " " " "	1932 "

La "Central States Electric Corporation" emitió obligaciones con *detachable warrants* autorizando al poseedor a comprar el 15 de septiembre de 1934 o antes, 10 acciones por cada dls. 1,000 de obligaciones, a los precios siguientes:

¹⁸ Tomados de "Security Analysis, Principles and Technique" por B. Graham y D. L. Dodd, pp. 318 y 319, New York y Londres, 1940.

dls. 89 por acción, el primer 25% de los *warrants* que ejercitaran la opción; dls. 94 por acción, el siguiente 25% de los *warrants* que ejercitaran la opción; dls. 99 por acción, el siguiente 25% de los *warrants* que ejercitaran la opción; y dls. 104 por acción, para el último 25% de los *warrants* que ejercitaran la opción.

Es conveniente aclarar, para evitar fáciles confusiones, que en derecho francés existe también un título de crédito llamado *warrant*, que es un título totalmente diferente del que acabamos de ver. Del *warrant* francés deriva el bono de prenda de que habla el artículo 229 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito. El *warrant*, en derecho francés, es un título negociable representativo de mercancías que permite constituir prenda sobre ellas. Existen *warrants* comerciales, agrícolas, petroleros e industriales.

Obligaciones convertibles en acciones en España. Tres artículos de la “Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas”, española, se ocupan de la conversión de obligaciones en acciones; son los siguientes: 88, 95 y 128.

Como veíamos antes, el legislador español enfoca el fenómeno de la emisión de obligaciones convertibles en acciones a través del aumento de capital de la sociedad emisora,¹⁹ de ahí que se requiera que el acuerdo se haga constar en escritura pública, que sea inscrito en el Registro mercantil y que la asamblea, para adoptarlo, necesite reunirse con el *quorum* especial necesario para la modificación de los estatutos: “conurrencia de las dos terceras partes de socios y del capital desembolsado, si las acciones fuesen nominativas, o de las dos terceras partes del capital desembolsado, cuando las acciones sean al portador. En segunda convocatoria, bastará la mayoría de los accionistas y la representación de la mitad del capital desembolsado, o sólo esta última representación, cuando las acciones sean al portador”.²⁰

El artículo 89, de la citada “Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas”, exige para poder proceder a una nueva emisión que previamente hayan sido totalmente desembolsadas las acciones emitidas con anterioridad. Este artículo corresponde exactamente a lo dispuesto por el artículo 133 de nuestra Ley General de Sociedades Mercantiles.

El artículo 95, de la citada ley española, dispone que “la sociedad podrá aumentar su capital... convirtiendo en acciones sus obligaciones cuando la conversión haya sido prevista en la emisión de estas últimas”, y establece que, si no ha sido prevista, será necesario el consentimiento de los obligacionistas.

¹⁹ Cf. Velasco Alonso, *op. cit.*

²⁰ “Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas” (Art. 58).

afectados y que el valor nominal del conjunto de las acciones que han de recibirse no supere el valor de las obligaciones objeto del canje, calculado al tipo de la emisión; no siendo así, la diferencia habrá de ser abonada por los obligacionistas o estar cubierta por las reservas libres o por los beneficios de la sociedad. Por otra parte, dispone la Ley que en caso de ser el valor del patrimonio inferior a la cifra del capital social, la sociedad deberá proceder primero a reducir su capital social para restablecer el equilibrio con su patrimonio.

Para el legislador español, el derecho de suscripción preferente en caso de emisión de nuevas acciones constituye también uno de los llamados derechos propios de los socios (igualmente conocidos como derechos mínimos y esenciales o individuales) de tal suerte que, en el supuesto de emisión de obligaciones convertibles en acciones, si no se otorga a los socios, en el momento de la decisión de llevar a cabo la emisión, un derecho preferente a suscribir las obligaciones, aquéllos quedarán privados de ese derecho, y la decisión de la asamblea de accionistas sería, por lo menos, impugnabile. En efecto, la nueva ley española formula en su artículo 39, un catálogo de derechos mínimos del accionista; estos derechos, llamados *individuales* por oposición a los denominados *generales*, son aquellos que se encuentran sustraídos a la soberanía de la asamblea general de accionistas, en el sentido de que no son modificables más que con el consentimiento de los titulares.²¹

Dentro de esta clase de derechos, la ley española incluye:

- a) derecho al dividendo,
- b) derecho preferente de suscripción en caso de emisión de acciones nuevas; y
- c) derecho de voto.

Todos estos derechos tienen un carácter inderogable; a ellos se pueden asimilar otros (derecho de información, derecho de separación, derecho a no ser gravado con nuevas obligaciones y derecho a impugnar los acuerdos sociales), que la ley establece a lo largo de su articulado.

Merced a lo dispuesto por el artículo 96 de la "Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas", el consejo de administración de una sociedad anónima española, tendrá libertad para, una vez adoptado el acuerdo de aumentar el capital conforme a lo establecido por el artículo 84 de esa Ley, proceder a aumentar sucesivamente el capital dentro de un plazo máximo de 5 años, hasta el límite acordado, sin necesidad de convocar a la asamblea ni de hacer aprobar el aumento cada vez. En el caso de una emisión de obliga-

²¹ Cf. J. Garrigues, "Curso de Derecho Mercantil", Tomo I, p. 348, Madrid 1955.

ciones convertibles en acciones, en la que la opción pueda ejercitarse durante varios años, el consejo de administración podrá proceder, anualmente por ejemplo, a aumentar el capital en la suma correspondiente a las obligaciones que hayan optado por la conversión y a recoger las obligaciones, según dispone el párrafo 4 del artículo 128.

Velasco Alonso, en el trabajo que hemos citado varias veces, hace notar que la ley no reglamenta el *régimen formal* de conversión de obligaciones en acciones en lo que se refiere al canje de unos títulos por otros. Nos parece que esta laguna deberá ser siempre colmada en el acta de emisión de las obligaciones, en la cual normalmente se especificará el lugar y las condiciones del canje.

Obligaciones convertibles en acciones en Francia. Un Decreto, promulgado el 3 de septiembre de 1953, para la aplicación del artículo 1o. de la Ley del 25 de febrero del mismo año, ha sometido a una reglamentación, bastante estricta, la emisión de obligaciones convertibles en acciones, con la finalidad de proteger a los suscriptores. La reglamentación es tan meticulosa que, según algunos autores,²² podría llegar a paralizar la actividad de la sociedad.

Sin embargo, la práctica francesa no había esperado a que se reglamentara la emisión de obligaciones convertibles en acciones para proceder a esta clase de emisiones; así por ejemplo, la *Compagnie Salinière de la Camargue*—sociedad anónima filial de Péchiney— había emitido en 1952, en ausencia de todo texto legal, obligaciones convertibles en acciones.²³

Según el Decreto del 3 de septiembre de 1953, las sociedades en comandita por acciones y las sociedades anónimas, pueden emitir obligaciones convertibles en acciones si se conforman a las reglas generales aplicables en la materia y a las prescripciones particulares de ese Decreto.

No pueden realizar esta clase de emisión las empresas nacionalizadas ni las sociedades de economía mixta, cuando el Estado posee más de la mitad del capital social.²⁴

El Decreto del 3 de septiembre de 1953, modificó la terminología empleada por el legislador en la Ley de febrero del mismo año; en esta última se hablaba de “obligaciones transformables en acciones”, que fue sustituida por la expresión más adecuada de “obligaciones convertibles en acciones”.²⁵

²² L. J. de la Morandière, R. Rodière y R. Houin, op. cit. p. 440 y G. Ripert, “Traité Élémentaire de Droit Commercial”, Paris 1956, 3a. ed. p. 551.

²³ Cf. L. Mazcaud, “Cours de Droit Commercial”, p. 715 y ss., Paris 1958.

²⁴ Art. 1o. del Decreto del 3 de septiembre de 1953.

²⁵ El art. 1o. de la Ley del 25 de febrero de 1953 dice: “Des règlements d'admi-

La emisión debe ser autorizada por la asamblea general extraordinaria de accionistas, la cual deberá deliberar según las condiciones que quorum y de mayoría previstas por el artículo 31 de la Ley del 24 de julio de 1867, y en la que los accionistas deberán *renunciar expresamente a su derecho preferente de suscripción* de las acciones que serán emitidas por conversión.²⁶

Mediante esta disposición la ley francesa ha resuelto adecuadamente el problema de colisión de derechos entre los accionistas y los obligacionistas poseedores de obligaciones convertibles en acciones. Entre nosotros, donde no existe ninguna reglamentación especial sobre la materia, es inevitable este problema. En España, el legislador ha sido omiso sobre este punto especial.

La asamblea delibera sobre la base de un informe de los gerentes o del consejo de administración de la sociedad, en el que deben ser indicados los motivos de la emisión y precisados el plazo o los plazos durante los cuales deberá ser ejercitada la opción de los portadores de obligaciones y las bases de la conversión de las obligaciones por acciones. Por otra parte el consejo de vigilancia de la sociedad, o los comisarios, deben redactar un informe especial sobre las proposiciones sometidas a la asamblea en lo referente a las bases de la conversión.²⁷

Debemos entender por *bases* de la conversión, las condiciones de la conversión establecidas en el contrato de emisión y, especialmente, el número de acciones o fracción de acciones que se atribuya a cada obligación que se presente a la conversión.²⁸

A partir del día en que la asamblea ha autorizado la emisión y hasta la expiración de los plazos de opción de que gozan los suscriptores le está prohibido a la sociedad: el hacer una nueva emisión de obligaciones convertibles en acciones, amortizar el capital o reducirlo por vía de reembolso, distribuir reservas en efectivo o en títulos, crear bonos de fundador, incorporar reservas al capital, modificar el reparto de las utilidades; en suma, la sociedad no puede hacer nada que modifique de alguna manera las condiciones o las bases de la opción.²⁹

nistration publique, pris sur le rapport du garde des sceaux, ministre de la justice, et du ministre des finances, apporteront à la législation commerciale en vigueur les aménagements nécessaires à l'émission, par les sociétés de capitaux... d'obligations *transformables* en actions. En tanto que el Decreto de septiembre del mismo año habla exclusivamente de "l'émission d'obligations *convertibles* en actions".

²⁶ Art. 30. del citado Decreto.

²⁷ Art. 40. del Decreto.

²⁸ Cf. R. Plaisant "Las Emisiones de Obligaciones Convertibles en Acciones", Revista de Derecho Mercantil No. 64, abril-junio 1957, Madrid, España.

²⁹ Art. 50. del Decreto.

La conversión es siempre facultativa para el obligacionista y únicamente puede realizarse bajo las condiciones, dentro del plazo o los plazos de opción y conforme a las bases de la conversión que han sido establecidas en el contrato de emisión de las obligaciones.³⁰ *La masa de obligacionistas no puede tomar ninguna decisión sobre este punto.*³¹

La emisión, sus características y los plazos dentro de los cuales deberá ser ejercitada la opción concedida a los portadores de obligaciones para convertir sus títulos en acciones, así como las bases de la conversión, deberán ser inscritos en el Registro de Comercio.³²

Si la sociedad procede a emitir nuevas acciones contra numerario, antes de que comience el plazo de opción otorgado a los obligacionistas para convertir sus títulos por acciones, deberá proceder a efectuar un aumento complementario de capital reservado a los obligacionistas que opten por la conversión y que soliciten suscribir nuevas acciones. Estas acciones serán ofrecidas a los obligacionistas, en las mismas proporciones, precio y condiciones (excepto en lo que se refiere al disfrute) que si hubiesen tenido la calidad de accionistas el día de la emisión.³³

El Decreto de 1953 deroga los artículos 1 y 6 de la Ley del 4 de marzo de 1943, que obliga a las sociedades a proceder al aumento de capital, bajo pena de nulidad, dentro de un plazo máximo de 5 años contados a partir de la asamblea general que ha decidido dicho aumento, cuando se trate de realizar aumentos en virtud de la conversión de obligaciones en acciones o cuando se trate del aumento complementario de capital reservado a los obligacionistas.³⁴

Por lo que respecta a la publicidad, es necesario insertar en un boletín, anexo al *Diario Oficial*, una serie de datos que se refieren principalmente a la denominación de la sociedad, a la legislación (francesa o extranjera) bajo la cual funciona, al domicilio, objeto y capital sociales, a su duración, incluyendo el último balance certificado, el plazo o los plazos dentro de los cuales deberá ser ejercitada la opción acordada a los obligacionistas para convertir sus títulos en acciones y las bases de la conversión.³⁵

La violación de las prescripciones del Decreto de 1953, está sancionada

³⁰ Art. 2o. del Decreto.

³¹ Cf. L. Mazeaud, *op. cit.*, p. 716.

³² Art. 2o. frac. 9a. del Decreto del 6 de enero de 1954.

³³ Art. 5o. del Decreto del 3 de septiembre de 1953.

³⁴ Art. 9o. del Decreto del 3 de septiembre de 1953.

³⁵ Ley del 30 de enero de 1907, art. 3o.

con la nulidad del aumento de capital y la responsabilidad de los gerentes o administradores.³⁶

Algunas sociedades francesas han aprovechado el procedimiento de emitir obligaciones convertibles en acciones para obtener ventajas fiscales, para eludir impuestos. Por ejemplo: la *Société française de Pétroles B. P.*, emitió obligaciones de 10,000 fcs. cada una, convertibles dos años después por una acción cuyo valor nominal es de 5,000 fcs. pero que se cotiza a 15,000 fcs.; se trata de una emisión de obligaciones reservada a los accionistas,³⁷ quienes, mientras sus títulos permanezcan bajo la forma de obligaciones, gozarán de un régimen fiscal mucho más favorable que el de las acciones y el interés pagadero sobre sus acciones no será gravado con el impuesto sobre los beneficios de la sociedad que es de un 38%.³⁸

Obligaciones Convertibles en Acciones en Alemania. La Ley de sociedades anónimas alemana, trata del problema de las obligaciones convertibles en acciones en su Sexta Parte, titulada "Modificación de los Estatutos, Aumento y Reducción del Capital". Este apartado de la ley está dividido en varias secciones, de las cuales la segunda trata del aumento de capital; esta segunda sección comprende, a su vez, una primera subsección titulada "Aumento del Capital" y una segunda titulada "Aumento Condicional del Capital", que es donde se encuentra reglamentado el fenómeno de la emisión de obligaciones convertibles en acciones.

El aumento de capital, en caso de emisión de obligaciones convertibles en acciones, se encuentra supeditado a una condición suspensiva: que los poseedores de obligaciones convertibles en acciones opten por la conversión; de la realización de esta condición depende el que se lleve a cabo o no dicho aumento de capital. Se trata, precisando más, de una condición potestativa, ya que la legislación alemana autoriza únicamente la conversión voluntaria en favor de los obligacionistas.³⁹

El montante nominal del capital bajo condición no podrá ser superior a la mitad del montante del capital social en el momento de la decisión de aumento del capital condicionado.⁴⁰

Una decisión de la asamblea general que vaya en contradicción con la

³⁶ Artículo 10, Decreto de septiembre de 1953.

³⁷ Véase la descripción completa de esta emisión en R. Plaisant, *op. cit.*, Rev. de Der. Merc., No. 64, Madrid, España.

³⁸ Cf. L. Mazeaud, *op. cit.*, p. 719.

³⁹ Art. 159 de la Ley sobre las Sociedades Anónimas.

⁴⁰ Art. 159 párrafo III.

decisión de aumento del capital condicionado, es nula.⁴¹ Esta disposición de la Ley alemana ofrece una sólida garantía a los obligacionistas, a saber: que no podrán ser modificadas las condiciones de la emisión, aún cuando los capitalistas de la sociedad sean otros y no estén de acuerdo con esas condiciones.

La decisión de aumento condicional del capital, deberá ser adoptada por una mayoría equivalente a las tres cuartas partes, cuando menos, del capital representado en la asamblea;⁴² los estatutos no podrán hacer más débil esta mayoría, pero sí aumentarla y rodearla de otras condiciones. En la misma decisión, debe precisarse quiénes gozan del derecho de suscripción de las obligaciones por emitir. Mediante este procedimiento, precisar desde el momento en que se adopte la decisión de emitir obligaciones convertibles en acciones quiénes son las personas facultadas para suscribir esa emisión, se evita el conflicto de derechos entre los accionistas y los obligacionistas que en el momento oportuno opten por la conversión. En efecto, si se reservó la suscripción de las obligaciones a los accionistas no habrá problema, dado que, o bien suscribieron, en cuyo caso no hay conflicto posible porque accionistas y obligacionistas son las mismas personas, o bien no suscribieron, lo que equivale a una renuncia a su derecho de suscripción. También puede presentarse el caso de que la asamblea general de accionistas renuncie al derecho preferente de suscripción, en cuyo caso las obligaciones podrán ser ofrecidas inmediatamente al público. También deberá precisarse la finalidad del aumento de capital y la tasa de emisión o el modo de calcularla.

La decisión de aumento condicional del capital deberá ser inscrita en el Registro de Comercio;⁴³ las nuevas acciones no podrán ser emitidas, bajo pena de nulidad, antes de haber procedido a esa inscripción, ni ningún derecho de suscripción podrá ser ejercitado antes de esa fecha.⁴⁴

Por otra parte, la ley reglamenta meticulosamente el derecho de suscripción, el cual debe ser ejercitado mediante una declaración escrita que debe satisfacer numerosos requisitos formales y establece la pena de nulidad para las declaraciones de suscripción que no se conformen a los requisitos establecidos por la misma ley.⁴⁵

Cuando el valor nominal de las acciones sea superior al de las obligaciones, la diferencia deberá estar cubierta por los beneficios netos, por una re-

⁴¹ Art. 159, párrafo IV.

⁴² Art. 160, párrafo I.

⁴³ Art. 162, párrafo I.

⁴⁴ Art. 164.

⁴⁵ Art. 165, párrafos I y II.

serva facultativa o por un aporte suplementario.⁴⁶ Esta disposición no será aplicada cuando el precio de la emisión del conjunto de las obligaciones alcance o sobrepase el montante nominal total de acciones nuevas. Muy probablemente esta disposición de la legislación alemana es el antecedente del artículo 95 de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas española, ya que tanto en el fondo como en la forma ambas disposiciones se aproximan mucho y la ley alemana es 14 años anterior a la española.

El aumento condicional del capital entra en vigor a partir de la fecha en que las nuevas acciones son emitidas.⁴⁷

El consejo directivo debe declarar, dentro del mes siguiente a la expiración del ejercicio social, para su inscripción en el Registro de Comercio, el montante de las emisiones de acciones nuevas hechas durante el ejercicio anterior. De tal suerte que, cuando la conversión de las obligaciones en acciones pueda realizarse durante varios años, anualmente deberá el consejo de dirección declarar cuántas obligaciones optaron por la conversión. Esta declaración debe acompañarse de copias de las declaraciones de suscripción y de una lista de las personas que hayan ejercitado su derecho de suscripción así como de una relación del número de acciones que correspondan a cada accionista.⁴⁸

Emisión de obligaciones convertibles en nuestro derecho positivo. En derecho positivo mexicano, es la "Ley de Títulos y Operaciones de Crédito" la que, en su Título I, Capítulo V, regula la emisión de obligaciones. La emisión de obligaciones convertibles en acciones no fue prevista por este ordenamiento legal, por lo que, para que las sociedades estuviesen en condiciones de proceder a una emisión de esa naturaleza, habría antes que modificar algunos artículos de esa ley y modificar también la "Ley General de Sociedades Mercantiles" en el sentido que en seguida veremos.

El artículo 208 de la "Ley de Títulos y Operaciones de Crédito" establece una primera limitación: únicamente las sociedades anónimas pueden emitir obligaciones. Tratándose de obligaciones convertibles en acciones, es obvio que sólo las sociedades por acciones podrían emitir éstos títulos; merced a la limitación de que hablábamos antes, las sociedades en comandita por acciones no podrán llevar a cabo la emisión. De ello no resulta ningún inconveniente, por la escasa importancia que tiene ese tipo de sociedades en nues-

⁴⁶ Art. 166, párrafo II.

⁴⁷ Art. 167.

⁴⁸ Art. 168, párrafos I y II.

tro medio; podríamos decir que la sociedad en comandita por acciones muere por inercia.⁴⁹

Habría que añadir, a este artículo 208, un párrafo que precisara que las sociedades anónimas pueden emitir obligaciones convertibles en acciones a voluntad de los obligacionistas. El tipo de obligaciones convertibles en las que es la sociedad emisora la que goza de la facultad de optar por la conversión, no lo consideramos recomendable en un medio como el nuestro; en una operación de esa naturaleza no estarían adecuadamente protegidos los intereses de los suscriptores ni, por otra parte, contribuiría a fomentar el mercado de las obligaciones, ya que más que como un aliciente, la conversión se presentaría como una amenaza para los obligacionistas.

El artículo 210 de la “Ley de Títulos y Operaciones de Crédito” enumera las menciones que deben contener las obligaciones. Tratándose de reglamentar la emisión de obligaciones convertibles en acciones, habría que añadir ciertos requisitos propios de estos títulos: a) las bases de la conversión; b) el plazo o los plazos durante los cuales pueda optarse por la conversión; c) el lugar y la forma de ejercitar la opción; d) el canje de unos títulos por otros.

En cuanto a las bases de la conversión, tal vez sería conveniente, con el propósito de hacer más atractiva la conversión, permitir que ésta fuese fijada en su origen sobre una base variable y remitirse al arbitraje en caso de desacuerdo ulterior; al hacer esta sugerencia pensamos fundamentalmente en la inserción de una cláusula según la cual la conversión se efectuará tomando en cuenta el valor nominal de la obligación y el valor en bolsa de la acción el día en que se opte por la conversión. Esto permitiría la introducción de un sistema de conversión muy justo.

Sería también conveniente que, con la misma finalidad, se permitiesen varios tipos de conversión según la fecha en que se ejercite la opción, con la única salvedad de que dichos tipos de conversión hayan sido establecidos desde el momento en que se tomó la decisión de emitir las obligaciones convertibles o de permitir la conversión de obligaciones ya emitidas.

El artículo 212 de la “Ley de Títulos y Operaciones de Crédito” prohíbe

⁴⁹ “En la actualidad, la S. en C. por A. constituye una forma social condenada a la desaparición. Apenas si se usan, y más bien como supervivencia de antiguas sociedades que como forma social especialmente buscada hoy. Se comprende perfectamente que ello sea así, puesto que la sociedad anónima tiene las mismas ventajas que la sociedad en comandita por acciones y ninguno de los inconvenientes que resultan de la gestión personal, sin que el régimen de impuestos ni el de autorización para el funcionamiento sea distinto para una y para otra”. (J. Rodríguez Rodríguez, *op. cit.*, Tomo II, p. 399.)

que la sociedad reduzca su capital si no reembolsa proporcionalmente las obligaciones por ella emitidas, así como que la sociedad cambie su objeto, domicilio o denominación, sin el consentimiento de la asamblea general de obligacionistas.

Habiendo una sociedad emitido obligaciones convertibles en acciones, los poseedores de estos títulos deberán tener la garantía de que la sociedad no adoptará ninguna medida que pueda tener como efecto la disminución del valor de sus acciones y en consecuencia provocar el que la conversión no resulte interesante. En este caso, los obligacionistas perderían todo interés en convertir sus títulos por acciones y de hecho, los accionistas anularían la facultad de conversión de que originalmente gozaban los obligacionistas.⁵⁰ Esta es la razón por la cual la legislación francesa prohíbe a las sociedades la realización de operaciones que puedan tener como consecuencia disminuir el valor de las acciones, antes de la expiración del plazo o de los plazos de opción de que gozan los obligacionistas. La medida es indispensable para proteger a los suscriptores de las obligaciones convertibles, pero se trata al mismo tiempo de una limitación a la libertad financiera de la empresa. La solución mejor que nos parece que sería establecer un plazo máximo de opción relativamente breve, 5 años a contar del día de la emisión, transcurrido el cual la sociedad recobraría totalmente su libertad financiera y los obligacionistas que durante ese lapso no hubiesen optado por la conversión perderían la facultad de convertir sus títulos, pero continuarían siendo acreedores de la sociedad exactamente como lo es un obligacionista común y corriente.

Siguiendo este orden de ideas, deberá prohibirse a la sociedad: a) llevar a cabo una nueva emisión de obligaciones convertibles en acciones o, si fuese posible dentro de nuestra legislación, convertir bonos de fundador en acciones; b) emitir acciones de trabajo; c) crear bonos de fundador; d) amortizar o reducir el capital; e) modificar el procedimiento empleado para el reparto de utilidades; y f) llevar a cabo cualquier operación que modifique las bases de la conversión.

El artículo 213 de la L.T.O.C., establece las menciones que deberá contener el acta de emisión de las obligaciones; a esas menciones habrá que agregar las que son propias de las obligaciones convertibles en acciones a que nos referíamos cuando hablábamos del artículo 210.

El art. 218 de la L.T.O.C., establece que "la asamblea general de obligacionistas representará al conjunto de éstos, y sus decisiones, tomadas en los términos de esta ley y de acuerdo con las estipulaciones relativas del acta de

⁵⁰ Cf. L. Mazeaud, *op. cit.*, pág. 717.

emisión, serán válidas respecto de todos los obligacionistas, aún de los ausentes o disidentes". Cuando en una misma emisión concurren obligaciones convertibles y obligaciones que no lo son, nos parece que debería añadirse a este artículo un párrafo inspirado en el artículo 195 de la "Ley General de Sociedades Mercantiles" que reglamenta el caso en que existan diversas categorías de acciones en una sociedad anónima, o bien una mención que haga aplicable este artículo para el caso en que existan diversas categorías de obligaciones.

El art. 115 de la "Ley General de Sociedades Mercantiles" prohíbe a las sociedades anónimas emitir acciones por una suma menor de su valor nominal. Para cumplir estrictamente con lo dispuesto por este artículo, habría que ver el *valor efectivo* de la obligación en el momento de efectuar la conversión, ya que podría presentarse el caso de que ésta fuese inferior al valor nominal. Efectuar la conversión en tales condiciones sería tanto como emitir acciones bajo la par,⁵¹ supuesto prohibido expresamente por el artículo citado. Nos encontramos pues frente a una oposición absoluta entre la garantía indispensable para los obligacionistas: la de que se respeten las bases de la conversión, o sea x número de obligaciones convertibles por x número de acciones, y lo dispuesto por el art. 115 de la L.G.S.M. Si al llevar a cabo la emisión de las nuevas acciones, el valor efectivo de las obligaciones es inferior a su valor nominal, se infringe lo dispuesto por el artículo 115 citado, en cuyo caso la emisión de las acciones es nula, o bien se modifican las bases de la conversión. La forma de resolver esta contradicción sería la de añadir un párrafo al artículo 115 de la L.G.S.M., que dispusiese que, tratándose de una emisión de acciones por conversión de obligaciones, se tomará como base el valor nominal de las obligaciones.

El art. 132 de la L.G.S.M., establece el derecho preferente que tienen los accionistas para suscribir las nuevas acciones que se emitan. Este derecho preferente de suscripción en caso de emisión de acciones nuevas, universalmente reconocido, es, como veíamos, la fuente de una posible colisión de derechos entre accionistas y obligacionistas. La solución de la legislación francesa, que establece en su artículo 3o. que en la asamblea que apruebe la emisión de las obligaciones convertibles los accionistas deberán renunciar expresamente a su derecho preferente de suscripción, y la solución de la legislación alemana, que dispone que en esa asamblea deberá precisarse quiénes son las personas que tienen derecho a suscribir las obligaciones por emitir, nos parecen satis-

⁵¹ Cf. J. Ochoa Quiroz, La Emisión de Obligaciones, en *Anales de Jurisprudencia*, Núms. 1-6, México, 1957.

factorias en cuanto efectivamente resuelven el problema de una colisión de derechos entre accionistas y obligacionistas. Sin embargo, creemos que una mejor solución sería otorgar a los accionistas un derecho preferente para suscribir las obligaciones convertibles, que como en el caso de las acciones debería ejercitarse dentro de un plazo limitado. El resultado que se obtiene es exactamente el mismo que en las legislaciones francesa o alemana, pero sin que para lograrlo sea necesario exigir a los accionistas que renuncien a un derecho.

En caso de que, dentro del plazo de que gozan los obligacionistas para optar por la conversión, la sociedad realice un aumento de capital, deberá decidirse que se efectuará posteriormente un aumento complementario de capital, reservado exclusivamente a los obligacionistas que opten por la conversión. El objeto de esto es que los obligacionistas tengan dentro de la sociedad el mismo *statu quo* que les fue ofrecido en el momento de suscribir las obligaciones. Los obligacionistas deberán poder suscribir esas acciones en las mismas condiciones en que suscribieron los accionistas.

Será necesario también consignar una excepción a lo establecido por los artículos 97 y 98 de la L.G.S.M., ampliando el plazo para que las acciones queden suscritas cuando se trate de realizar aumentos de capital en virtud de la conversión de obligaciones o del aumento complementario de capital a que nos referíamos en el párrafo anterior. Me parece que lo más adecuado sería que se otorgase al consejo de administración de la sociedad un plazo de cinco años, por ejemplo, dentro del cual podría ir procediendo a aumentos parciales de capital en la medida en la que los obligacionistas fuesen convirtiendo sus títulos por acciones. Las sociedades de capital variable podrán canjear las obligaciones por acciones de tesorería.

Otro sistema, posiblemente más idóneo para lograr la reglamentación de la emisión de obligaciones convertibles en acciones, sería el de formular una ley especial, exclusiva, que regulase ese fenómeno, al tenor del Decreto francés.

Una reglamentación sencilla, que invite a las sociedades a realizar éstas emisiones y que proteja al mismo tiempo a los suscriptores, sería lo más adecuado para nuestro medio comercial, y, de tener éxito, daría tal vez un impulso apreciable a nuestro exiguo mercado de valores.