

## Obligaciones negociables convertibles y derecho de receso

Nota al fallo: "CCI Concesiones SA"

Por:  
**Pablo Augusto Van Thienen**  
Director

### **Colaboradores**

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

## INDICE

I. PLANTEAMIENTO .....	3
II. EMISIÓN DE ONC: DERECHO DE PREFERENCIA Y RECESO. ....	3
III. OBJETO SOCIAL DE CCI Y ESTRUCTURA DE CAPITALIZACIÓN. ....	4
IV. INTERPRETAR EL ARTÍCULO 11 DE LA LON. ....	5
V. DERECHO DE RECESO EN LA EMISIÓN DE DEUDA CONVERTIBLE. ....	6
a) <i>La emisión de ONC: ¿implica un simultáneo aumento de capital?</i> .....	7
b) <i>El artículo 21 de la LON</i> .....	8
c) <i>La emisión de ONC: ¿receso preventivo?</i> .....	9
d) <i>Impacto en la relación de canje.</i> .....	10
VI. EL CASO DE LAS OBLIGACIONES (MANDATORIAMENTE) CONVERTIBLES. ....	10
VII. RECESO Y SUSPENSIÓN DEL DERECHO DE PREFERENCIA. ....	10
VIII. RECAUDOS DEL ARTÍCULO 197 LSC. ....	11
IX. LA PARADOJA DEL BONO CONVERTIBLE Y EL ARTÍCULO 197 LSC. ....	12
X. SUPRESIÓN DEL DERECHO DE PREFERENCIA. ....	13
XI. RECESO. POSESIÓN HEREDITARIA Y EL PRINCIPIO <i>NEMO PLUS IURIS</i> . ....	13
XII. RECESO. SUCESIÓN Y EL PRINCIPIO <i>VENIRE CONTRA FACTUM PROPRIUM</i> . ....	14
XIII. EL CASO SADELA. ....	14
XIV. CONCLUSIÓN. ....	15

## *Abstract*

El caso que anotamos es muy interesante pues aborda un tema poco frecuente en nuestro entorno: el derecho de receso en la emisión de obligaciones negociables convertibles.

En este caso se ha discutido el reconocimiento del derecho de salida que le cabe al socio disconforme con la contratación por la sociedad de pasivos convertibles; o sea, disconforme con la opción de conversión a favor del acreedor. Los accionistas recedentes eran herederos forzosos. Sin duda una nota de color.

El caso nos enfrenta a un problema de *interpretación*. Qué significa la palabra *conforme*, según el artículo 11, tercer párrafo de la ley de obligaciones negociables: “Los accionistas ... pueden ejercer el derecho de receso <conforme> al artículo 245 ...”

La sala A negó el derecho de receso. Compartimos el fallo y el elaborado voto del Dr. Kòlliker Frers aún, cuando partimos desde otro lugar. Para nosotros el derecho de receso no es posible en el marco de un endeudamiento con cláusula de conversión. La remisión que hace el artículo 11 de la LON es contradictoria con el sistema societario y conspira contra esta clase de endeudamiento, sumamente útil para empresas necesitadas de una estructura de capital de largo plazo.

Contratar deuda con cláusula de conversión no puede asimilarse a contratar un pasivo *simple* capitalizable. Mientras el primero concede al acreedor una opción de capitalización (que puede o no ejercer), el segundo implica un hecho consumado: el acreedor se convertirá en socio por mayoría.

Aceptar el derecho de receso en el primer supuesto sería como admitir el *receso preventivo*, siendo la causa de la salida del socio disconforme, la mera amenaza de una potencial capitalización.

Admitir este receso conspira contra la emisión de bonos convertibles desalentando la capitalización de sociedades.

Esperamos que estas reflexiones sean de utilidad.

El fallo puede solicitarse a: [cedef@educedef.com.ar](mailto:cedef@educedef.com.ar)

## I. Planteamiento.

El fallo que anotamos ha despertado nuestra atención porque aborda tres cuestiones de sumo interés práctico y académico: (i) el confuso régimen del derecho de receso en la emisión de obligaciones negociable con cláusula de conversión (“ONC”), (ii) la transmisión a los sucesores universales de obligaciones personales asumidas por un accionista fallecido y, (iii) la oponibilidad de dichas convenciones en el marco de una transferencia de acciones *mortis causae*.

## II. Emisión de ONC: derecho de preferencia y receso.

El artículo 11 de la ley 23.576 (t.o. ley 23.967) (la “LON”) dispone que toda sociedad que decida tomar un empréstito emitiendo obligaciones negociables con cláusula de conversión debe otorgar a sus accionistas dos derechos bien concretos: (i) la opción de preferencia suscribiendo obligaciones a *pro rata* y, (ii) la opción de salida ejerciendo el derecho de receso.

Que la ley conceda al accionista de la sociedad deudora la opción de preferencia para la suscripción de bonos convertibles suena coherente desde el punto de vista de que este tipo de endeudamiento encierra para el accionista una contingencia: la potencial dilución de su participación relativa en el capital social. El ingreso de los bonistas al capital implicará, para el accionista, una transferencia a favor de los primeros de una porción alícuota de su poder económico y político<sup>1</sup>.

Para ejercer el derecho de preferencia será de aplicación lo dispuesto en los artículos 194 a 196 de la LSC. Así lo impone el artículo 11 de la LON.

---

<sup>1</sup> El derecho de preferencia está consagrado en el artículo 334.1 de la LSC para la emisión de debentures convertibles. Es moneda corriente en el derecho comparado (en particular el derecho continental de la Unión Europea) reconocer la opción de preferencia a favor de los accionistas de la sociedad emisora.

La sociedad puede suspender y limitar este derecho. La limitación tiene por objetivo permitir el ingreso de los acreedores al contrato social desplazando a los accionistas y al 100% del valor de la acreencia. Esta suspensión debe formularse *bajo las condiciones* del artículo 197 de la LSC. Así lo impone el artículo 12 de la LON. Sobre esto último volveremos.

Por lo tanto, salvo suspensión o limitación, los bonos convertibles nacen con derecho de preferencia a favor del accionista<sup>2</sup>. Ellos serían los destinatarios naturales de este tipo de deuda.

Sin duda la emisión de pasivos convertibles lleva añadido un potencial aumento de capital, situación contingente que exige conceder al accionista de la sociedad deudora la opción de acompañar el endeudamiento<sup>3</sup>.

Teniendo en cuenta que este tipo de pasivos lleva implícito el riesgo de *dilución*, nuestra ley otorga al accionista que no quiera tomar este riesgo la posibilidad de separarse del contrato asociativo ejerciendo el derecho de receso<sup>4</sup>.

Aún cuando podamos reconocer que el derecho de preferencia es concedido para contrarrestar los efectos patrimoniales de una potencial capitalización de pasivos – y esto parece atendible – no nos convence en absoluto el derecho de salida que la ley reconce a favor del accionista disidente.

Según nos indica el artículo 11 último párrafo de la LON, la opción de salida debe ejercerse *conforme* al artículo 245 de la LSC. Esta

---

<sup>2</sup> El derecho de suscripción preferente se multiplica en la emisión de este tipo de bonos puesto que las obligaciones convertibles tienen derecho de suscripción preferente respecto del nuevo capital que se emita pendiente la conversión. Esta preferencia tiene por finalidad proteger la relación de canje del bono manteniendo inalterada la participación relativa de los bonistas en el capital social de la deudora.

<sup>3</sup> Es curioso pero la causa fin del contrato de suscripción de deuda convertible no pasaría por el otorgamiento de crédito y la obtención de una renta, sino por la necesidad de proteger y defender la participación en los votos y en los dividendos. El ejercicio de la preferencia y la integración sería el costo que el socio debe pagar para mantener inalterada la alícuota societaria.

<sup>4</sup> En este punto la LON difiere del régimen de debentures convertibles puesto que la emisión de este tipo de bonos no otorga el derecho salida. La pregunta es porqué la ONC sí y el debenture no.

fórmula de remisión obliga hacer algunas preguntas: ¿cuál es el alcance de esta remisión?, ¿se refiere a los plazos?, ¿a la forma de ejercer el derecho?, ¿a los titulares?, ¿a la liquidación del crédito?, ¿a la caducidad?

¿Qué significa que el receso debe ejercerse *conforme* al artículo 245?

La cuestión no se presenta fácil. El caso que anotamos es prueba de ello.

El tribunal *a quo* y el tribunal *ad quem* entendieron e interpretaron el artículo 11 de la LON con enfoques contrapuestos. Esta disímil interpretación pone en evidencia de que estamos enfrentados a un tema complejo, árido y espinoso: el reconocimiento del derecho de receso en la emisión de deuda convertible.

Más allá de la duda interpretativa que encierra el término *conforme*, nosotros queremos dar un paso más respecto del derecho de receso en el marco de un endeudamiento y nos preguntamos: ¿corresponde reconocer este derecho en la emisión de deuda con cláusula de capitalización?

Adelantamos la respuesta en sentido negativo. El sentido común así lo aconseja. O sea, compartimos el veredicto de la sala A, pero por otros fundamentos.

Para nosotros el accionista disconforme con la emisión de bonos convertibles carece del derecho de salida. Creemos que el accionista disconforme con un endeudamiento potencialmente capitalizable no puede estar en mejores condiciones que el accionista disconforme con un aumento de capital<sup>5</sup>.

Pasamos a explicarnos:

### III.

#### **Objeto social de CCI y estructura de capitalización.**

Teniendo en cuenta el específico objeto social de CCI Concesiones y Construcciones de Infraestructura SA ("CCI") y su principal actividad empresarial (la explotación de concesiones viales y construcción de obras de

infraestructura) es natural que este tipo de empresas financien su actividad con pasivos no corrientes o aportes de capital. La inversión en obras civiles (*org.*, caminos, puentes, autopistas, etc) demanda una estructura de capitalización adecuada a las necesidades de financiamiento operativo. El capital de trabajo necesario para financiar una obra civil suele apalancarse con recursos de largo aliento.

A la vista de que CCI se dedica, entre otras actividades, a la explotación comercial de concesiones viales bajo el sistema de *peaje*, es previsible que se haya calculado el retorno de la inversión a través del flujo de caja proyectado de la obra concesionada, considerada, como unidad de negocio dentro del giro.

Esto significa que el capital operativo necesario para construir la obra y ponerla en marcha no se estaba financiando con certificados de avance de obra pagados por el comitente sino, bajo el sistema de *peaje*. Bajo este esquema comercial y contractual el propio concesionario asume el riesgo de financiación. El concesionario tiene a su cargo la explotación comercial de la concesión. La financiación puede provenir de recursos propios (*org.*, aportes de capital, resultados acumulados u otras cuentas del patrimonio) o de endeudamiento.

Dentro de este marco licitatorio, contractual y financiero, los accionistas de CCI habrían celebrado ciertos convenios privados y acuerdos societarios destinados a obtener financiamiento de capital de trabajo (así surgiría del texto del fallo).

Podríamos especular lo siguiente: dado el contexto económico favorable para la colocación de bonos privados, el directorio de CCI habría evaluado financiar las inversiones con deuda de largo plazo a un coste de capital más eficiente que los recursos propios (efecto *leverage*).

Tampoco podemos descartar otra especulación: los accionistas ya no estaban dispuestos a continuar arriesgando capital; y que por lo tanto, había llegado la hora de abrir el juego permitiendo el ingreso de terceros.

Cualquiera sea la especulación, lo cierto es que CCI salió a buscar inversores institucionales (locales y del exterior) colocando títulos de deuda

<sup>5</sup> Incluso para el supuesto de aumento de capital por capitalización de pasivos conforme lo prevé el artículo 197. 1 LSC.

para financiar capital de trabajo<sup>6</sup>.

Dentro de este marco de planificación financiera, el 31 de julio de 2000 los accionistas de CCI reunidos en asamblea ordinaria y extraordinaria decidieron crear un programa global de obligaciones negociables. En esa misma asamblea los socios aprobaron la emisión de obligaciones negociables por un valor facial de *U\$550.000.000*. Las obligaciones tenían una condición de emisión particular: otorgaban al acreedor la opción de convertir su crédito en acciones de CCI.

Para permitir la conversión - y por así imponerle el artículo 17 de la LON - es necesario que la misma asamblea que decidió el endeudamiento decida, también, aumentar el capital social; en este caso, por hasta *\$50.000.000*.

Está claro que el ejercicio de la opción de conversión tendría sobre el patrimonio de CCI un directo impacto: el fortalecimiento de los recursos propios en cantidad igual a las conversiones ejercidas. También está claro que el ejercicio de la opción implicará para el tenedor del bono la decisión de canjear la tasa de interés prometida en la ON por una expectativa de mayor renta a través de la inversión en capital de riesgo. Quien ejerce la conversión renunciando a la preferencia de cobro que le otorga un crédito quirografario por sobre el capital social (acreedor residual en la liquidación), es porque el tenedor del bono descuenta que la renta sobre capital social será mayor a la tasa de interés prometida por el título de deuda<sup>7</sup>.

En esta clase de instrumentos financieros la cláusula de conversión opera como incentivo para la colocación y venta del bono. Se le ofrece al inversor la posibilidad de participar de los flujos de caja del negocio más allá de la tasa (fija o variable) comprometida en la ON. La opción de conversión es sencillamente una herramienta de *marketing* financiero. El agente colocador o *underwriter*

<sup>6</sup> Este es uno de los destinos a los que deben estar aplicados los fondos provenientes de la colocación por oferta pública de obligaciones negociables para poder obtener las ventajas impositivas señaladas en el artículo 36 de la LON.

<sup>7</sup> Esa renta puede provenir de la política de dividendos de CCI o del valor de cotización de la acción.

podrá recolocar el bono en el mercado secundario.

Ahora bien, sucede que dentro de este contexto contractual y dentro de este marco empresarial y financiero uno de los accionistas (firmante de los acuerdos antes mencionados) falleció tiempo antes de la asamblea que aprobó la emisión de las ONC.

Celebrada la asamblea los herederos forzosos del socio (cónyuge y dos hijos) notificaron a CCI la opción de salida. Expresaron no estar de acuerdo con la emisión de las ONC y con el aumento de capital. Invocaron en tal sentido el artículo 11 de la LON.

#### **IV. Interpretar el artículo 11 de la LON**

CCI rechazó el ejercicio de ese derecho en base a los siguientes argumentos: (i) el aumento de capital - como consecuencia de la emisión de las ONC - no implicaba agotar el quíntuplo estatutario, (ii) los pactos firmados por el causante son oponibles a los herederos, (iii) el recesso fue abusivo y, (iv) una interpretación hermenéutica y finalista de los artículos 11 de la LON y 245 de la LSC permite concluir que el recesso no se aplica - en este caso - puesto que ese derecho debe ejercerse ... *conforme* ... al artículo 245 LSC.

De la lectura del fallo se advierte el siguiente razonamiento defensivo: la decisión social de emitir ONC implica un simultáneo aumento de capital. Por este motivo CCI argumenta que no corresponde el recesso al no haberse agotado el quíntuplo estatutario<sup>8</sup>.

Contra esta postura los socios recedentes entendieron que la sola decisión social de emitir títulos de deuda convertibles confiere a los accionistas disidentes la posibilidad de receder. Insisten en invocar el artículo 11 de la LON.

El tribunal de 1ª instancia hizo lugar a la demanda condenando a CCI liquidar el valor de recesso. La sala A revocó la sentencia *a quo*. Para así decidir el tribunal superior prestó mucha atención al artículo 11 de la LON. El Dr. Kólliker Frers se esforzó por interpretar razonadamente la *ratio legis*

<sup>8</sup> Nosotros discrepamos con esta visión del problema. Para nosotros la decisión de emitir pasivos convertibles no implica la decisión de un aumento de capital, tal como lo explicaremos en este ensayo.

de este dispositivo teniendo en cuenta el instituto del receso frente a un negocio de endeudamiento que encierra, en esencia, un capital en potencial. Éste fue el núcleo duro del caso.

¿Corresponde reconocer el receso en un endeudamiento con cláusula de capitalización a opción del acreedor?

Veamos:

## V.

### **Derecho de receso en la emisión de deuda convertible.**

El artículo 11 último párrafo de la LON expresamente dispone que *el accionista disconforme con la emisión de obligaciones convertibles puede ejercer el derecho de receso*. Si el párrafo terminara aquí podríamos adherir -con reserva - a la tesis de que la LON incorporó una nueva causal de receso más allá de las expresamente reconocidas en la ley societaria.

Ahora bien, lo cierto es que el párrafo no termina ahí sino que agrega lo siguiente: el derecho de receso debe ejercerse *conforme al artículo 245 LSC*. Esta remisión es la madre de todos los problemas.

Considerado el artículo 245 de la LSC como la norma basilar del derecho de receso, no nos queda otra alternativa que tomarlo *in totum*; o sea, en todo lo referido a: (i) la forma de ejercer el derecho, (ii) la legitimidad para ejercerlo, (iii) el plazo, (iv) la caducidad, (v) la liquidación. Ahora bien, esta norma también nos habla de los negocios jurídicos (la causa) que habilita su ejercicio; entre ellas: el aumento de capital.

Dado el profundo recelo con que ha sido concebido el derecho de salida en nuestra ley societaria, no nos debe llamar la atención que en las decisiones de financiamiento la ley permita al socio disconforme resolver el vínculo contractual sólo (y únicamente) en dos supuestos: (i) por pérdida total del patrimonio social cuando el socio sea llamado a realizar nuevos aportes vía reintegro y, (ii) ante un aumento de capital que implique reforma estatutaria. A través del instituto del receso el sistema busca evitar la dilatación de la responsabilidad patrimonial del socio más allá

de la cifra de capital acordada en el pacto estatutario. Este es sin duda un claro instituto de protección.

Como vemos el artículo 245 de la LSC no sólo nos habla de la legitimación, el plazo, la forma, el modo, la caducidad y la liquidación del derecho de receso; sino además, nos señala con celo y precisión las causales específicas que dan derecho a ejercer la opción de salida: (i) la transformación, prórroga o recondición, (ii) la fusión, escisión, (iii) el cambio de domicilio al exterior, (iv) el cambio fundamental del objeto, (v) la cancelación de autorización para funcionar, (vi) la cancelación de oferta pública y (vii) la disolución anticipada.

En línea con el recelo que señalábamos más arriba observamos lo siguiente: frente a la decisión social de aumentar el capital la salida sólo prospera si se dan dos requisitos ineludibles (i) *que el aumento de capital implique desembolso* y (ii) *que el aumento de capital competa a la asamblea extraordinaria*<sup>9</sup>.

O sea, frente a la decisión de financiar capital operativo imputado jurídicamente al capital social, la ley reconoce al socio el derecho de salida, pero con claras limitaciones. El artículo 245 LSC le viene a marca la cancha al accionista disconforme si desea resolver el vínculo contractual por esta causa.

Si nos paramos sobre la ley de sociedades y miramos el receso desde la exclusiva óptica del artículo 245 no hay duda de que la sociedad debe atender el receso sólo cuando el aumento implique: (i) reforma de estatuto social y (ii) desembolso para el accionista. Ambos requisitos son esenciales para habilitar la opción de salida. La falta de uno, torna inoperante el receso.

Ahora bien, si nos paramos sobre la ley de obligaciones negociables y miramos el receso desde la exclusiva óptica del artículo 11, los accionistas disconformes con la emisión de ONC

<sup>9</sup> Está claro que el aumento de la cifra de retención con cargo a recursos propios no habilita el receso aún cuando dicho aumento competa a asamblea extraordinaria. Nos estamos refiriendo al aumento de capital nominal mediante capitalización de cuentas patrimoniales y emisión de acciones liberadas (*vid.*, artículo 189 LSC). En este caso no hay desembolso. Por lo tanto se cae uno de los dos elementos esenciales de validez para el ejercicio del derecho de salida.

tienen derecho a receder ... conforme ... al artículo 245 LSC.

¿Dónde debemos pararnos?

La duda interpretativa que se planteó el tribunal *ad quem* es si el artículo 11 de la LON prevé una nueva causal de receso fuera de las expresamente autorizadas en el estatuto societario (o sea se paró sobre la LON); en cuyo caso la sola decisión de emitir bonos convertibles confiere al accionista disidente la opción de resolver el vínculo contractual. Esta interpretación –nosotros la llamamos *amplia*– significa que ni el requisito del desembolso ni el de la asamblea extraordinaria son esenciales para ejercer este derecho. Si esto así, la remisión que hace el artículo 11 de la LON al artículo 245 de la LSC sería únicamente respecto de los requisitos funcionales del derecho: legitimación, plazo, forma, modo, caducidad y liquidación.

¿Es esto así?

Tanto CCI como la sala A entendieron que no. Ambos coincidieron en que la remisión que hace el artículo 11 LON al artículo 245 LSC incluye, también, las causales que dan derecho a la salida; entre ellas el financiamiento por aumento de capital. A esta interpretación nosotros la llamaremos: *restrictiva*.

Usted podrá advertir que a esta altura del partido nos estamos enfrentando a una suerte de encerrona.

En efecto, mientras la *tesis amplia* otorga al socio la opción de salida por la sola amenaza de un potencial aumento de capital amplificando las causales de receso (postura de la parte actora reconocida por el juez *a quo*); la *tesis restrictiva* sólo concede el receso si se cumplen los elementos esenciales del artículo 245 de la LSC. O sea, para esta última la emisión de bonos convertibles debe asimilarse a un aumento de capital (postura de CCI y del tribunal *ad quem*).

La encerrona a que aludimos tiene que ver con este dilema: ni la tesis amplia ni la tesis restrictiva dan una respuesta adecuada al receso en la emisión de ONC. Para nosotros la decisión social de emitir deuda con cláusula de conversión no puede generar un receso (que nosotros llamaremos *preventivo*); ni puede

implicar, ni puede asimilarse, a un aumento de capital social.

En definitiva ni una ni otra resuelve eficazmente el problema.

Veamos:

a) *La emisión de ONC: ¿implica un simultáneo aumento de capital?*

El artículo 17 de la LON expresamente ordena que *la resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la decisión de aumentar el capital social en la proporción necesaria para atender los futuros pedidos de conversión*.

Está claro que la decisión de emitir títulos de deuda convertibles implica –por imperativo legal– la decisión de un *simultáneo* aumento de capital. Ahora bien, para nosotros esto no significa que estemos frente a un aumento de capital sino, frente a otra cosa bastante diferente: un mero recaudo técnico-formal.

En efecto, la ingeniería jurídica de conversión de pasivos exigibles en recursos propios y consecuente canje de títulos de deuda en participaciones accionarias impone que la decisión social de emitir deuda deba conllevar la simultánea decisión de un aumento de la cifra de retención<sup>10</sup>.

Esta técnica legal tiene por único objetivo permitir al directorio de la deudora atender los pedidos de conversión dándole certeza a los acreedores sobre la titularidad de sus derechos políticos y económicos. Así lo explica el propio artículo 17 de la LON.

Sólo desde el instante en que el tenedor del bono ejerce la opción de conversión puede afirmarse que se ha producido el aumento de capital social con plenos efectos jurídicos, económicos y patrimoniales (para el obligacionista y para la sociedad deudora). Recordemos que el propio artículo 20 de la LON impone al directorio el deber de entregar las acciones dentro de los 30

---

<sup>10</sup> Idéntico recaudo deberíamos tomar si decidiéramos librar pagarés convertibles, otorgar créditos convertibles, conferir opciones de conversión; en definitiva ofrecer a los acreedores sociales la opción de convertir sus acreencias en capital social. Para que esa opción se materialice es necesario contar, siempre, con la previa decisión de aumentar el capital.

días de ejercida la opción de conversión<sup>11</sup>.

Si la LON no montara este *engranaje técnico-jurídico* sería demasiado tortuoso para la sociedad emisora atender las conversiones puesto que el directorio debería convocar periódicamente a asamblea de accionistas para incrementar el capital social frente a los pedidos de conversión, estando habilitado para disponer de las acciones, entregar los títulos cartulares o proceder a las anotaciones en cuentas escriturales. La propia burocracia del sistema generaría costes transaccionales excesivos conspirando contra este tipo de títulos.

Vale hacerse algunas preguntas: ¿qué pasaría con los derechos de los acreedores una vez ejercida la opción y pendiente la capitalización?, ¿qué incentivos tendría el bonista para ejercer la conversión frente a la contingencia de que la sociedad no cumpla con la prestación debida?

Esta sola incertidumbre derrumbaría el atractivo del bono.

Debemos recordar que el mero ejercicio de la opción produce automáticamente un efecto novatorio: el pasivo se convierte en capital y el acreedor se convierte en socio. Para que esta opción pueda materializarse sin que el acreedor vea lesionado sus derechos, la LON impone el recaudo técnico-formal de que la emisión de ONC *implica la simultánea decisión* de aumentar el capital social. Pero está claro que esta fórmula no nos enfrenta a un aumento de capital.

Parte de este interrogante se puede responder desde una perspectiva contable. En efecto, observemos que el sólo ejercicio de la opción autoriza a los contadores certificantes de la deudora reducir el pasivo incrementando, en igual medida, el capital social. Esta novación se produce aún cuando no se le entregue al bonista el título representativo de las acciones, ni se proceda a la anotación en cuenta. Para así proceder los contadores certificantes necesitan de la previa aprobación del aumento de capital: elemento causal necesario para la emisión sustancial de las acciones como fracción ideal

---

<sup>11</sup> Se refiere a la entrega de los títulos cartulares representativos de las acciones o certificados de cuentas escriturales.

del capital. Si los profesionales contables no cuentan con aquella decisión social, tal como lo impone el artículo 17 de la LON, no estarían habilitados para pasar cuentas del pasivo al rubro patrimonial.

Idéntico razonamiento podemos aplicar a los contadores certificantes del acreedor. Una vez ejercida la opción, aquellos están habilitados a eliminar del activo la cuenta <crédito> por <inversiones>.

No hay duda que el capital social de la emisora se incrementará en un monto igual a las opciones efectivamente ejercidas. Vale decir que aún cuando la decisión de emitir bonos convertibles implique la *simultánea* decisión de aumentar el capital no cabe duda que al momento de decidirse el financiamiento la cifra estatutaria de capital se mantiene invariada. Es más, se desconoce cuál será la cifra definitiva. Hasta la fecha de vencimiento del plazo para ejercer la opción, la capitalización del pasivo es un interrogante y una mera expectativa. Punto y aparte.

En síntesis, la emisión de ONC no implica un simultáneo aumento de capital social sino otra cosa bien distinta: la simultánea *decisión* de aumentarlo. Y esto no es un juego de palabras. Es la técnica legal necesaria para responder a la opción (*call*) implícita en este tipo de endeudamiento.

La emisión de bonos con cláusula de conversión no implica (ni jurídica ni contablemente) un aumento de capital social. A tal punto esto es así que los bonos nacen como deuda y podrán extinguirse como tal sin que esta cuenta del pasivo haya incidido en lo más mínimo sobre la cifra de retención estatutaria, ni haya alterado un ápice, la participación del socio en el patrimonio social.

#### b) El artículo 21 de la LON

Creemos que el artículo 21 de la LON sale en apoyo de esta tesis.

Esta norma expresamente dispone que *al cierre de cada período de conversión o trimestralmente cuando ésta se hubiere previsto en todo tiempo, el directorio comunicará a la autoridad de control y al Registro Público de Comercio para su inscripción, el monto de las emisiones y el consecuente aumento de capital, lo que constará en actas.*

De aquí se desprende que el efectivo aumento de capital social se produce al momento de ejercerse la opción de conversión y no al momento de decidirse el endeudamiento.

El artículo 21 de la LON es claro en este sentido: la emisión de acciones y consecuente aumento de capital se produce al ejercerse la opción de conversión. O sea, al ejercerse la opción (*Call*).

Si esto es así, ¿por qué reconocer el derecho de receso en la emisión de ONC?

La técnica de aumento de capital en la decisión de emisión de bonos convertibles es moneda corriente en el derecho comparado. Así lo explican el artículo 192 de la AktG alemana, el artículo 292.1 LSA de España, el artículo 2420 del Código Civile, el artículo 366 del código de sociedades mercantiles de Portugal y el artículo 181 de la Ley de Sociedades de Francia.

La emisión de bonos convertibles es considerada por la doctrina autoral extranjera como capital *condicionado*, capital *futuro*, capital *potencial* o capital *fluctuante*. Lo cierto es que frente al reconocimiento de este hecho contingente es muy discutible que dicha incertidumbre conceda al accionista minoritario la opción de resolver el vínculo asociativo ejerciendo el derecho de receso *conforme al* artículo 245 de la LSC.

c) *La emisión de ONC: ¿receso preventivo?*

Si aceptamos que la decisión de emitir ONC no es un aumento de capital, sino que dicha emisión implica la simultánea decisión de aumentarlo para atender las futuras conversiones y así obtener (a la fecha de conversión) la cifra definitiva del capital estatutario, llegamos a la fácil conclusión de que el receso previsto en el artículo 11 de la LON es absolutamente inviable.

No habiendo aumento de capital al momento de decidirse la emisión de la deuda convertible, mal puede haber receso.

Por el contrario, si creemos que la sola decisión de emitir ONC implica un aumento de capital estaríamos reconociendo en la LON una figura nueva: el *receso preventivo*.

Decimos preventivo porque el aumento de capital es una mera potencia, expectativa o eventualidad. Podría darse que los bonistas jamás capitalicen. De ocurrir esta alternativa le estaríamos ofreciendo al accionista disconforme con una forma de endeudamiento la opción de separarse de la sociedad ante la amenaza de dilución por potencial capitalización. Recordemos que el receso tiene por finalidad tutelar al socio de esa amenaza. Por lo tanto la mera decisión financiera de tomar deuda otorgando al acreedor la opción de capitalización permitiría al accionista salir de la sociedad por un salvo conducto que no tendría si la sociedad optara por financiarse con capital social. En esto estamos de acuerdo con el criterio de la sala A.

Aceptar la tesis amplia no sólo implica crear un receso *preventivo* sino, además, devengar contra la sociedad un impacto patrimonial verdaderamente negativo puesto que el receso se deberá financiar con cargo a capital y/o ganancias reservadas. De esta forma notamos que el ejercicio del receso en la emisión de ONC termina incrementando el pasivo exigible reduciendo en la medida del receso el patrimonio de garantía. O sea, el pasivo se incrementa por la emisión de los bonos más el pago del receso, mientras que el patrimonio neto se ve reducido por el rescate de acciones con cargo a capital o reservas libres<sup>12</sup>.

Esto que decimos podemos verlo con un ejemplo simple: la sociedad X tiene un pasivo total de \$2000 y decide emitir ONC por \$1000. Al momento de la emisión la sociedad cuenta con un patrimonio neto de \$500. Como consecuencia de este endeudamiento receden accionistas por un valor de \$100. El resultado neto de la emisión será el siguiente = endeudamiento \$3100 + patrimonio neto \$400.

---

<sup>12</sup> El pago del receso con cargo a capital nos ubica en el artículo 220.1 LSC, mientras que el receso con cargo a reservas libres nos ubica en el artículo 220.2 de la LSC. En ambos casos el patrimonio neto se reduce por el costo de rescate; salvo en el caso del rescate del artículo 220.2 donde la sociedad puede revertir la pérdida enajenando las acciones dentro del año. Recordemos que para que prospere el rescate con cargo al artículo 220.2 debe existir un daño grave, elemento poco probable en el marco de un endeudamiento con opción de conversión. La doctrina autoral local no ha resuelto, todavía, este problema: ¿cómo se financia el receso? Para nuestro ejemplo de la sociedad A partimos del supuesto del artículo 220.1 que implica reducción de capital.

Ahora bien, si la sociedad X optara por financiarse con aportes de capital recediendo accionistas por igual valor el resultado neto final es completamente diferente = endeudamiento \$2100 y patrimonio neto \$1400.

O sea, mientras el receso en el primer caso impacta seriamente en el índice de solvencia, en el segundo, el impacto será sustancialmente menor al verse compensada la pérdida (por rescate) con el simultáneo aumento de capital.

Desde esta sola perspectiva parece muy cuestionable aceptar el receso preventivo en el marco de una decisión de financiamiento puesto que la salida del socio terminaría entorpeciendo no sólo la colocación del bono sino, además, la estructura de capitalización de la deudora.

Parece inaceptable que el socio disconforme con la emisión de bonos convertibles pueda separarse de la sociedad en condiciones más favorables a un genuino aumento de capital. En este sentido compartimos el criterio de la sala A.

#### *d) Impacto en la relación de canje.*

Incluso si aceptamos el receso frente a la decisión de emitir pasivos convertibles llegamos a la conclusión de que el propio receso termina perjudicando el bono puesto que la situación patrimonial del ente emisor variará desde el momento de la colocación y la fecha de suscripción. Es vital en este tipo de instrumentos financieros fijar la relación de canje tomando un patrimonio determinado al momento de la emisión considerando todos los rubros componentes de los recursos propios: el capital social, los ajustes contables, las reservas libres, contractuales y estatutarias, y otros fondos inscriptos en el patrimonio. La alteración de estos rubros por rescate de acciones como consecuencia de un receso implicará alterar el neto patrimonial.

Los artículos 23 y 24 de la LON nos sirven como prueba de estos que afirmamos.

## **VI.**

**El caso de las obligaciones negociables (mandatoriamente convertibles)**

Existe una excepción a la regla que venimos defendiendo. Es el caso de los bonos obligatoriamente convertibles. Está claro que en este tipo de instrumentos no hay una opción de conversión sino un diferimiento en la suscripción del capital vía capitalización del pasivo.

Aún cuando este tipo de bonos pueda contradecir el artículo 5º de la LON no vemos en ellos un negocio ilícito. Todo lo contrario, la admisión de esta clase de bonos obligatoriamente convertibles en capital (híbridos financieros) es la excepción que justifica el receso del artículo 11 de la LON. En efecto, la decisión social de emitir deuda obligatoriamente capitalizable implica, jurídicamente, un aumento de capital en diferido.

Nadie puede negar que la conversión del pasivo en capital social ya no opera como una opción otorgada al acreedor sino como cláusula de diferimiento en la cancelación del pasivo. Aquí no hay opción de conversión.

En este caso el aumento de capital no es potencia sino acto, no es futuro sino presente, no está condicionado, ni es eventual. La amenaza del accionista de ver licuada su participación relativa en el patrimonio social es concreta y real, como si se tratara de un genuino aumento de capital. Tarde o temprano el pasivo se convertirá en recurso propio<sup>13</sup>.

Eso sí, para ejercer el receso deberán darse los recaudos de validez exigidos por el artículo 245 LSC.

## **VII.**

### **Receso y suspensión del derecho**

---

<sup>13</sup> En nuestro entorno puede consultarse el prospecto de emisión de Alpargatas SA para la emisión de *Obligaciones negociables subordinadas obligatoriamente convertibles en acciones ordinarias por v/n \$80.000.000 y con derecho a recibir opciones de compra de acciones ordinarias equivalente a v/n \$ 75.000.000*. Esta deuda tenía la particularidad de que sus intereses podían pagarse en efectivo o en especie. En este último caso mediante la entrega de obligaciones negociables subordinadas obligatoriamente convertibles en acciones ordinarias. La cláusula de conversión era la siguiente: (i) a opción del tenedor en cualquier momento, u (ii) obligatoriamente al vencimiento. O sea, el bonista recibiría (siempre) bonos convertibles y, tarde o temprano, se convertiría en accionista. El lector interesado puede consultar *Boletín Diario de la BCBA*. 14 de julio de 1997.

## de preferencia.

La incertidumbre que genera la confusa redacción del artículo 11 de la LON obliga considerar en esta instancia la opción que nos concede el artículo 12: suspender o limitar el derecho de preferencia *bajo las condiciones* del artículo 197 de la LSC.

Esta norma societaria permite suspender o limitar el derecho de preferencia a fin de permitir la capitalización de pasivos. Para ello impone varios recaudos: (i) asamblea extraordinaria, (ii) quórum y mayoría agravada en primera y segunda convocatoria y, (iii) que el interés social así lo justifique.

Está claro que la suspensión de este derecho termina fulminando el derecho de receso y la razón es ciertamente simple: al quedar suspendida la suscripción preferente, la sociedad le ha quitado al socio la carga de desembolsar. Cae uno de los elementos esenciales para que opere el receso: el desembolso.

Si la exigencia de aportar ha sido descargada íntegramente sobre los terceros aliviando la carga de un mayor desembolso para el accionista, parece lógico que éste no tenga derecho a receder. Ahora bien, tengamos en cuenta que la suspensión del derecho de preferencia, y por lo tanto la dilución en el capital social es un coste que deben absorber y soportan todos los accionistas por igual (hayan votado por la afirmativa o sean disidentes). Es por esta razón que la suspensión o limitación de la opción de preferencia desarticula la opción de salida.

Si esto funciona así parece aconsejable suspender el derecho de preferencia en la emisión de pasivos convertibles evitando el mal uso del derecho de receso recurriendo al confuso artículo 11 de la LON.

No obstante este consejo, es imprescindible profundizar la mirada y detenernos un instante en los alcances del artículo 197 de la LSC. Estamos hablando de empréstitos contraídos con cláusula de conversión y no, de la capitalización de pasivos simples.

¿Se aplica el artículo 197 LSC en la capitalización de deuda convertible?

## VIII.

### Recaudos del artículo 197 LSC.

¿Hasta donde alcanzan *las condiciones previstas en el artículo 197* para suspender el derecho de preferencia en la emisión de bonos convertibles?

Para nosotros exigir el cumplimiento de tales *condiciones* es decididamente exagerado. El lector podrá advertir que no da lo mismo capitalizar un pasivo contraído con cláusula de conversión que, la capitalización de un pasivo simple; o sea, la capitalización de un pasivo que nació sin la opción (*call*).

Mientras el bono convertible nace con vocación jurídica al capital social, el pasivo simple carece *ex ante* de esa aptitud jurídica.

La emisión de un título de deuda insertando la cláusula de conversión puede responder a la necesidad de dotar al instrumento financiero de un atractivo comercial que permita su colocación efectiva logrando financiar capital de trabajo. La cláusula de capitalización no sólo otorga al tenedor del bono la posibilidad de convertirse en propietario sino, además, el derecho de preferencia para suscribir nuevas acciones, pendiente la conversión. El pasivo simple es un negocio completamente distinto<sup>14</sup>.

Está claro que la regla de fondo del artículo 197 de la LSC consiste en evitar sorpresas a la buena fe contractual frente a un negocio puntual: la capitalización de pasivos simples. El legislador se ha esforzado por rodear este negocio con ciertos recaudos jurídicos necesarios para la validez de la capitalización: (i) el aumento de capital debe ser competencia de la asamblea extraordinaria, (ii) la capitalización exige un quórum constitutivo y mayoría agravada en primera y segunda convocatoria igual al 50% + 1 acción con derecho a voto, (iii) sólo se computan

---

<sup>14</sup> No perdamos de vista que, pendiente la conversión, el tenedor de bono cuenta en su haber con un número importante de derechos patrimoniales; entre ellos: (i) el derecho a conservar la relación de canje, (ii) el derecho a participar en la suscripción de nuevas acciones, (iii) el derecho a la conversión anticipada (si produjeren determinados eventos que pueden perjudicar sus derechos creditorios), (iv) el derecho de rescate y receso y (v) el derecho de veto si la deudora quisiera suspender el derecho de preferencia.

para la aprobación 1 acción = 1 voto y (iv) la capitalización debe responder al interés social y sólo para casos excepcionales y particulares. Esto nos da una clara pauta del carácter tuitivo de la norma.

Salta a la vista (y no es preciso seguir insistiendo) que el artículo 197 de la LSC prevé una situación negocial bien concreta: la decisión de capitalizar pasivos simples preexistentes. O sea, deuda que nace simple y que posteriormente se la pretende convertir en recurso propio. Al accionista se le cambian las reglas de juego forzándolo a aceptar la incorporación de un nuevo elenco de participantes debiendo resignar su derecho de opción. Es precisamente por este motivo que la ley impone una súper mayoría que debe adoptarse con un súper quórum. O sea, no es mayoría agravada sobre el capital presente sino, mayoría agravada sobre la mitad más uno del capital con derecho a voto emitido.

En cambio, en la emisión de un bono con cláusula de capitalización el escenario negocial es completamente diferente. Podemos dar dos razones de peso para ello: (i) el pasivo nace con la opción de conversión y (ii) el pasivo convertible puede permanecer simple hasta su cancelación total puesto que la opción (*call*) puede llegar a no ejercerse. Si esto es así nos preguntamos: ¿cuál es la razón para imponer las *condiciones previstas* en el artículo 197 de la LSC?

Además de las dos diferencias expresadas hasta aquí, nosotros notamos que la estructura causal de uno y otro negocio difieren. Mientras en la deuda con cláusula de conversión la causa del negocio jurídico (convertible) está en la asamblea que aprueba el pasivo y emite los títulos de deuda fijando las condiciones de emisión; en el pasivo simple la causa del negocio jurídico de capitalización está en la asamblea que decide capitalizar. Podríamos distinguir ambos negocios bajo la siguiente nomenclatura: el primero encierra un *negocio jurídico de conversión* mientras que el segundo deriva en un *negocio jurídico de capitalización*. El primero contiene una opción (*call*) mientras que el segundo no<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> El lector interesado puede consultar VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. *Precio y valor real en el contrato de opción sobre acciones. Working Paper* N° 23. CEDEF law & finance

Todas éstas son razones de peso para convencernos de lo siguiente: someter la suspensión del derecho de preferencia de los accionistas a los requisitos del artículo 197 y 244 *in fine* de la LSC es ajeno y desproporcionado al tipo de negocio que estamos tratando.

Para nosotros la suspensión del derecho de preferencia para la emisión de ONC sólo exige acudir a la asamblea extraordinaria con el quórum y las mayorías del artículo 244 párrafo primero y segundo de la LSC.

Cuando se intenta suspender o limitar la preferencia del accionista es suficiente recaudo de protección que el *negocio jurídico de conversión* conceda al minoritario una primera instancia de veto dentro de carriles normales; esto es, en primera convocatoria. Es un error de peso y magnitud pretender asimilar la suspensión del derecho de opción en la emisión de bonos convertibles con la suspensión de ese derecho para el supuesto de fusión, escisión, transformación, prórroga, reconducción, cambio fundamental del objeto o transferencia del domicilio al extranjero; entre otros supuestos del artículo 244 último párrafo de la LSC. Mientras éstos implican una alteración sustancial de las condiciones asociativas tenidas en miras al contratar, tomar un empréstito con cláusula de conversión no tiene semejantes consecuencias.

Para rematar podemos decir que no hallamos razón para negarle el derecho de receso al accionista de la sociedad incorporante en el negocio de fusión y, al mismo tiempo concederlo para el supuesto de que la sociedad incorporante decida endeudarse mediante la emisión de pasivos convertibles.

## IX. La paradoja del bono convertible y el artículo 197 LSC.

La imposición del artículo 197 LSC en la emisión de ONC nos enfrenta a la siguiente paradoja o contradicción: mientras el pasivo simple puede convertirse en capital en cualquier momento sin conceder derecho de salida, el pasivo convertible es, *de facto*, un pasivo simple (mientras no se ejerza la opción) y otorga derecho de salida. La paradoja es notoria.

No vemos porqué imponer las condiciones

del artículo 197 LSC a un negocio jurídico que nace con la opción, pero puede permanecer simple, sin modificar las participaciones relativas en el capital social.

Está claro que mientras el titular del bono posee una opción (conocida por todos los accionistas al momento de la emisión), la conversión de un pasivo simple es una clara amenaza para los accionistas desconocida al momento de su contratación. El *negocio jurídico de capitalización* a diferencia del *negocio jurídico de conversión* es que el primero puede sorprender la buena fe contractual.

¿Porqué imponer el artículo 197 LSC a la emisión de bonos convertibles?

## X. Supresión del derecho de preferencia.

Para completar el cuadro de capitalización la LON expresamente dispone que las acciones que se emitan como consecuencia de la conversión nacen sin derecho de preferencia (*vid.*, artículo 17 de la LON). De esta forma la ley 23.697 deja sin efecto el artículo 194 de la LSC en relación a las acciones ordinarias o preferidas que se emitan por conversión de obligaciones<sup>16</sup>.

## XI. Receso, posesión hereditaria y el principio *nemo plus iuris*.

Tal como estuvo planteada la causa litigiosa, CCI invocó en su defensa el ejercicio abusivo del derecho de salida. O sea, reconoció este derecho.

Según la tesis de la demandada el abuso en el ejercicio del receso surgiría del pretendido desconocimiento alegado por los herederos respecto de los pactos firmados por el causante con los demás accionistas de CCI y los actos societarios en los que habría participado el causante y prestado su consentimiento mediante el voto favorable. En

opinión de CCI el cónyuge y los hijos no podían desconocer aquellos pactos ejerciendo un derecho de receso que el propio causante había tácitamente renunciado al aceptar el programa financiero.

La emisión de los bonos con cláusula de conversión estaban enmarcados dentro de un acuerdo suscripto con inversores y cuyo objetivo era consolidar la estructura de capital de trabajo de la compañía. Alegó la demandada que esos acuerdos habían sido aprobados por unanimidad de la totalidad del capital social.

No parece razonable que los herederos forzosos pretendan legítimamente ejercer el derecho de receso por el hecho de no haber participado de aquellos acuerdos ocupando, ahora, el mismo lugar que ocupaba el accionista fallecido (*sic*).

La sala A recogió el guante y aceptó el argumento sobre la base del principio general de nuestro derecho de que nadie puede adquirir un derecho mejor o más extenso que el que tenía aquel de quien lo adquirió (*vid.*, art. 3270 del Código Civil).

El tribunal *ad quem* asignó fundamental importancia a los acuerdos preexistentes (societarios y parasocietarios) tendientes a instrumentar y llevar adelante el plan financiero que culminó con la emisión de las obligaciones por v/n U\$50.000.000.

En este punto vale la pena poner de resalto el siguiente párrafo del veredicto: *Esto significa, lisa y llanamente, que la actora ingresó a CCI como accionista ocupando la misma posición que tenía quien le precediera en la titularidad de las acciones, y por consiguiente conociendo - o debiendo conocer - dicho proyecto, lo que implicaba saber también que CCI debía necesariamente emitir ONC en cumplimiento de contratos ya celebrados y aprobados con anterioridad.*

En este contexto el tribunal hace suyo el artículo 1195 del Código Civil viniendo los herederos forzosos a ocupar el mismo lugar que el accionista fallecido. Los compromisos asumidos por el causante se extienden pasiva y activamente a los herederos forzosos.

Incluso va más lejos y apela al deber de conducta diligente que todo participe en una mercantil debe tener. En este sentido el tribunal expresó: los herederos *conocieron o debieron conocer dicho proyecto (sic)*. Siendo esto así, el artículo 902

<sup>16</sup> *Las acciones ordinarias (...) otorgan a su titular el derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones (...) y pueden ser extendidos por el estatuto o resolución de la asamblea que disponga la emisión de las acciones preferidas.*

del Código de Vélez cae con todo su peso sobre los herederos forzosos del accionista debiendo aquellos aceptar que la incorporación al contrato social vía sucesión no es un juego para niños atento a que *cuando mayor sea el deber de obrar con prudencia y pleno conocimiento de las cosas, mayor será la obligación que resulte de las consecuencias posibles de los hechos.*

Quien recibe por herencia acciones de una mercantil no puede pretender desvincularse del contrato asociativo asumiendo un rol de tercero ajeno al negocio. Querer que los acuerdos que firmó el causante sean enterrados choca con nuestro sistema sucesorio donde claramente los herederos forzosos ocupan el mismo lugar del socio fallecido, asumiendo todas las obligaciones y gozando de todos sus derechos políticos y económicos que les confiere el *status socii*.

Sin querer entrar en el debate, muy abierto en nuestra doctrina, sobre la primacía del artículo 215 de la LSC respecto del 3410 del C. Civil (o viceversa) dotando de legitimidad a los herederos para ejercer sus derechos de socios; entre ellos, el derecho de receso; está claro que cualquiera sea la solución que elijamos, los herederos del accionista de CCI no podían – en este caso - ejercer la opción de salida por la simple razón de que el causante había renunciado anticipadamente a ejercerlo desde el instante mismo en que aceptó los acuerdos financieros, habiéndose sometido a ellos *como a la ley misma*. Esa esclavitud a la ley contractual se extiende activa y pasivamente a los herederos forzosos.

En este sentido el tribunal acertó.

## XII.

### **Receso, sucesión y el principio *venire contra factum proprium***

Admitido entonces que los herederos forzosos vienen a ocupar el mismo lugar que el accionista fallecido, el receso ejercido por los herederos ha resultado abusivo y por lo tanto malicioso. Es decir, contrario a una conducta elemental de buen fe negocial.

El razonamiento de CCI (compartido por el tribunal *ad quem*) es que si el accionista fallecido estaba limitado por su propia conducta a ejercer el receso, igual tratamiento

deben merecer los herederos.

A la luz del artículo 1198 del Código de Vélez si el receso hubiera sido ejercido por el propio accionista, la doctrina del abuso de derecho complementada con la doctrina de los actos propios le hubiera hecho pasar un mal momento.

Todos sabemos que el *venire contra factum proprium* constituye un límite de los derechos subjetivos que obliga a un deber de conducta: coherencia.

Contravenir el hecho propio implica no sólo destruir lo hecho sino desconocerlo para evitar sus consecuencias. En este caso, haber aceptado con los acuerdos suscriptos la emisión de bonos convertibles.

El fundamento del *venire ...* es el principio general de la buena fe que encierra entre tantos otros conceptos el evitar la sorpresa y la apariencia consolidando la confianza generada.

Estos principios son aplicados *urbi et orbe* a los herederos forzosos del socio fallecido. Aquellos no pueden hacer la vista gorda a la conducta contractual asumida por el cónyuge y progenitor buscando desentenderse de los pactos celebrados de buena fe.

## XIII.

### **El caso Sadela**

No nos sorprende que el tribunal cite como antecedente el caso *Almeida c. Sadela SA del Atlántico Compañía Financiera* (CNCCom., sala A).

En este antecedente se planteó algo similar a este expediente; pero con la salvedad de que Sadela estaba sometida al marco regulatorio específico del Banco Central de la República Argentina donde el régimen de capital está sujeto a imposiciones normativas que pueden exigir incrementos en el capital y nuevos aportes de los socios. Para el tribunal, en este caso, el socio no puede invocar cambio en las circunstancias tenidas en miras al ingresar al contrato social puesto que es propio de la actividad financiera regulada verse forzado a realizar nuevos aportes de capital como exigencia de capitales mínimos y de responsabilidad patrimonial computable. Desde esta perspectiva la sala A no hizo lugar al receso pretendido por Almeida.

¿Qué similitud tiene este caso con CCI?

Ninguno desde la perspectiva de la actividad comercial desempeñada por una y otra empresa. Mucho desde las razonables expectativas del socio a mantener el *status quo* de su vínculo jurídico con la sociedad y los demás accionistas. Mucho desde la perspectiva del artículo 1198 del Código Civil donde los contratos deben celebrarse, ejecutarse e interpretarse de buena fe, de acuerdo con lo que las partes entendieron o debieron entender obrando con cuidado y previsión.

Es doctrina unánime entre nosotros que el derecho de receso es un instituto que busca proteger al socio disidente frente a situaciones de alteración fundamental en las bases contractuales (*urg.*, fusión, escisión, transformación, prórroga, reconducción, cambio fundamental del objeto, traslado de domicilio al exterior, reintegro total o parcial de capital, y aumento de capital que implique reforma de estatutos y desembolso para el accionista).

Ocurridos estos cambios estructurales del contrato el socio puede separarse de la sociedad puesto que no dará lo mismo participar de la sociedad A que de la sociedad A fusionada con B o escindida entre X y Z; o extendido su plazo de duración, o con su domicilio trasladado al exterior, o con un cambio fundamental en su actividad mercantil. Cualquiera de estas modificaciones (sorpresivas) otorga al socio disconforme el derecho a salir, rescatar su participación y liquidar su inversión.

Todos sabemos el encendido debate doctrinario que generó el aumento de capital como cláusula de salida. Es por ello que el legislador optó por rodear a este derecho de los requisitos ya mencionados.

En este punto el veredicto también fue un acierto.

#### **XIV. Conclusión.**

Opinamos lo siguiente:

1. El negocio jurídico de emisión de ONC no implica aumento de capital.

2. El aumento de capital social estatutario sólo se producirá al momento de ejercerse la opción de conversión.
3. La decisión de tomar deuda mediante bonos convertibles implica - jurídicamente - la simultánea decisión de aumentar el capital.
4. Esa *simultánea* decisión de aumentar el capital no implica que estemos frente a un aumento efectivo de capital; sino sólo ante un requisito técnico necesario para permitir llevar adelante el canje de bonos por acciones y la novación de la deuda en capital.
5. Permitir el derecho de receso en la etapa de endeudamiento, implica conceder al accionista la posibilidad de separarse de la sociedad de manera preventiva sacando una ventaja que la ley de sociedades no otorga y que la lógica jurídica y financiera del endeudamiento no tolera.
6. El receso preventivo, de ser aceptado, genera costes transaccionales superiores al receso por genuino aumento de capital.
7. El receso sólo funciona en el caso de deuda obligatoriamente convertible.
8. La suspensión del derecho de preferencia sólo impone quórum y mayorías simples según artículo 244, 2da parte de la LSC.