



COMISIÓN NACIONAL DE VALORES



Títulos de Deuda: Obligaciones Negociables

Educación Mercado de Capitales

Diciembre de 2007

Introducción

Los títulos de deuda son valores negociables que incorporan un derecho creditorio en sentido estricto permitiendo al emisor financiar inversiones a través de su colocación en el mercado de capitales. Son creados genéricamente y emitidos en masa; es decir, otorgan idénticos derechos a todos los otros de su misma clase, siendo por ello fungibles. Están dotados, en principio, de un alto grado de circulación, lo que los hace aptos para la citada función económico-jurídica de ser un instrumento de inversión.

Los títulos de deuda son activos financieros de renta fija. En esta clasificación podemos incluir a los títulos públicos – cuando son emitidos por organismos del estado nacional, provincial o municipal-, y a los títulos privados de deuda como las Obligaciones Negociables, Valores Fiduciarios de Deuda y Cuotapartes de renta de Fondos Comunes de Inversión – excluyendo las cuotas partes calificadas como títulos de participación.

Obligaciones Negociables.

Concepto de ON. Procedimientos de emisión autorizados.

Las Obligaciones Negociables son títulos de deuda privada que incorporan un derecho de crédito que posee su titular respecto de la empresa emisora. El inversor que adquiere este título se constituye como obligacionista o acreedor de la empresa con derecho a que le restituyan el capital más los intereses convenidos en un período de tiempo determinado.

Las ON pueden ser emitidas en forma individual o a través de un programa global. Este último consiste en un procedimiento de autorización que permite al emisor -bajo determinadas condiciones generales- solicitar una autorización marco por un monto determinado y por un plazo máximo de 5 años, para posteriormente, hacer emisiones en una o más series en el momento que lo desee dentro del lapso quinquenal

Quiénes emiten ON

Los emisores son aquéllos admitidos por el artículo 1° de la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576 (modif. por la Ley N° 23.962) (LON), es decir, las sociedades por acciones, las cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550.

Ese artículo señala también que se aplican las disposiciones de las leyes nombradas - en la forma que reglamente el PODER EJECUTIVO NACIONAL (PEN)- a las entidades del Estado nacional, de las provincias y de las municipalidades regidas por las Leyes N° 13.653 (t.o.), N° 19.550 (t.o. en 1984, arts. 308 a 314), N° 20.705 y por leyes convenios.

Por qué se emiten ON

Las ON constituyen un instrumento de financiamiento que al contar con autorización de oferta pública, supone una operación de ahorro público. El acceso a un amplio número de inversores obedece al carácter de oferta pública que tienen los títulos valores negociables en el mercado de capitales. La decisión de la

emisora de acudir al mercado de capitales para fondearse dependerá de cuál sea su estrategia. En este caso, generalmente está dada por el beneficio impositivo que este tipo de instrumentos puede tener respecto a otros o respecto al financiamiento con capital propio.

Cómo se valúan las ON

La valuación de las ON se realiza del mismo modo que cualquier otro instrumento financiero, aplicando desde el punto de vista contable los criterios de valuación establecidos por las Normas Profesionales Vigentes y las Normas de esta COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV): como deuda si se trata del emisor, o como acreedor de la emisora, si se trata de un inversor, y en este caso, aplicando el criterio de valuación según tenga intención de mantener el valor negociable hasta su vencimiento o en forma transitoria.

Cómo se establece el precio de colocación de las ON

El precio inicial de colocación de las ON puede ser determinado de diversas formas; y posteriormente se determinará en base a la oferta y demanda en el mercado donde se negocie.

Entre las diversas formas de colocación, las más comunes son:

- Precio fijo: El emisor fija según propio criterio un precio de colocación que puede ser a la par, sobre la par o bajo la par.
- Book Building: El precio de colocación se determina a partir de la formación de una curva en base a manifestaciones de interés recibidas

por los interesados, que permite establecer un precio de corte.

- Subasta holandesa: Sobre la base de las manifestaciones de interés de los inversores se adjudican las ON partiendo de la mejor oferta hacia la menor, hasta agotar el monto de la emisión.
- Otro: Puede ser alguna combinación de los anteriores u otro distinto elegido por el emisor.

Por otra parte, si el emisor decidiera colocar los títulos contratando a un colocador podría acordar con éste alguna de las tres modalidades de colocación vigentes. La selección de una modalidad u otra dependerá de diversos factores como ser las características de la emisión o el momento en que se decida efectuar la colocación:

- Colocación en firme El colocador adquiere la totalidad de la emisión y luego trata de recolocarla entre el público por su cuenta y riesgo. En este caso la emisora recibe la integridad del empréstito.
- Colocación Stand By El colocador se compromete a adquirir, también en firme, aquellos títulos que no fueron absorbidos por el público.
- Colocación al mejor esfuerzo El colocador se compromete a poner en ejecución su mejor actividad profesional para colocar la emisión, pero sin asumir un compromiso de resultado.

Cómo se calcula el rendimiento de las ON

La forma más común de expresar o determinar el rendimiento de los títulos valores negociables de deuda es calculando la tasa interna de retorno (TIR). En términos generales se denomina tasa interna de retorno a la tasa de descuento que iguala la inversión inicial con el valor actual de los flujos futuros de fondos generados por el título. Al utilizar esta relación de igualdad se establece que el precio de mercado que se paga por el título es el valor actual de sus flujos futuros descontados.

Relación entre las tasas de interés y el precio de colocación de las ON

El inversor (u “obligacionista”) que adquiere las ON puede decidir dos cosas: esperar el vencimiento de las ON para cobrar el capital con más sus intereses o “hacer líquida” su inversión vendiéndolas en el mercado secundario.

En el momento de la emisión de las ON se establece una tasa de interés denominada “tasa cupón” y que se calcula sobre el valor nominal del título –VN-. El importe resultante de multiplicar el VN por dicha tasa corresponderá al pago de los servicios de interés. Aunque los precios del título fluctúen, el interés que se cobra en las fechas de pago será el establecido en los términos y condiciones de emisión.

En el momento de la colocación, el precio de mercado (Pm) de la ON puede resultar por debajo o por encima de su valor nominal (VN) o a la par de este. El precio dependerá de cuál sea la TIR que los inversores le demanden al título. Si consideramos que la TIR comprende el

“descuento de emisión” y la “tasa cupón”, a partir de las distintas relaciones podemos concluir lo siguiente:

Si la TIR es mayor a la Tasa Cupón, entonces $P_m < V_N$ (colocación bajo la par)

Si la TIR es menor a la Tasa Cupón entonces $P_m > V_N$ (colocación sobre la par)

Si la TIR es igual a la Tasa Cupón, entonces $P_m = V_N$ (colocación a la par)

Tipos de On. Derechos del Inversor.

Tipos de ON y Garantías de la emisión

1. Obligaciones Negociables Simples: Son aquellas que representan un pasivo para la emisora y para el inversor un derecho de cobro de capital e interés. El tenedor de las ON simples se constituye acreedor del emisor.

2. Obligaciones Negociables Convertibles: Son aquellas que representan un derecho de cobro para el inversor obligacionista. Pero a diferencia de las ON simples, las ON convertibles otorgan la opción de cancelar por anticipado la relación crediticia mediante la compra de acciones de la emisora al precio que se haya determinado en la suscripción de la ON. Mediante estos títulos el inversor tiene la opción de cambiar su posición de acreedor a la de accionista de la emisora. Las sociedades por acciones son las únicas autorizadas a emitir ON convertibles.

ON con garantía común: El patrimonio del emisor garantiza la emisión. La situación del inversor frente al resto de los acreedores comunes o quirografarios, no cuenta con privilegios para el cobro

ON con garantía especial: Determinados bienes se afectan como garantía de la emisión, por ejemplo un inmueble.

ON con garantía flotante: El asiento de la garantía –conf. Artículo 327 de la Ley de Sociedades Comerciales 19.550- se encuentra representado por todos los derechos, bienes muebles o inmuebles, presentes y futuros o una parte de ellos, de la sociedad emisora.

ON con otras garantías: Prenda con registro, prenda común, cesión fiduciaria de créditos, aval o fianza personal.

Por otra parte, y de acuerdo con la práctica las ON pueden clasificarse:

Principales y Subordinadas, (cfr. Art. 3876 C.Civil) según los derechos de los obligacionistas deban o no postergarse “hasta el pago total o parcial de otras deudas presentes o futuras del deudor”.

Derechos del inversor de ON

Los derechos del obligacionista están principalmente expresados en el prospecto de emisión, que en el caso de las emisiones que cuentan con autorización de oferta pública, son publicados en el sitio web de esta CNV (Información Financiera – Emisoras). También son descriptos en la LON, el Decreto reglamentario N° 156/89, la Ley de Oferta Pública de Valores N° 17.811, el Decreto de Transparencia y Mejores prácticas para el Mercado de Capitales N° 677/01 (Dto. N° 677/01) y en las Normas de la CNV.

Entre los derechos que la LON les otorga a los inversores, se destacan los siguientes:

- Beneficios impositivos: De acuerdo con el régimen establecido en los artículos 35 a 38 de la LON -se recomienda igualmente la consulta de las disposiciones complementarias dictadas por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)- y la lectura de la parte pertinente del prospecto sobre este tema.
- Acción Ejecutiva: Los valores representativos de las ON, de acuerdo con lo establecido por el artículo 29 de la LON, otorgan acción ejecutiva a sus tenedores para reclamar el capital, actualizaciones e intereses y para ejecutar las garantías otorgadas. De acuerdo con el artículo 4° del Anexo aprobado por Dto. N° 677/01, se podrán expedir comprobantes del saldo de cuenta a efectos de legitimar al titular para reclamar judicialmente, o ante jurisdicción arbitral en su caso, incluso mediante acción ejecutiva si correspondiere, presentar solicitudes de verificación de crédito o participar en procesos universales para lo que será suficiente título dicho comprobante, sin necesidad de autenticación u otro requisito.
- Representación de los obligacionistas: De acuerdo con el artículo 13 de la LON la emisora puede celebrar con una institución financiera o firma intermediaria en la oferta pública de valores mobiliarios un convenio por el que esta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación total.
- Los tenedores ON convertibles tienen los derechos previstos en los artículos 17 a 27 de la LON.

Existen algunos supuestos especiales de emisión de ON, como por ejemplo, cuando ella está destinada a canjear otras deudas, que pueden o no ser otras ON emitidas con anterioridad y en este caso, haber sido colocadas por oferta pública o privada. Esta distinción es importante, toda vez que únicamente si el canje se ofrece como permuta de otras ON emitidas anteriormente por la emisora y colocadas por oferta pública tendrá beneficios impositivos; de lo contrario, estos beneficios, de acuerdo al criterio fijado en la Resolución General N° 470 no serán aplicables.

Qué tiene que tener en cuenta el inversor al invertir en ON

Antes de invertir lo primero que tiene que tener en cuenta son las condiciones de emisión manifiestas en el prospecto de emisión: los derechos, compromisos, y riesgos que asume el inversor al invertir en determinado valor negociable. El prospecto, de acuerdo con lo establecido en las Normas de la CNV, es el instrumento básico a través del cual se realiza la oferta, por lo que es inexcusable su atenta lectura.

Dentro de los riesgos que asume el inversor se encuentra uno de los más importantes, el que denominamos “riesgo de crédito”. Representa la probabilidad que la emisora incumpla con sus obligaciones. Asimismo se deberá tener en consideración si los valores negociables cuentan con garantía o no, verificar si fueron objeto de calificación de riesgo, observar si cuentan con un fiduciario designado que se encargue de la defensa de los intereses colectivos de los obligacionistas, prestar atención a eventuales

riesgos de moneda, situación general del país.

Por otra parte, el inversor deberá atender el resto de las condiciones de emisión, dispensas, indemnidades, excepciones que son fijadas en el prospecto, o en los contratos relacionados.

Dónde puede informarse el inversor

Si tiene dudas sobre determinado valor negociable se recomienda consultar en primer lugar las publicaciones existentes a través del sitio web de esta CNV o el de las entidades autorreguladas donde puedan cotizar éstos, principalmente a través del respectivo prospecto de emisión, o requerir información a la emisora y/o a los agentes intervinientes en la operación concreta, y, contratos relacionados con la emisión. En caso de no haber recibido la atención requerida los interesados pueden dirigirse a esta CNV en forma personal, concurrendo a su asiento en la calle 25 de Mayo 175 de la Ciudad Autónoma de BAS, de lunes a viernes de 10.00 a 15.00 horas. Telefónicamente llamando a los números 4329-4796 (Mesa de Entradas) y 4329-4771 (Gerencia de Emisoras) o por e-mail a la dirección

cnvdenuncias@cnv.gov.ar

Preguntas Frecuentes

¿Qué diferencia existe entre un Título de deuda y una ON?

El título de deuda es un concepto genérico y la ON, una de sus posibles especies.

¿Cuáles son los costos en los que debe incurrir un inversor al adquirir ON?

Debe considerar especialmente los costos que se informen en el prospecto, que podrían o no estar a cargo del inversor. Generalmente, pero no necesariamente, todos los costos vinculados a la emisión son asumidos por las propias emisoras. También deberá tener en cuenta aquellos supuestos en el que la emisora deba actuar como agente de retención de impuestos, o asumir determinados costos relacionados con indemnidades al fiduciario, agente de registro, etc., por lo que se sugiere prestar atención a la información que se publique en los prospectos y contratos relacionados.

¿Qué ventajas tiene acceder al mercado de capitales a través de una emisión de ON u otros valores de deuda bajo el régimen de oferta pública?

Las ventajas de emitir título de deuda bajo el régimen de oferta pública para las emisoras son fundamentalmente positivas y el ahorro de los costos de acceso a la información en virtud de la transparencia pública que rige en el mercado. Por su parte, los inversores acceden a instrumentos emitidos por emisoras supervisadas por una autoridad de contralor, sometidas a una serie de recaudos normativos y reglamentarios, que protegen a los tenedores de estos valores, particularmente, a los consumidores financieros.

¿Cuál es la relación que existe entre Riesgo y Rendimiento de una inversión y cómo afecta al precio de los activos?

El precio del bono -al igual que el resto de los precios de los activos financieros- está expuesto a experimentar variaciones y ello responde a que el precio de los activos es determinado por las fuerzas del mercado. De ello se desprende entonces que la TIR es una tasa de mercado y por ello está sujeta a variaciones.

La relación entre Precio y TIR es inversa como veremos. Un aumento del precio del título supone una TIR menor y una disminución de aquel se asociará a una TIR mayor. Esto es así porque existe una relación directa y positiva entre el riesgo que conlleva el título y el rendimiento requerido. A mayor riesgo, mayor será el rendimiento pedido por los inversores sobre el activo y en consecuencia menor será su precio de mercado. El inversor que percibe un mayor riesgo respecto del título que analiza pedirá un rendimiento mayor, y éste último se traducirá en una mayor tasa de descuento que hará que el precio del título baje.

Por último cabe señalar que la TIR de los bonos generalmente expresa tasas nominales y no reales. Por lo tanto habrá que considerar la inflación a la hora de determinar el rendimiento real de la inversión: $(1 + \text{TIR nominal}) / (1 + \text{Inflación}) = 1 + \text{TIR real}$

Glosario

Activo financiero de renta fija: Representa para su titular un derecho a percibir en el futuro un flujo de fondos cierto y a una fecha preestablecida.

Activo financiero de renta variable: Representa para su titular un derecho a participar en los resultados del negocio de la emisora. No tienen vencimiento y los flujos futuros de fondos son inciertos.

Amortización: Es el pago de capital que se va produciendo en la vida del título de deuda. Un título que repaga todo su capital al vencimiento tiene mayor volatilidad que otro que repaga el capital en cuotas.

Autorización de Oferta Pública: Autorización otorgada por la Comisión Nacional de Valores a los valores negociables cuyos emisores han cumplido con los requisitos establecidos en materia de información.

Capacidad crediticia: Es la probabilidad de que la organización emisora pueda repagar la deuda en las condiciones acordadas.

Condiciones de emisión del título de deuda: Establecen las pautas básicas y las reglas entre el emisor y el inversor, así como las eventuales responsabilidades de las partes intervinientes, los derechos y obligaciones de cada una de las partes, los procedimientos para cualquier tipo de reclamo, funcionamiento de asambleas, etc. Por lo tanto se deberá prestar atención a esto. Generalmente, estas condiciones de emisión se encuentran escritas en las láminas emitidas y en los prospectos de emisión, y muchas veces

remiten a contratos especiales, que deben también tenerse en cuenta.

Emisoras de ON: Sociedades por acciones, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales

Entidad autorregulada: bolsas de comercio autorizadas a cotizar valores negociables y a los mercados de valores adheridos a ellas en los términos de la Ley N° 17.811 y sus modificaciones, los mercados a término, de futuros y opciones y demás entidades no bursátiles autorizadas a funcionar como autorreguladas por esta CNV.

Fiduciario: Este llamado fiduciario –sin confundirse con el instituto de la Ley 24.441- actúa en los términos del artículo 13 de la LON. Es el representante de los obligacionistas que tiene a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los tenedores durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación final.

Garantías especiales: Un título de deuda que tiene alguna garantía especial de repago cotiza a un precio mayor que uno similar con garantía común. Asimismo, el interés que paga seguramente será menor en el caso de aquél que cuente con garantía especial respecto de aquél que cuente con garantía común, situación que puede ser más o menos conveniente según se trate del emisor o del inversor.

Mercado Primario: En este mercado las entidades emisoras colocan valores nego-

ciables por primera vez para financiar sus actividades.

Mercado Secundario: es aquel en donde el inversor puede vender a otros inversores sus tenencias de valores negociables. Un mercado secundario otorga liquidez a un valor negociable en la medida de la existencia de demanda de dichos títulos.

Prospecto: Es el documento básico de información que presenta y debe difundir la emisora a través del cual se realiza la “oferta pública de los valores negociables”. Su redacción debe ser de fácil lectura y lenguaje comprensible para la generalidad de los lectores.

Tasa Interna de Retorno: Tasa de rentabilidad interna del flujo de fondos que supone la reinversión de los ingresos en un título similar. Es la tasa a la cual el valor actual de los flujos de fondos es nulo.

Valor Nominal: Denominado valor facial del título. Corresponde el monto total de la emisión y sobre el cual se calculará el pago de cupones.

Vencimiento: Es el período de tiempo hasta que el capital de un título de deuda puede ser repagado:

- Corto plazo: Menos de un año.
- Largo plazo: Cinco años o más.
- Mediano plazo: Entre uno y cinco años.

Volatilidad: Grado de dispersión de una variable aleatoria respecto de su valor medio. En el ámbito bursátil, la volatilidad de un título medida a través del coeficiente beta, representa la variabilidad que este tiene en sus rendimientos respecto del rendimiento de mercado.

Sitio Web de Interés

<http://www.cnv.gov.ar> , en particular las secciones “Marco Normativo”, donde puede acceder al texto actualizado de la LON y normas reglamentarias concordantes, e “Información Financiera – Emisoras”, donde podrá acceder a las emisiones efectuadas por las sociedades en el régimen de oferta pública, sus prospectos de emisión y demás comunicaciones y documentación remitida por estas.



- Los mercados de capitales ponen al alcance de los inversores una gran variedad de instrumentos financieros. Todos los instrumentos financieros implican una rentabilidad y un riesgo.
- La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES no puede realizar recomendaciones de inversión. Cada inversor debe evaluar la relación riesgo-rentabilidad de su cartera en función de sus necesidades y disponibilidades financieras.
- Dónde puede informarse el inversor: principalmente a través de la emisora, en su caso, y/o de los agentes o entidades intervinientes en la operación, consultando el prospecto de emisión del valor negociable, en el sitio web de esta CNV o en el de los Mercados donde puedan cotizar éstos. Finalmente, en caso de no haber evacuado su consulta, a la CNV, al 4329-4600 y líneas rotativas o personalmente en su sede de la Calle 25 de Mayo 175 (1002) Capital Federal – República Argentina, de lunes a viernes de 10.00 a 15.00 horas.