

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

**CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN
ADMINISTRACIÓN DE ORGANIZACIONES
FINANCIERAS**

**PROYECTO
TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN**

Análisis del Mercado de Capitales
Obligaciones Negociables

AUTOR: VANINA SILVIA GUEDE

TUTOR: MARCELO BASTANTE

NOVIEMBRE DE 2023

INDICE

Resumen Ejecutivo	3
Introducción	3
Objetivo.....	3
Fundamentación	4
Marco Teórico.....	5
Diseño de Investigación.....	7
Investigación	8
Fuentes de Financiamiento	13
Análisis de las Obligaciones Negociables... ..	16
Las ON en el Mercado de Capitales Argentino	27
Conclusión:	30

Resumen Ejecutivo:

Durante el presente trabajo, intentaré analizar la problemática a la cual se enfrentan las diversas organizaciones argentinas para poder acceder al Mercado de Capitales y lograr financiarse a partir de la generación de deuda, mediante “Obligaciones Negociables”. Se presenta la situación actual que atraviesan las emisiones de las principales empresas del mercado argentino y la relación existente entre las tasas de financiamiento vigentes. Finalmente, analizaré el impacto de la nueva normativa vigente y los pasos que deberíamos transitar para poder hacer del Mercado de Capitales Argentino, un lugar confiable y accesible.

Introducción:

El Mercado de Capitales, es de gran importancia para el desarrollo económico de un país, ya que constituyen una fuente de financiamiento a la cual pueden acudir entes tanto del sector público, como del sector privado, con el fin de obtener recursos para la realización de nuevos proyectos, reestructurar sus pasivos y hacerse más eficaces y competitivos. El Mercado de Capitales facilita el traslado de recursos desde sectores no tan productivos y que poseen un exceso de liquidez, hacia otros que sí lo son y que necesitan mayor liquidez. Se analizará la problemática a la que se enfrentan las organizaciones argentinas para convertirse en participantes activas de dicho ámbito.

Objetivo:

Durante el presente trabajo realizaré una investigación, con carácter integrador y desarrollado a través del marco regulatorio de referencia, de la problemática del acceso de las organizaciones al Mercado de Capitales Argentino y de la viabilidad para que las mismas logren financiarse con la generación de deuda a partir de Obligaciones Negociables (en adelante “ON”).

La problemática planteada, implicará el desarrollo de los siguientes objetivos específicos:

- 1) analizar cómo las ON constituyen una fuente de generación de fondos para el financiamiento para las organizaciones, entre las herramientas de generación de fondos existentes.
- 2) relevar los requisitos, pasos a seguir y la información adicional que deben cumplir y presentar ante los Organismos de control, las organizaciones que emitan ON.
- 3) analizar la estructura de costos de estos instrumentos de financiación.
- 4) investigar el comportamiento de las ON en el Mercado de Capitales Argentino.
- 5) realizar una simulación sobre una cartera digital ficticia.

Fundamentación:

Me genera gran interés el poco desarrollo del mercado de capitales argentino y sobre todo el escaso acceso que poseen las organizaciones al mismo, poniendo el principal foco en las Obligaciones Negociables, instrumento financiero que considero que cambió la forma de financiación y su importancia en la generación de liquidez para las organizaciones en el actual modelo de negocio.

Entiendo este análisis como una excelente oportunidad para profundizar mis conocimientos acerca del funcionamiento del mercado de capitales.

Marco Teórico:

Esta investigación se centra en el Mercado de Capitales y sobre el funcionamiento del mismo se ha escrito Erpen, M., (2010), Mercado de Capitales: Manual para no especialista, adicionalmente se toma el concepto aplicado por el economista Mankiw, G., (2006), Principios de Economía, que establece que un mercado es “un grupo de compradores y vendedores de un determinado bien o servicio. Los compradores determinan conjuntamente la demanda del producto, y los vendedores, la oferta”. El uso de este concepto operativo aplicado al mercado de valores, implica que este es el lugar donde se pueden comprar y vender acciones, participaciones de las empresas, y otros instrumentos financieros negociables, que pueden reflejar cantidades de un bien específico o simplemente obligaciones contraídas a pagar en una fecha determinada.

Durante el trabajo se analizará la problemática del acceso de las organizaciones al Mercado de Capitales y la viabilidad que existe, para que las mismas logren financiarse con la generación de deuda a partir de la emisión de Obligaciones Negociables, en la República Argentina. En este sentido, es necesario esclarecer algunos conceptos.

En primer lugar, el abordaje requiere un análisis del marco regulatorio de referencia, que incluye:

- la Normativa emitida por la Comisión Nacional de Valores (en adelante “CNV”) que es el organismo que se encarga de la promoción, supervisión y el control de los mercados de capitales, con jurisdicción en toda la República Argentina;
- la Ley 23.576 “Ley de Obligaciones Negociables” (sancionada el 29/06/1988), que establece que las organizaciones (sociedades por acciones, las cooperativas y las asociaciones civiles) podrán contraer empréstitos mediante su emisión y las Normas para su aplicación;
- la Ley 26.831 “Ley de Mercado de Capitales” (sancionada el 29/11/2012), que tiene por objetivo, como establece el Dr. Héctor Helman (2013), “impulsar un cambio cultural en el ahorro y la inversión; fortalecer la protección al inversor minorista, e

Impulsar un mercado de capitales federal e inclusivo.” La presente ley deroga las disposiciones de la Ley de Oferta Pública N° 17.811.

Con la finalidad de reconocer las principales especies cotizadas en el país, tomaré como guía la clasificación propuesta por el Mercado Abierto Electrónico (MAE), que constituye un mercado en el que se opera con valores, fuera de un recinto bursátil, por medio de un sistema electrónico. De este modo, los principales productos que se negocian son:

- Bonos Provinciales y Municipales.
- Certificados de participación en fideicomisos financieros y fondos cerrados de inversión.
- Letras y Notas del BCRA (LEBACs y NOBACs).
- Moneda Extranjera.
- Moneda Nacional bajo las características de negociaciones “Call Money”.
- Operaciones Compensadas a Terminio (OCT) de moneda extranjera y tasa de interés.
- PASES (Repos) con títulos públicos nacionales, LEBACs y NOBACs.
- Títulos Públicos Nacionales.
- Títulos Privados de renta fija y variable (como Obligaciones Negociables, Acciones, y otros).
- Swaps de Índice de tasas de interés.

Utilizando el mismo enfoque también analizaré los elementos básicos de la operatoria bursátil, el manejo de la información disponible y algunas herramientas que considero importantes para el trading a la luz de estrategias comprobables, conforme establece Romero Maidana, A., (2012), Aprenda y gane dinero en la bolsa argentina: estrategias comprobables, Buenos Aires, Argentina, Dunken. Para el análisis de los precios, valores presentes, cálculo de las Tasas Internas de Retorno (en adelante “TIR).

Diseño de investigación:

El tipo de investigación a desarrollar será de estudios explicativos, intentando determinar las causas, los efectos y los factores que intervienen en la problemática existente para el acceso de las organizaciones al Mercado de Capitales Argentino.

Indagaré la viabilidad para que las mismas logren financiarse con la generación de deuda a partir de ON, analizando el rol que pueden jugar en el tema los agentes de contralor y la normativa vigente.

Se llevará a cabo, en el presente trabajo, un diseño transversal con estudios correlacionales para poder investigar las variables en un momento dado del tiempo y adicionalmente, se analizarán longitudinalmente ciertos factores, como ser la cantidad de empresas cotizantes en el mercado, volúmenes negociados, entre otros, para poder verificar los cambios que se producen a través del tiempo.

Asimismo, se desarrollará una simulación sobre una cartera digital ficticia de \$1.000.000.- para poder interiorizarse en la dinámica del Mercado de Capitales Argentino, utilizando el punto de vista como inversor.

Investigación:

Marco normativo general:

La Ley 26.831 de Mercado de Capitales, sancionada en el mes de Noviembre de 2012 y promulgada el 27 de Diciembre de 2012, la misma contempla una reforma integral del régimen de oferta pública instituido por la Ley N° 17.811 en el año 1968, que establece el marco normativo vertebral que es de aplicación a los sujetos y valores negociables comprendidos dentro del mercado de capitales argentinos, sujeto a la reglamentación y control de la CNV. Adicionalmente, en su Título I, establece las normas de organización y funcionamiento de la CNV que será la autoridad de aplicación y contralor de dicha ley.

La CNV actúa como contralor de los Intermediarios de los Mercados de Capitales, en el cumplimiento de su actividad, entre algunas de sus funciones, se ocupa del:

- *Monitoreo de los Mercados* → a través del área de monitoreo de mercados CNV controla, analiza e inicia gestiones de investigación sobre la negociación secundaria de valores negociables en los mercados autorizados que son: ByMA, MAE (Mercado Abierto Electrónico), MATBA Rofex y Mercado Argentino de Valores (MAV – Bolsa de Comercio de Rosario) con el objetivo de velar por la transparencia en las negociaciones, buscando así detectar toda conducta que atente contra la misma, como ser, negociaciones con uso de información privilegiada o manipulación y fraude en el mercado.
- Asimismo, y en orden a la *Transparencia del Mercado* dispone:
 - Deber de guardar reserva: dirigido a personas que en razón de su cargo u ocupación tengan acceso a información privilegiada acerca de algún hecho aún no divulgado públicamente y que, por su importancia, sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables. Los mismos, deberán guardar estricta reserva y abstenerse de negociar hasta tanto dicha información tenga carácter público.

- Deber de informar: indica que los administradores y miembros de los órganos de fiscalización de las emisoras deben poner en conocimiento del público en forma inmediata, a través de la CNV, todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de los valores negociables de la emisora o el curso de su negociación.
- Deber de lealtad: aplicable a los intermediarios en la oferta pública, determinando que deben observar una conducta ejemplar actuando en todo momento en forma leal y diligente con sus clientes y demás participantes del mercado, evitando en todos los casos el conflicto de intereses entre sus negociaciones y las de sus clientes; prácticas que puedan inducir a engaño o de alguna manera viciar el consentimiento de sus contrapartes o cualquier otro participante del mercado.
- Manipulación de Mercado: prohíbe prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de valores negociables; por ejemplo: registrar operaciones con el objeto de crear apariencia falsa de la existencia de oferta y demanda o sin intención de liquidarlas, emitir declaraciones falsas con conocimiento de su carácter falso o engañoso, entre otras.

La Ley, en general, establece principios y definiciones que tienen como principal objetivo el de promover la participación de pequeños inversores, pequeñas y medianas empresas, organizaciones y de todas las instituciones de ahorro público; fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos; tender a la creación de un mercado de capitales integrado de manera federal; y fomentar la simplificación de la negociación para los usuarios y así lograr una mayor liquidez y competitividad con el fin de obtener las condiciones más favorables al momento de concretar las operaciones.

Entre los puntos incluidos en esta ley podemos destacar, la eliminación de la obligatoriedad de reunir la calidad de accionista para que un Agente intermediario pueda operar en un mercado, permitiendo de esta manera el ingreso de otros participantes, y delegando en la CNV la autorización, registro y regulación de diferentes categorías de agentes, que establece en el Título II con sus los requisitos, deberes, atribuciones y funciones de los sujetos alcanzados: Mercados, Agentes de Liquidación y Compensación.

El 1 de agosto de 2013, se publicó en el boletín oficial el Decreto N° 1023/2013, que reglamentó de manera parcial la Ley N°26.831 de Mercado de Capitales y con fecha 9 de septiembre de 2013, se publicó en el Boletín Oficial la Resolución General N°622 de la CNV, aprobando la respectiva reglamentación, que implementa, entre otras cosas, un registro de agentes intervinientes en el mercado de capitales, esto implica que para participar en cada una de las actividades reglamentadas por esa resolución se requiere estar inscripto en dicho registro como agente al 31 de diciembre de 2014, con la correspondiente modificación del estatuto de la organización a fin de exponer en el objeto social de la misma dicha/s inscripción/es.

Esta reglamentación ejecutiva estableció como requisito general, que las personas jurídicas, los mercados y los agentes, deben acreditar su constitución dentro de la República Argentina, delegando a la CNV la determinación de los requisitos específicos que deberá cumplir cada uno de los interesados de acuerdo con su categoría, las cuales quedan determinadas en la reglamentación de la misma, a saber:

- Agente de Negociación (“AN”)
- Agente de Liquidación y Compensación (“ALyC”)
- Agentes Productores (“AP”)
- Agente Asesor de Mercado de Capitales (“AA”)
- Agentes de Corretaje de Valores Negociables (“ACVN”)

- Agentes de Depósito Colectivo (“AC”)
- Agentes de Custodia, Registro y Pago (“ACRyP”)

En el Capítulo IV de la reglamentación de la CNV, se establecen las disposiciones generales para la colocación primaria de valores negociables. Como regla general, el proceso de colocación primaria de valores negociables en los términos de los artículos 2° y 83 de la Ley N° 26.831, deberá efectuarse mediante subasta o licitación pública llevada a cabo a través de sistemas informáticos presentados por los Mercados autorizados por la CNV. Sólo los agentes registrados en la CNV a estos efectos podrán celebrar con el emisor de valores negociables un contrato de suscripción previa a la negociación primaria (underwriting).

Las emisiones de valores negociables deberán prever un monto mínimo de suscripción que no deberá superar los pesos cien mil (\$100.000.-) o su equivalente en otras monedas, salvo que sea de aplicación el régimen previsto por el BCRA (Com. A N° 3046, modificatorias y complementarias).

En el artículo 4° quedan establecidas las pautas mínimas que se deberán cumplir en la colocación primaria, entre ellas, deberán efectuarse por medio de la Autopista de Información Financiera, por medio de la Página Web Institucional de los Mercados en funcionamiento y de la Página Web Institucional del emisor, la publicación del Prospecto en su versión definitiva, y toda otra documentación complementaria exigida por las Normas para el tipo de valor negociable que se trate, por un plazo mínimo de cuatro (4) días hábiles con anterioridad a la fecha de inicio de la subasta o licitación pública, informando como mínimo: tipo de instrumento, monto o cantidad ofertada, unidad mínima de negociación del instrumento, precio y múltiplos, moneda de denominación, tasa de interés u otra remuneración y múltiplos, plazo o vencimiento, amortización (pago en cuotas o íntegramente al vencimiento “bullet”), forma de negociación, comisión de negociación primaria, entre otra información respecto a la subasta o licitación: detalle de las fechas y horarios, límite de recepción de ofertas, etc.

Se podrán celebrar reuniones informativas acerca de la emisora y los valores negociables respecto de los cuales se ha presentado la respectiva solicitud de oferta pública ante la CNV.

En relación a la negociación secundaria, el Capítulo V de la reglamentación de la CNV, establece como regla general, que todas las operaciones se realizarán a través de los Sistemas Informáticos de Negociación autorizados por la CNV, bajo segmentos que aseguren la prioridad precio tiempo y por interferencia de ofertas, y serán garantizadas por el Mercado y por la Cámara Compensadora en su caso. También existen segmentos que realizan negociación bilateral no garantizada de valores negociables, esto sucede para aquellas obligaciones negociables para las cuales no existe un mercado secundario, y las escasas operaciones que se realizan en algunos casos se realizar a través de SENEBI (Segmento de Negociación bilateral no garantizado).

Todas las órdenes que se ejecuten por medio de los Sistemas Informáticos de Negociación bajo segmentos que aseguren la prioridad precio tiempo, sean para clientes o para la cartera propia del agente, deberán ser ingresadas a través de un sistema computarizado de registro central de órdenes implementado por los Mercados. Toda modificación a una orden ingresada dará lugar a la baja de la orden original y a la generación de una nueva orden.

El sistema computarizado de registro central de órdenes que implementen los Mercados deberá garantizar la inalterabilidad de las órdenes ingresadas, y de él deberán surgir -por agente de negociación- en forma inmediata y adecuada un identificador único, la oportunidad -día, hora, minutos y segundos-, modalidad, especie o instrumento, cantidad, precio en su caso, individualización del cliente, su número de C.U.I.T./C.U.I.L., y toda otra circunstancia relacionada con la orden que resulte necesaria para su identificación y seguimiento. Asimismo, respecto del resguardo y conservación de los archivos diarios, los agentes de negociación deberán informar al Mercado la modalidad y condiciones de archivo o back up a adoptarse.

Las comisiones y otros costos de intermediación correspondientes a las operaciones realizadas a través de los Sistemas Informáticos de Negociación, deberán ser explícitas en la documentación que extiendan los agentes.

Fuentes de Financiamiento:

Dentro de toda organización, una de las funciones principales del área de Finanzas es la de buscar financiamiento, ésta búsqueda se da principalmente por dos cuestiones:

1. cuando la organización tiene falta de liquidez para hacer frente a las operaciones diarias, por ejemplo, cuando se necesita pagar deudas u obligaciones, comprar insumos, mantener el inventario, pagar sueldos, pagar el alquiler del local, etc, o bien si en ciertos momentos el Mercado ofrece condiciones que favorezcan a mejorar su posición frente a las deudas ya sea extendiendo plazos o bien reduciendo las tasas de interés.
2. cuando la empresa quiere crecer o expandirse y no cuenta con el capital propio suficiente para hacer frente a la inversión, por ejemplo, cuando se quiere adquirir nueva maquinaria, contar con más equipos, obtener mayor cantidad de mercadería o materia prima que permita aumentar el volumen de producción, incursionar en nuevos mercados, desarrollar o lanzar un nuevo producto, ampliar el local, abrir nuevas sucursales, etc.

Las fuentes de financiamiento las podemos clasificar en:

- Internas: son aquellas que se generan dentro de la misma organización como resultado de sus operaciones, entre éstas podemos distinguir: aportes de los socios, utilidades retenidas (no distribuidas), venta de activos.

- Externas: son aquellas que se otorgan por medio de terceras personas y son de Deuda o de Capital. Entre éstas fuentes encontramos el préstamo bancario, la emisión de capital por medio de acciones y la emisión de deuda a través de títulos negociables.

En el caso que la organización decida obtener recursos mediante la toma de deuda bancaria puede obtener financiamiento mediante préstamos bilaterales con una única institución financiera o financiamiento de un grupo de bancos en lo que se denomina préstamos sindicados.

Otra opción de obtener financiamiento, es la de recurrir al Mercado de Capitales en donde la compañía obtiene fondos mediante la emisión de acciones o mediante la toma de deuda, esta decisión conlleva ciertas ventajas y desventajas:

- en el caso de emisión de Acciones, para lo cual la Sociedad deberá adoptarse a “buenas prácticas” de gobierno corporativo y cumplir con los regímenes informativos establecidos por la CNV y por los mercados en los cuales cotice, entre las ventajas podemos nombrar la diversificación del riesgo entre varios accionistas; la posibilidad de pago de dividendos de acuerdo al comportamiento financiero de la compañía; y la separación entre el management y el accionista. Mientras que por el contrario no se pueden realizar deducciones impositivas por los pagos de dividendos e implica también, un mayor costo de estructura administrativa.
- en el caso de emisión de deuda, emisión de cheques de pago diferido, avalados por sociedades de garantía recíproca, la principal ventaja radica en el hecho de que no se otorga la propiedad sobre la participación de beneficios futuros de la compañía, y existen ahorros impositivos (las emisoras listadas tienen una exención del impuesto al valor agregado sobre la totalidad de las prestaciones relativas a la emisión, suscripción y colocación del título), mientras que por el contrario, la existencia de cláusulas contractuales pueden reducir la flexibilidad para la toma de decisiones y el exceso de deuda, puede provocar situaciones de

estrés financiero en el caso de que se produzcan recesiones. Los cheques son negociados en el Mercado de Valores, y en este caso la sociedad no tiene la necesidad de ingresar al régimen de oferta pública. Podemos decir que, el cheque de pago diferido emitido por la propia empresa pasa a ser un valor negociable en el mercado, sin necesidad que la empresa ingrese al régimen de oferta pública reduciendo así los costos administrativos. Dicha alternativa será posible para montos menores que una obligación negociable, y los plazos por ley de cheques no pueden superar los 365 días

Entre las ventajas de financiarse en los Mercados de Capitales podemos mencionar:

- ✓ La emisora puede diseñar la financiación de acuerdo a sus necesidades particulares.
- ✓ Financiación a plazos superiores que otros instrumentos que se encuentran en el Mercado.
- ✓ El riesgo de la emisión se diversifica entre un grupo de inversores, con lo cual las tasas de interés tienden a ser inferiores que, en préstamos bancarios, esto ocurre siempre y cuando se opere en un contexto de cierta estabilidad en donde las condiciones del Mercado operen dentro de condiciones relativamente “normales”.
- ✓ En caso de las empresas existe la posibilidad de convertir las obligaciones en acciones lo que evita que la emisora realice desembolsos de capital para cancelar sus deudas.

Análisis de las Obligaciones Negociables:

Profundizando en las fuentes de generación de fondos externas, nos encontramos con las Obligaciones Negociables, que como establece la Ley 23.576 que regula éstos instrumentos, “las sociedades por acciones, las cooperativas y las 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 19.550 de Sociedades Comerciales, pueden contraer empréstitos mediante la emisión de obligaciones negociables”, esto instrumentos, son títulos de deuda privada que incorporan un derecho de crédito que posee su titular respecto de la empresa emisora, pagan intereses periódicamente y tienen un plazo de vencimiento.

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 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.

La Ley permite que se emitan diversas clases de ON con derechos diferentes, pero dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos. Adicionalmente, la emisión puede dividirse en series, pero no pueden emitirse nuevas series de la misma clase mientras las anteriores no estén totalmente suscriptas.

Las ON para las emisoras, generalmente empresas y bancos, constituyen un Pasivo, y para el caso de que se trate de una sociedad por acción, las mismas pueden ser convertibles en acciones a opción del tenedor y conforme establece la Ley 23.576 en sus artículos 5° al 6° y del 11° al 27° (ver Ley 23.576 en Anexos) y siempre y cuando se encuentre detallado en las condiciones de emisión de dichas series de ON.

Las ON pueden emitirse, conforme establece el artículo 3° de la Ley 23.576, 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,
- Garantía Especial → determinados bienes se afectan como garantía de la emisión, por ejemplo un inmueble.
- Garantía Común → el patrimonio del emisor garantiza la emisión, pero como acreedor quirografario, sin privilegios para el cobro.

También existe la posibilidad de emitir ON Pymes, las que son emitidas por MIPyMEs que consiste en un régimen diferencial con orientación específica a las Pymes y que facilita y agiliza el acceso de estas al Mercado de Capitales.

En la actualidad existen dos modalidades simplificadas para que las MiPyMes emitan ON:

- Régimen ON PyME CNV, en donde el riesgo que le ofrece al inversor es el propio riesgo de la MiPyme.
- Régimen ON PyME CNV Garantizada, el riesgo que le ofrece al inversor es el de la entidad de garantía que responde por esta.

Pero “las emisoras no pueden recibir sus propias obligaciones en garantía” según el artículo 28°, sin embargo, puede pasar que las emisoras recompren parte de las ON emitidas por ellas mismas.

Por otra parte, y de acuerdo con la práctica las ON pueden clasificarse en: Principales y Subordinadas, (cfr. Art. 3876 Código Civil) según los derechos de los obligacionistas en

cuanto deban o no postergarse "hasta el pago total o parcial de otras deudas presentes o futuras del deudor".

En el momento de la emisión de las ON se establece una tasa de interés denominada "tasa cupón", que se calcula sobre el valor nominal del título (en adelante "VN"). El importe resultante de multiplicar el VN por dicha tasa corresponderá al pago de los servicios de interés. Es de mencionar, que 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.

El precio de las ON - al igual que el precio del resto de los activos financieros cotizantes - 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 TIR es la tasa de rendimiento de la inversión, y su valor depende de los flujos de fondos de la ON, es un valor inherente a las mismas.

La relación entre Precio y TIR es inversa, entonces podemos decir que un aumento del precio del título supondrá una TIR menor y una disminución del título 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. Entonces podemos afirmar que, 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 disminuya.

Dado que el inversor recuperará el total del capital aportado al vencimiento del bono (maturity) se dice que el instrumento es de renta fija, ya que no puede incurrir en una pérdida de capital como si puede ocurrir en los instrumentos de renta variable, como por ejemplo lo son las acciones.

En el momento de la colocación, el Precio de Mercado (en adelante “PM”) de la ON puede resultar por debajo, por encima de su VN o a la par de este. El precio dependerá de cuál sea la TIR que los inversores le demanden al título, en función al riesgo asociado. Si consideramos que la TIR comprende el “descuento de emisión” y la “tasa cupón”, a partir de las distintas relaciones podemos inferir lo siguiente:

- Si la TIR es $>$ a la “tasa cupón”, entonces $PM < VN$ (colocación bajo la par, su precio es menor a su valor según las condiciones de emisión)
- Si la TIR es $<$ a la “tasa cupón”, entonces, $PM > VN$ (colocación sobre la par, su precio es superior a su valor según las condiciones de emisión)
- Si la TIR es $=$ a la “tasa cupón”, entonces $PM = VN$ (colocación a la par, su precio es igual a su valor según las condiciones de emisión)

El mercado donde las entidades emisoras realizan una suscripción inicial, por ejemplo, una emisión de ON, se denomina “Mercado Primario”, mientras que el “Mercado Secundario”, es aquel en donde el inversor puede vender a otros inversores sus tenencias de valores negociables. Un mercado secundario desarrollado otorga liquidez a un valor negociable en la medida que garantiza la existencia de demanda de dichos títulos.

Cuando una organización decide emitir ON puede recurrir al mercado de oferta privada el cual no requiere autorización de ningún organismos de control y en general las colocaciones se realizan a inversores institucionales quienes tienen capacidad de análisis económico y financiero de la compañía ya que al no haber un mercado secundario de estos instrumentos por lo general los inversores los deben mantener hasta el final de la obligación, o bien recurrir al mercado de oferta pública, en donde la emisión se realiza sujeto a la aprobación de organismos de control y existe un mercado secundario de cotizaciones. Para las emisiones de valores negociables menores a un año “cortos”, los suscriptores iniciales muchas veces conservan los valores hasta el vencimiento, de esta forma no existe mercado secundario. Estos

casos ocurren principalmente en los fideicomisos o en las obligaciones negociables PYMES o dollar linked. Podemos decir, que, para estos casos, la oferta pública no garantiza la existencia de un mercado secundario.

Las ON para las emisoras, si bien constituyen un vehículo para hacerse de financiamiento proveniente del ahorro público, traen aparejados requerimientos de información, el cumplimiento de requisitos y el establecimiento de un cronograma para cumplir con los plazos establecidos, todo con su correspondiente correlato en los gastos de emisión.

En primera instancia, las organizaciones que decidan emitir ON, deben verificar si sus estatutos prevén esa situación, con excepción de las sociedades por acciones y cooperativas, sin perjuicio de las autorizaciones internas que se requieran para su aprobación según si el tipo de ON es, por ejemplo, convertible en acciones, conforme establece el artículo 9º de la Ley 23.576.

Las emisoras deberán elaborar el “Prospecto”, este es un documento legal que reúne todas las características e información relevante de los valores, con el fin de que el inversionista pueda formarse una opinión clara del instrumento, su redacción debe ser de fácil lectura y lenguaje comprensible para la generalidad de los lectores, constituye un requisito para obtener la autorización previa para realizar oferta pública de una emisión de valores (entre otras), y su difusión permitirá conocer:

- información sobre la emisión de los valores que se ofrecen,
- riesgos asociados,
- resultados de operación y financieros de la entidad emisora, e
- información sobre directores y personal gerencial.

Una vez aprobado el Prospecto por Asamblea Extraordinaria, Ordinaria, o por el Órgano de Administración (para asociaciones civiles), según corresponda, el mismo, será presentado ante la CNV para su consideración, quien establecerá su autorización, de corresponder, mediante una resolución, si cumple con las pautas para su confección establecidas en el Capítulo IX de la reglamentación. Adicionalmente, las emisoras deberán cumplir con el régimen de publicación a través de la Autopista Financiera, pudiendo las mismas realizar una versión resumida del prospecto, siempre y cuando el prospecto completo se encuentre a disposición de los inversores en la sede de la emisora, de los agentes colocadores y de distribución, o en todo otro lugar que la emisora indique

La CNV en el artículo 24 de la Sección IV de su reglamentación, establece la documentación que deberá ser acompañada al momento de presentar la solicitud de oferta pública, a saber:

- a) Copia del acta de la asamblea y, en su caso, copia del acta de la reunión del órgano de administración que resolvió la emisión.

- b) Prospecto confeccionado de acuerdo al Capítulo IX.

- c) UN (1) facsímil del título a emitir, en su caso.

- d) El documento que acredite la constitución de las garantías especiales de la emisión o los avales otorgados.

- e) Plan de afectación de los fondos provenientes de la colocación de la emisión.

- f) Convenio de colocación en firme, en su caso.

- g) Convenio con el fiduciario, en el caso del artículo 13 de la Ley N° 23.576.

- h) Acreditación, en su caso de corresponder, de la(s) calificación(es) de riesgo.

- i) Informe de contador público independiente en relación con lo dispuesto por el artículo 37 de la Ley N° 23.576.

Conforme establece el inciso e) “Plan de Afectación de Fondos”, las emisoras están obligadas a informar el destino de los fondos provenientes de la colocación de las ON (neto de los gastos relacionados con la emisión). Los principales destinos establecidos por las emisoras, en los Suplementos correspondientes, los constituyen el capital de trabajo, y la cancelación y/o refinanciación de pasivos. El cumplimiento del Plan de Afectación deberá ser informado a la CNV dentro de los diez (10) días hábiles de su aplicación.

Adicionalmente, las emisoras tienen que pedir autorización de cotización ante ByMA. Ésta realiza los estudios de práctica y eleva las actuaciones con un dictamen pre-calificatorio a la CNV para que se expida.

Finalmente, es necesario contar con una “calificación de riesgo”, esto implica evaluar la capacidad del emisor de realizar los pagos de renta y amortización de deuda, mediante las notas que le asignan los agentes de calificación de riesgo registrados ante la CNV a las emisiones de las sociedades.

Las ON, como instrumentos de financiación, traen aparejado una estructura de costos, en este sentido, a continuación, se detallan los principales gastos en que se incurre para la colocación y emisión de las ON:

- (i) honorarios de compañías calificadoras de riesgo;

- (ii) honorarios profesionales (auditores, abogados, etc.);
- (iii) honorarios de sociedades de garantía recíproca cuando las emisiones sean garantizadas por estas;
- (iv) gastos relacionados con la oferta pública, listados y depósitos de las ON;
- (v) otros gastos administrativos (certificaciones, publicaciones, etc.).

Dicha estructura de costos determina una nueva tasa efectiva, que contempla los gastos de otorgamiento. Ver ejemplo en el Caso de estudio de Banco Galicia S.A.

En el Capítulo I del Título IV de la reglamentación de CNV, se establece el Régimen Informativo periódico que deberán presentar las entidades que se encuentren en el régimen de oferta pública de sus valores negociables, y las que soliciten autorización para ingresar al mismo:

- a) Con periodicidad anual
 - I. Memoria del órgano de administración sobre la gestión del ejercicio, que deberá contener un informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario, su política ambiental o de sustentabilidad, incluyendo, si tuvieran, los principales indicadores de desempeño de la emisora en la materia, o, en caso de no contar con tales políticas o indicadores, proporcionar una explicación de por qué los administradores de la emisora consideran que no son pertinentes para su negocio.
 - II. Estados financieros, presentados según la Resolución Técnica N° 26 (modificada por la Resolución Técnica N° 29) de la FACPCE que adopta las Normas

Internacionales de Información Financiera, con excepción de las PyMES, Entidades Financieras, Compañías de Seguro, Asociaciones Civiles, Cooperativas, Fideicomisos Financieros, y Fondos Comunes de Inversión.

III. Reseña informativa, se acompañará como información adicional a los estados financieros, es confeccionada sobre la base del estado financiero consolidado, cuando ello resulte aplicable, y contendrá la siguiente información sintética:

- i. Breve comentario sobre actividades de la emisora en el último trimestre y en la parte transcurrida del ejercicio, incluyendo referencias a situaciones relevantes posteriores al cierre del período o ejercicio;
- ii. Estructura patrimonial comparativa con los mismos períodos de anteriores ejercicios;
- iii. Estructura de resultados comparativa con los mismos períodos de anteriores ejercicios;
- iv. Estructura del flujo de efectivo comparativa con los mismos períodos de anteriores ejercicios.
- v. Datos estadísticos (en unidades físicas) comparativos con los mismos períodos de anteriores ejercicios.
- vi. Índices comparativos con los mismos períodos de anteriores ejercicios.

- vii. Breve comentario sobre perspectivas para el siguiente trimestre y el resto del ejercicio. En la reseña de cierre de ejercicio se informarán, como mínimo, las perspectivas para todo el ejercicio siguiente.

La entidad que se incorpore al régimen de oferta pública, en el primer ejercicio presentará información para dos (2) períodos/ejercicios. A partir del segundo ejercicio de que la emisora presente reseñas informativas, la comparación de toda la información de la reseña se hará para tres (3) períodos/ejercicios y así se continuará con este procedimiento hasta presentar cinco (5) períodos/ejercicios, que será la serie máxima comparativa. En la Memoria de los administradores se hará referencia directa a toda la información de la Reseña Informativa si no se desea reiterarla.

- viii. Copia del acta del órgano de administración mediante la cual se apruebe la documentación mencionada en los apartados precedentes.
- ix. Informe de la Comisión Fiscalizadora y/o del Consejo de Vigilancia y/o Comité de Auditoría.
- x. Informe del Auditor Externo sobre los documentos mencionados en los apartados II. Estados financieros y III. Reseña informativa.
- xi. Nómina de las entidades controladas y vinculadas -directas o indirectas- y de sus miembros titulares y suplentes del órgano de administración, a cuyo efecto deberán remitir a través del acceso disponible en la Autopista de Información Financiera.
- xii. Junto a la presentación de la documentación detallada en a) I y b) I la emisora deberá presentar la planilla del Anexo II. “Informe trimestral sobre emisión de obligaciones negociables, CEDEAR, otros valores representativos de deuda y/o

certificados de participación” de la reglamentación, completando la parte pertinente.

La documentación indicada deberá ser presentada en el plazo de setenta (70) días corridos de cerrado el ejercicio, o dentro de los dos (2) días de su aprobación por el órgano de administración, lo que ocurra primero, y por lo menos veinte (20) días corridos antes de la fecha para la cual ha sido convocada la Asamblea de Accionistas que la considerará.

b) Con periodicidad trimestral

I. Estados financieros por períodos intermedios

II. La documentación mencionada en los apartados a) III a VI inclusive.

III. Variaciones que hubiesen ocurrido en el período respecto a lo informado en apartado a) VII. debiéndose también actualizar la información en la Autopista de Información Financiera, completándose los formularios respectivos.

IV. Junto a la presentación de la documentación detallada en a) I y b) I la emisora deberá presentar la planilla del Anexo II. “Informe trimestral sobre emisión de obligaciones negociables, CEDEAR, otros valores representativos de deuda y/o certificados de participación” de la reglamentación, completando la parte pertinente.

La documentación indicada deberá ser presentada dentro de los cuarenta y dos (42) días corridos de cerrado cada trimestre del ejercicio comercial o dentro de los dos (2) días de su aprobación por el órgano de administración, lo que ocurra primero. Para aquellas sociedades que deseen ingresar al régimen de oferta pública general, deberá

confeccionar sus estados contables financieros conforme a las NIIF. Esto conlleva un requisito adicional si la sociedad confeccionaba sus estados contables conforme a las normas contables profesionales argentinas. Dichas sociedades deben cumplir adicionalmente con los requisitos de gobierno societario, en particular las emisoras de acciones, que entre otras cuestiones implica contar con directores independientes y además deben prever el funcionamiento del directorio a través de la conformación de comités

Adicionalmente, hay disposiciones específicas para Entidades Financieras y Compañías de Seguro, PyMES y entidades listadas en la Sección Tecnológica.

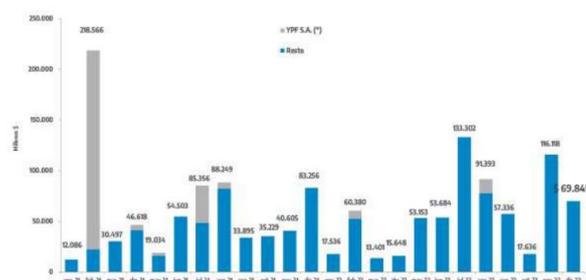
Las ON en el Mercado de Capitales Argentino:

Podemos mencionar que el ingreso al Mercado de Capitales y habiendo cumplimentado todos los pasos previos que son requeridos para dicho ingreso, por un lado, mejora la imagen de las empresas debido a que los requisitos exigidos por el régimen aseguran cierto nivel de transparencia y confiabilidad, y por otro, brinda la posibilidad de que el mismo mercado se transforme en una fuente inagotable de recursos si las emisoras logran construir una buena reputación a partir de su buen comportamiento.

En lo que respecta a la participación de las ON en el Mercado de Capitales Argentino, conforme establece el Informe de “Mercado de Capitales de diciembre 2022” publicado por la CNV, la emisión acumulada de obligaciones negociables a lo largo del año 2022 alcanzó los \$699.433 millones, un 6% inferior a los \$747.894 millones del año previo.

Evolución mensual del monto de colocado de obligaciones negociables

En millones de pesos
Fuente: CNV



Dentro del conjunto de emisiones del período de referencia, se destaca YPF S.A. por \$21.595 millones, que representa el 3.1% del total emitido. Se ha reducido en un 91% respecto a la del período inmediato anterior, que fue de \$248.746 millones. Por lo tanto, su participación pasó del 33% del monto colocado de ONs al 3% en el 2022.

El peso de las colocaciones de YPF S.A. e YPF Energía Eléctrica en los últimos 24 meses alcanzó el 19% del total del financiamiento en el mercado de capitales, obtenido por medio de obligaciones negociables.

Emisiones	Ene. 2020 - Dic. 2021		Ene. 2021 - Dic. 2022		Variación Montos	
	Monto (Mill. \$)	Participación (% del total)	Monto (Mill. \$)	Participación (% del total)	Mill. \$	%
YPF S.A. (*)	248.746	33,3%	21.595	3,1%	-227.150	-91%
Resto	499.148	66,7%	677.838	96,9%	178.690	36%
Total	747.894	100,0%	699.433	100,0%	-48.460	-6%

(*) Incluye emisiones de subsidiarias

Si se detallan las Obligaciones Negociables colocadas por sector durante el año 2022:

El sector “Servicios No Financiero” acumuló \$18.381 millones a través de la colocación de 9 ON, un 42.5 % menos respecto al monto de ON colocadas en el período inmediato anterior.

El Sector “Construcción e Infraestructura” acumuló \$49.698 millones a través de la colocación de 15 ON, un 11,76% menor respecto al valor total que alcanzaron las 16 ON colocadas en el período Enero – Diciembre 2022.

Las ON relacionadas al sector “Financiero” ascendieron a \$98.501 millones, un 115,77% por encima del valor colocado en el anterior periodo. En cuanto a las cantidades, se observó variación en la comparación interanual, habiendo sido colocadas 5 ON más que en el anterior periodo.

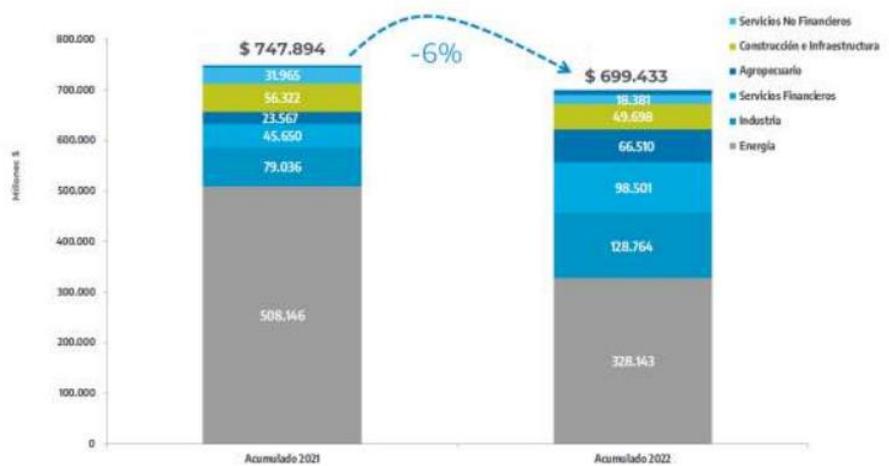
En la categoría “Agropecuarios y Alimentos” se registró una colocación de 36 ON por un monto de \$66.510 millones, lo que supuso una disminución interanual de 182,22% en relación a los \$23.567 millones colocados en el período previo y un aumento del 24,14% en términos de cantidades.

Las empresas del sector industrial emitieron 6 ON por un monto de \$126.784 millones. Esto representó un aumento del 62,92% en términos de los montos colocados y del 9,38% en relación a las cantidades.

Por último, se contabilizaron 28 ON del sector “Consumo”, lo que significó un incremento del 64,71% respecto al período anterior, cuando ya se habían colocado 17 obligaciones negociables.

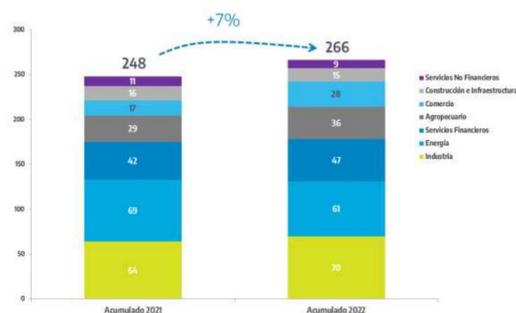
Montos de obligaciones negociables colocadas por sector

Acumulado 2022
 En millones de pesos
 Fuente: CNV



Cantidad de obligaciones negociables colocadas por sector

Acumulado 2022
 En cantidades
 Fuente: CNV



Conclusión:

Frente a la necesidad de las organizaciones de obtener mejores condiciones de financiación se presenta la posibilidad de acudir al mercado de capitales, esto dependerá de cuál sea la estrategia de cada organización. Las ON constituyen un instrumento de financiamiento que, al contar con autorización de oferta pública, supone una operación de ahorro público, esto también implica el acceso a un amplio número de inversores. Las ventajas de emitir títulos de deudas bajo éste régimen de oferta pública son principalmente impositivas, respecto a, por ejemplo, el financiamiento con capital propio.

Entre las ventajas que ofrecen las ON, según lo detalla el diario electrónico “IProfesional” en relación a otras fuentes externas de financiamiento en Argentina como por ejemplo, la obtención de fondos a menores tasas y a mayores plazos, lo que implica a su vez una mejora en los ratios financieros de la organización ya que la mayor extensión de los plazos, permite transformar pasivos corrientes en no corrientes, lo que se verá reflejado en una mejora sustancial de los KPI’s de la organización; y la posibilidad de obtener beneficios impositivos del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a las Ganancias, siempre y cuando las condiciones que ofrezca el mercado se enmarquen dentro de una “normalidad”.

Otro punto a favor de las ON que desarrolla el diario ámbito Financiero en su edición electrónica, es el acceso a una amplia cartera de inversores que le permite a las organizaciones modificar la estructura de financiamiento disminuyendo la dependencia de fondos provenientes de entidades bancarias, disponiendo las emisiones en función de sus propios flujos de fondos.

No obstante, los mercados de oferta pública están caracterizados por la transparencia de la información y las regulaciones claramente preestablecidas. Aquí surge el principal problema en el cual la organización les estará ofreciendo deuda a los inversores, pero no puede establecer cómo será su estructura de ingresos, ni la regulación a la que estará sujeta, ni siquiera en el corto plazo. Esto arroja una gran imprevisibilidad a quienes decidan invertir en este tipo de compañía.

Si bien, con la sanción de la nueva Ley de Capitales se introdujeron fuertes cambios estructurales en el régimen de los mercados, dándole mayor intervención al regulador para evitar eventos por “mala praxis”.

Es necesario que el mercado argentino siga desarrollándose con un mayor volumen de operaciones, más transparencia y control, para que los inversores se sientan atraídos por los diferentes y diversos instrumentos financieros, y utilicen esta alternativa o vehículo de inversión con mayor continuidad, aumentando así los participantes del Mercado Secundario, situación que le otorgaría mayor liquidez a un valor negociable en la medida de la existencia de demanda de dichos títulos.

Una Entidad, de la magnitud de las que he analizado, para la cual en su operatoria involucra importantes montos, a la hora de obtener financiamiento lo debe hacer por grandes montos, con lo cual de la investigación desarrollada dado el pequeño tamaño del mercado local, la empresa se ve obligada a recurrir al sistema financiero o a los mercados de capitales internacionales para poder conseguir la cuantía de fondos requeridos.

Los resultados indican que cuanto menor es el monto de la emisión, mayor es el costo relativo que enfrentan las organizaciones, en especial las PyMEs, con excepción del caso especial de aquellas PyMEs que emiten bajo el segmento garantizado por SGRs. Esto sucede ya que existe un mercado de inversores institucionales que obligatoriamente deben invertir una porción de sus portafolios en estos instrumentos, Otra cuestión a remarcar es la importante participación de los costos de transacción, más específicamente de los honorarios profesionales, en relación al costo total del financiamiento; esta incidencia se incrementa a medida que se evalúan emisiones de montos más elevados.

El desarrollo de las actuales economías, dentro del modelo capitalista, ha confirmado que la manera más favorable de canalizar el ahorro hacia la inversión es mediante un vínculo más estrecho entre los emisores de activos y los ahorristas últimos de la economía a través de los mercados, para ello, será necesario seguir desarrollando la operatoria digital, de intercomunicaciones virtuales eficientes, la protección del inversor, un contexto

macroeconómico estable, un cambio en la cultura empresarial y mayor educación y difusión financiera y también el fortalecimiento del compromiso desde las distintas estructuras del Estado, generando mejores y más eficientes leyes y reglamentaciones con la finalidad de generar la confianza que necesita el inversor.

“Un camino de mil millas comienza con un paso”.

Franklin B.