

## **El mercado de capitales y su función en la economía**

### **FUNCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES**

La función principal del mercado de capitales es canalizar el ahorro hacia la inversión productiva.

En la economía existen quienes tienen fondos para invertir y quienes necesitan financiamiento. De esta forma, la oferta de capitales está constituida por los individuos, las empresas y los inversores institucionales que tienen ahorros y fondos excedentes. Estos participantes buscan invertir su dinero en la alternativa más rentable con el menor riesgo posible. Entre esas alternativas están los distintos instrumentos que ofrece el mercado de capitales.

Por otra parte se puede identificar la demanda de capital de las empresas y de los gobiernos nacionales, provinciales y municipales. Estos participantes buscan conseguir fondos al costo más bajo disponible y con las mejores condiciones.

Tanto para los inversores como para quienes necesitan fondos, en el mercado de capitales se concentran las principales y más eficientes opciones de inversión y financiamiento a distintos grados de riesgo y rendimientos.

Los mercados de capitales fortalecen el desarrollo de la economía. Un mercado de capitales sólido permite un mayor crecimiento de la productividad, mayor crecimiento del salario real, más oportunidades de empleo y una mayor estabilidad macroeconómica.

Los motivos para confirmar esta premisa son varios, pero entre los más importantes podemos destacar la transparencia. Las empresas que cotizan en bolsa son empresas públicas desde el punto de vista de su acceso. Quienes compran acciones de una empresa en la Bolsa pueden participar de las asambleas, los inversores pueden leer su información contable periódicamente, conocer el origen y el destino de sus inversiones, etc.

Por otra parte, los inversores mediante el manejo activo de sus ahorros en la bolsa pueden participar de la economía real. De esta forma, un médico, un arquitecto, un estudiante o un comerciante pueden tener acciones o deuda de empresas de energía, agroindustriales, de acero, bancos, constructoras, de servicios, entre otras.

El objetivo de la inversión activa de los ahorros consiste en obtener un rendimiento adicional de los ingresos logrados con la actividad o profesión que cada uno ejerce. La idea no es que el inversor se haga millonario en la Bolsa sino que pueda aspirar a incrementar sus fondos de una forma acorde a su perfil de riesgo. En la bolsa nunca hay que olvidar que el rendimiento esperado es proporcional al riesgo asumido.

## **INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN**

El mercado de capitales ofrece la posibilidad de acceder a múltiples alternativas de inversión para los distintos perfiles y clases de inversores. Los instrumentos disponibles se pueden discriminar entre los de renta variable y los de renta fija.

Los instrumentos de renta variable son aquellos en los cuales al momento de la inversión inicial se desconoce el rendimiento que se obtendrá a cambio, ya que este dependerá de la evolución de la empresa, su precio en el mercado y el contexto económico y financiero, entre otros factores. Ejemplos de esta clase de instrumentos son las acciones y los cedear.

En los instrumentos de renta fija, los términos y condiciones de la emisión se conocen desde un comienzo. Al momento de adquirir el título, el inversor está al tanto de las fechas en que le será devuelto el capital (pagos de amortización), qué interés le rendirá (pagos de renta) y cuándo finalizará el ciclo de la inversión (fecha de vencimiento). No obstante ello, puede deshacerse del título previamente al vencimiento vendiéndolo en el mercado secundario a un precio que en ese caso determinará la oferta y la demanda. Ejemplos de esta clase de instrumentos son los títulos públicos y las obligaciones negociables.

Además de los títulos tradicionales, existen otros instrumentos denominados derivados, cuyo precio depende de un activo subyacente. El activo subyacente es un instrumento de renta fija, de renta variable u otro activo financiero. Esta modalidad operativa se utiliza como cobertura para limitar posibles pérdidas. Dentro de los derivados se incluyen las opciones y los futuros.

### **Acciones**

Las acciones representan los aportes de capital de los accionistas a la sociedad emisora. Confieren a su titular la condición de socio con todos los derechos que eso implica.

Las sociedades anónimas pueden ampliar su capital social emitiendo nuevas acciones. Esas acciones pueden ser vendidas en el ámbito privado o pueden entrar a cotizar en Bolsa. Esta última alternativa suele ser la más conveniente dado que la empresa accederá a un número mayor de inversores y las acciones tendrán más liquidez, al mismo tiempo que la compañía poseerá más visibilidad y está demostrando un mayor nivel de transparencia hacia los accionistas.

Las empresas que ingresan a cotizar en Bolsa tienen que solicitar inicialmente el pedido de oferta pública a la Comisión Nacional de Valores (CNV) que es el ente estatal que controla el funcionamiento del mercado de capitales. En segundo lugar tiene que solicitar el permiso de cotización en la

bolsa respectiva. La Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) tiene un convenio con la CNV para la realización simultánea de los trámites de admisión. Esto le facilita el proceso a las sociedades cotizantes y acorta los tiempos de tratamiento de aprobación de las emisiones.

Una vez que la empresa ha presentado la información requerida y ha obtenido las dos autorizaciones, ingresa a cotizar en Bolsa. Las empresas que cotizan tienen la obligación de presentar a la Bolsa en forma periódica sus estados contables y la información relevante de la compañía. La Bolsa difunde inmediatamente esta información para conocimiento del público, de manera que los inversores puedan tomar sus decisiones en base a toda la información disponible sobre la compañía.

La colocación se hace inicialmente en un mercado primario donde mediante un ente colocador la empresa vende las acciones a los primeros inversores interesados y la sociedad obtiene a cambio el capital objeto de esa colocación, en algunos casos con una prima de emisión adicional.

Una vez finalizado ese tramo las acciones pasan a cotizar en el mercado secundario, en donde los papeles son comprados y vendidos por los propios inversores. En el mercado secundario el aumento o caída del precio de las acciones afecta directamente a los inversores que son los que compran y venden esos papeles.

El objetivo de quienes invierten en acciones es la ganancia de capital a través de la variación positiva del precio de las acciones y la ganancia a través del cobro de dividendos. La ganancia de capital es el resultado de comprar acciones a un precio vendiéndolas a un valor superior en el mercado. El precio de venta estará determinado por la oferta y la demanda, o sea la cantidad de inversores que quieren comprar o vender acciones de esa compañía.

Hay distintos tipos de inversores según la forma de analizar la información y el horizonte que plantean. Hay inversores que compran acciones de una empresa esperando que esa inversión madure a través del aumento de las ventas y de las ganancias. Para ello hacen un análisis fundamental de los indicadores de la empresa, del sector y de la economía.

También están aquellos que compran y venden acciones, a veces en el mismo día, buscando que los movimientos del mercado generen ganancias. En este caso, los inversores permanecen atentos a la evolución del papel y realizan análisis técnico para determinar en base al comportamiento pasado de la acción, cuál será su movimiento futuro.

Además de la ganancia de capital, los inversores pueden acceder a las ganancias por dividendos que reparten algunas compañías cotizantes. Generalmente las empresas que obtienen resultados positivos de su actividad reinvierten parte de esas utilidades para seguir haciendo negocios, al tiempo que el resto lo reparten entre sus accionistas en la forma de dividendos. Esos dividendos pueden ser en efectivo o en especies, en este último caso lo más común es el pago de dividendos en acciones.

## ***Obligaciones negociables***

Si una empresa necesita financiar sus proyectos pero no quiere incrementar su capital social puede acudir a la ampliación de su pasivo. Para ello puede solicitar un crédito a un banco, a un proveedor o directamente emitir obligaciones negociables en el mercado de capitales.

Las obligaciones negociables representan deuda de las empresas a corto, mediano o largo plazo. De esta forma, la sociedad contrae una deuda con los obligacionistas que son los inversores que compraron esos títulos y se compromete a cancelar esa deuda en el plazo pactado con el interés correspondiente.

El capital de las obligaciones negociables se devuelve generalmente en cuotas anuales o semestrales llamadas amortizaciones. En algunos casos la empresa incluye en las condiciones algunos años de gracia previos al pago de amortización, durante los cuales no realizará pagos de capital. Si existe un período de gracia, el capital adeudado se divide entre los años restantes.

La tasa de interés que paga la obligación negociable puede ser fija o variable. El pago de intereses se hace también en períodos anuales, semestrales, etc. y se denominan pagos de renta.

Para fijar las condiciones de emisión (plazos, amortizaciones, intereses) la empresa debe conjugar sus propias necesidades de financiamiento y sus flujos de caja, con las necesidades de los inversores, de acuerdo con la proporción de riesgo e interés que se maneja en cada momento en el mercado.

En la Bolsa cotizan también obligaciones negociables convertibles. Este tipo de deuda puede ser convertida a acciones de la misma sociedad a voluntad del obligacionista, en la proporción y según las condiciones determinadas en la emisión.

El proceso de listado de las obligaciones negociables es similar al de las acciones. En algunos casos son diferentes los requisitos de información exigidos por la Bolsa según el plazo de vencimiento de las obligaciones.

El atractivo de este instrumento para los inversores es la ganancia del interés que pagará la compañía. Estos títulos se pueden vender en cualquier momento al precio de mercado.

Las obligaciones negociables suelen tener garantías adicionales que respaldan el pago de la deuda. Estas garantías pueden provenir directamente de la empresa o en el caso de las pymes ser otorgadas por sociedades de garantía recíproca (SGR). En muchos casos las garantías aseguran al inversor un mínimo riesgo con intereses muy atractivos en comparación con otros instrumentos similares.

## ***Títulos públicos***

Los títulos públicos son deuda emitida en el mercado de capitales por el Estado Nacional, los estados provinciales o los municipios para obtener fondos.

Los títulos públicos son similares a las obligaciones negociables ya que poseen un plazo de vencimiento, pagan un interés por el dinero colocado denominado renta y devuelven el capital en cuotas denominadas amortizaciones. La devolución del capital puede tener un período de gracia.

Los inversores que compran títulos públicos pueden esperar hasta el vencimiento para el cobro de todo el capital y los intereses o pueden venderlos en el mercado de capitales durante su vigencia.

En el caso de que los bonos públicos se negocien en el mercado secundario, su cotización va a estar determinada por las condiciones de cada título y por las tasas de interés de referencia en el mercado en cada momento del tiempo. En este sentido, si el título en cuestión paga una tasa de interés superior a la tasa que se paga en ese momento por deudas con riesgos similares, la cotización del título tendrá un aumento de precio ya que el título es un instrumento interesante para los inversores. Por el contrario, si la tasa que paga el bono es inferior a la de deudas similares, su precio va a sufrir una baja en el mercado porque los inversores se van a volcar a las nuevas emisiones y van a querer desprenderse de los instrumentos aún vigentes, este hecho hará aumentar la oferta y bajar la demanda de los títulos menos atractivos.

Así como la tasa de interés de mercado afecta la cotización de los títulos públicos, otras variables como la moneda, la liquidez y las garantías hacen que algunos bonos sean más interesantes que otros según el momento analizado.

En el mercado local conviven distintos tipos de bonos del mismo emisor con diferentes condiciones. Así, hoy cotizan bonos emitidos en dólares y otros en pesos, bonos que vencen en 1 año y bonos que vencen en 30 años, bonos con garantías y bonos sin garantías, bonos que pagan toda la amortización al vencimiento y otros que pagan amortizaciones mensuales. Todos ellos tienen distintas cotizaciones y en cada momento del tiempo pueden ser más o menos atractivos para el inversor según sus propias expectativas futuras.

Para evaluar la conveniencia de invertir en uno u otro título existen diferentes indicadores de rendimiento y de volatilidad. La paridad y la TIR son medidas que permiten analizar cuál es el valor que le asigna el mercado a cada título, de esta forma el inversor puede decidir si los bonos están baratos o caros según sus propias expectativas. Por otra parte, la duración, la duración modificada y la convexidad son indicadores que muestran la sensibilidad de un bono ante cambios en la tasa de interés. Estas entre otras medidas ayudan al inversor a tomar la mejor alternativa según su perfil de riesgo particular.

### **Cedear**

Son certificados representativos de depósito de acciones de sociedades extranjeras u otros valores que no tienen autorización de oferta pública en nuestro país. Bajo esta figura un inversor local puede incluir en su cartera acciones de empresas extranjeras bajo la forma de certificados, comprándolos en la propia Bolsa de Comercio de Buenos Aires, sin necesidad de abrir una cuenta en el exterior y realizar la operación en una bolsa de afuera.

Los Cedear pueden ser patrocinados o no patrocinados. En el primer caso una empresa extranjera que cotiza en una bolsa del exterior desea colocar los certificados de sus acciones en la BCBA. Es el emisor quien debe presentar sus estados contables y la información relevante.

Para los Cedear no patrocinados el emisor de los certificados no es el emisor de las acciones o títulos originantes. Los deberes de información se limitan al emisor de los certificados.

En ambos casos existe un depositario de las acciones representadas que puede ser el propio emisor del Cedear.

### ***Fideicomisos financieros***

Para entender la estructura de los fideicomisos financieros es necesario explicar en primer lugar la securitización. La securitización de activos consiste en la transformación de activos líquidos en títulos valores negociables. La securitización permite reagrupar un conjunto de activos, que individualmente no son significativos, de manera que respalden una emisión de títulos valores para obtener fondos. Donde existe un flujo de fondos futuros hay una posibilidad de securitización.

En particular, los fideicomisos son una herramienta que permite financiar actividades productivas aislando del instrumento los riesgos propios de la empresa generadora.

Para ello la empresa (fiduciante) aísla el proyecto o el flujo de fondos futuro de su propia estructura de capital y convierte al mismo en un fideicomiso a través de la separación del patrimonio fideicomitado. El fideicomiso es administrado entonces por el fiduciario quien tiene la propiedad fiduciaria de los bienes para ejercerla en beneficio de quien determine el fiduciante (beneficiario). Al cumplimiento de un plazo determinado el fiduciario transmite la propiedad al fiduciante, al beneficiario o a un fideicomisario (el beneficiario final en caso que este no sea el fiduciante o el beneficiario) según se determine en el contrato.

El fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero. Beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. Los títulos de deuda y los certificados de participación podrán ser objeto de oferta pública.

Los fideicomisos financieros permiten a los inversores acceder a los rendimientos de proyectos para los cuales necesitarían mucho capital si desearan participar individualmente. Por otra parte, a través de un fideicomiso financiero, las empresas pueden acceder al mercado de capitales más fácilmente, con menores costos dentro de su estructura y con un rendimiento atractivo para los inversores.

En un fideicomiso financiero se pueden emitir una o varias clases de títulos de deuda, por lo general cada clase tiene distinto grado de subordinación por ende distintos grados de riesgo y de rendimiento. Estos títulos pueden ser a tasa fija o a tasa variable.

La subordinación de clases permite llegar a distintos tipos de inversores. La clase senior es la que primero cobra y tiene menor rendimiento ya que el riesgo es acotado. El pago del capital y el interés de las clases subordinadas dependen del cobro de la clase anterior. Las clases subordinadas tienen un mayor rendimiento a medida que aumenta el grado de subordinación, que compensa el riesgo.

Los tenedores de certificados de participación fiduciarios tienen derecho a los rendimientos; a una cuota de propiedad y a los rendimientos; o a una cuota del importe de la venta. Estos certificados no atribuyen un derecho de condominio sobre los bienes y rentas del fideicomiso, sino derechos personales o creditorios para exigir una cuota de condominio o su valor.

El inversor de los certificados de participación toma los riesgos del proyecto y obtiene un beneficio de sus rendimientos. Por lo general estos certificados pagan amortización de capital y luego un porcentaje de las utilidades del proyecto. Están subordinados a los títulos de deuda y cobran el remanente del fideicomiso.

Entre las ventajas de esta modalidad de financiación se pueden mencionar:

- El menor costo de endeudamiento a través de la disminución del riesgo por el aislamiento del riesgo del emisor.
- Otorga liquidez a los activos que no eran líquidos o negociables.
- Constituye una alternativa de financiación, ya que consiste en otra fuente de financiamiento más allá de las que utiliza normalmente la empresa.
- Permite mejorar los plazos de endeudamiento ya que es posible tener un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan.
- Elimina el descalce financiero en plazos y tasas: ya que se pueden ajustar los plazos de pago de los títulos a los vencimientos de los activos securitizados.
- Elimina las restricciones de endeudamiento sobre los balances de la empresa: la securitización permanece fuera del balance por lo que permite continuar obteniendo financiamiento sin mostrar un alto apalancamiento.
- Una mayor calificación del instrumento: la calificación de la cartera securitizada es independiente de la calificación de la empresa.

### ***Fondos cerrados de inversión***

Los fondos de inversión se constituyen con un patrimonio integrado por títulos valores y dinero pertenecientes a diversas personas a las que se les reconocen derechos de copropiedad indivisa. No constituyen una sociedad y carecen de personería jurídica. Su operación es llevada a cabo de acuerdo con un reglamento de gestión, por la denominada sociedad gerente, encargada de la promoción y administración de la cartera y por la sociedad depositaria, encargada de la guarda y custodia de los valores y dinero.

El capital del fondo se divide en cuotapartes que son adquiridas por los inversores. El valor de las cuotapartes varía según la variación en la valuación de los activos que componen el fondo y al resultado de las operaciones efectuadas con esos activos. La ganancia o pérdida de un inversor se da por la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de las cuotapartes.

Los fondos comunes de inversión cerrados, a diferencia de los abiertos, tienen una cantidad fija de cuotapartes que no son rescatables hasta su vencimiento. Por lo tanto pueden tener oferta pública y cotizar en bolsa, por lo que el precio de las cuotapartes es determinado por la oferta y la demanda.

La ventaja de invertir en un fondo común de inversión es la posibilidad de acceder con una inversión mínima a una cartera diversificada y líquida de activos manejada por profesionales en la materia.

### ***Cheques de pago diferido***

En la Bolsa de Comercio de Buenos Aires cotizan dos tipos de cheques, los avalados por una sociedad de garantía recíproca y los patrocinados por el propio librador del cheque.

Los cheques avalados son instrumentos sumamente interesantes para los inversores que buscan una alternativa rentable y de bajo riesgo.

En este tipo de cheque las Pymes solicitan garantías a una sociedad de garantía recíproca (SGR). Una vez que la SGR es autorizada por la Bolsa, las pymes pueden negociar los cheques de sus clientes en los cuales las pymes son beneficiarias. La SGR garantiza el pago del cheque mediante el aval correspondiente.

Lo interesante de este sistema es que los inversores acceden a tasas generalmente similares a otros instrumentos de inversión con un riesgo mucho menor ya que ante un problema de pago del cheque, la SGR libera las garantías automáticamente y el inversor cobra su inversión sin retrasos ni inconvenientes.

Para la empresa también es una forma eficiente de financiamiento. En este sentido, el cheque avalado permite a las pymes acceder a un costo financiero total mucho menor al de los métodos de financiación tradicionales.

En el sistema patrocinado, la empresa autorizada por la Bolsa emite cheques cuyos beneficiarios son sus acreedores. Una vez que los cheques



están en su poder, los beneficiarios pueden hacerlos líquidos al menor costo y con más agilidad que en otros medios.

## **DERIVADOS**

Los derivados son instrumentos financieros cuyo valor depende del precio de un título valor o activo subyacente. La negociación de productos derivados se realiza con el objetivo de cobertura, por arbitraje o por especulación. Entre los derivados que se negocian en el mercado de capitales local se encuentran los futuros y las opciones.

### ***Futuros***

El futuro es un contrato por el cual dos partes se obligan mutuamente, una a comprar y otra a vender, una cantidad estipulada de mercancías o de activos financieros a un precio determinado en una fecha previamente establecida. El futuro se concreta en una fecha determinada y se liquida en un período superior a la fecha de concertación.

Existen contratos de futuros sobre mercaderías y sobre productos financieros. En el primero de los casos al vencimiento se produce la entrega del subyacente. Dentro de la segunda categoría, los más comunes son futuros sobre monedas, tasas de interés e índices de acciones. Los futuros se negocian en el mercado bursátil y las condiciones de estos contratos las determina la propia bolsa o mercado.

La operatoria de futuros se utiliza comúnmente para cobertura de riesgo. Por ejemplo, si el inversor tiene una obligación en el futuro de entregar una determinada suma de dinero en una moneda, para aislar el riesgo de depreciación de esa moneda se contrata un futuro por el monto requerido y de esta forma tiene garantizado el valor de la moneda para esa fecha. La liquidación de pérdidas y ganancias se realiza diariamente y al vencimiento no hay entrega total del subyacente.

El futuro financiero más desarrollado en el mercado argentino es el futuro de moneda a través del contrato peso-dólar. La plaza que concentra estas operaciones es el Rofex, en Rosario.

### ***Opciones***

Existen dos clases de opciones. Las opciones de compra, o call, otorgan al tenedor de la opción el derecho a comprar una determinada acción a un precio prepagado al plazo estipulado. El lanzador de una opción de compra tiene la obligación de vender esas acciones en caso que el tenedor desee ejercerla.

Ejemplo de código de negociación de una opción de compra:

**TSC74,5DI** – último precio de la opción \$4,00

Las primeras dos letras corresponden al subyacente, Ts por acciones de Tenaris. La cuarta letra corresponde al tipo de opción, C para opciones de compra y V para opciones de venta. El valor que figura luego del tipo de opción

es el precio de ejercicio, o sea al precio al que se compran las acciones al ejercer esta opción.

El corresponde al mes de vencimiento, en el ejemplo la opción vence en diciembre. Las opciones pueden ser americanas o europeas. En el caso de las americanas se pueden ejercer hasta la fecha de vencimiento. Las opciones europeas en cambio se pueden ejercer sólo el día de su vencimiento. En el mercado local las opciones son americanas y el vencimiento hasta el cual se pueden ejercer es por lo general el tercer viernes de los meses pares. Sin embargo, es importante destacar que si bien técnicamente se pueden ejercer en cualquier momento hasta su vencimiento, los inversores generalmente esperan hasta el vencimiento para realizar el ejercicio de sus opciones.

El precio que se paga por la opción se denomina prima y es un pequeño porcentaje del precio del subyacente.

En el ejemplo, el tomador de la opción tiene el derecho a comprar tantas acciones de Tenaris como opciones tenga en el lote a \$74,50 hasta el tercer viernes de diciembre. Por ese derecho pagó una prima de \$4,00. Por lo tanto, si en el período hasta la fecha de vencimiento el precio de la acción está a un valor superior al de ejercicio más la prima, al tomador le va a convenir ejercer la opción y vender luego esas acciones en el mercado. Si por el contrario el precio de la acción es inferior al de ejercicio, no va a ejercer la opción (ya que tiene el derecho y no la obligación) y su pérdida se limita al valor de la prima.

## **TIPOS DE OPERACIONES**

En la bolsa se opera y se liquida en distintas modalidades según el siguiente detalle:

- Al contado: las especies negociadas se transfieren y la operación se paga en los plazos tradicionales de liquidación. En la actualidad los plazos son T+3 y T+0, o sea a las 72 hs. que es el vencimiento estándar o en contado inmediato.
- A plazo firme: se fija un plazo para la liquidación de la operación que es superior al plazo de contado. Al concertar la operación se constituyen garantías que van variando en caso que el precio de la especie sufra variaciones que excedan los porcentajes previstos. Al vencimiento de la operación se liquida de forma similar a las operaciones de contado.
- Pase bursátil: es un solo contrato que consiste en la venta (o compra) al contado o a plazo de una especie y la simultánea operación inversa de compra (o venta) para un mismo comitente y en un vencimiento posterior. El precio de compra a plazo es superior al precio de venta contado (o a plazo inferior al de compra), esta diferencia entre el precio de compra a plazo y el de venta contado es la tasa que paga el tomador por el préstamo de fondos. Con esta operación, quien tenga en su cartera acciones o bonos y requiera fondos líquidos ocasionales puede realizar una operación de pase vendiendo en el presente los títulos y

recomprándolos en una operación simultánea a plazo, pagando un precio superior. Para inversores con fondos líquidos las operaciones de pase les permite obtener una tasa por la colocación de esos fondos.

- **Caución bursátil:** es similar al pase pero sobre el precio de venta contado se aplica un aforo determinado por el Mercado de Valores, este aforo fija el límite de fondos que puede obtener el vendedor por esos títulos. El precio de compra a plazo es superior al de venta al contado.
- **Préstamo de valores:** El colocador transfiere la propiedad de los valores al tomador, quien a su vez se obliga a restituirle al vencimiento del plazo una cantidad equivalente de los mismos valores y a pagarle una suma de dinero convenida más los derechos patrimoniales que originen los valores durante la vigencia del contrato.

### **CÓMO SE OPERA EN BOLSA**

Para poder comprar o vender acciones u otros títulos en el mercado de capitales es necesario acudir a un agente o firma de bolsa. De esta forma, todos los inversores existentes en el país o en el exterior interesados en comprar títulos listados en la plaza local, concentran sus operaciones en las sociedades de bolsa del Mercado de Valores y tienen la seguridad de que sus operaciones serán realizadas según las mejores ofertas de compra y las mejores ofertas de venta existentes en ese momento para esos papeles.

En la plaza local, las ventajas más importantes de este sistema son, por un lado las garantías que ofrece el Mercado de Valores por las operaciones que se realizan. La mayoría de las operaciones concertadas en el mercado local son garantizadas por el Mercado de Valores. Aquellos que compran títulos valores tienen garantizada la entrega de los papeles y aquellos que los venden tienen garantizado el cobro de esa operación por medio de la intervención del Mercado de Valores.

Por otra parte los agentes y sociedades de bolsa ofrecen a sus clientes un asesoramiento profesional para sus decisiones de inversión.

Para comprar acciones o invertir en otros instrumentos, los inversores deben en primer lugar abrir una cuenta en una firma de bolsa y a partir de allí pueden comenzar a enviarle las órdenes de compra y venta. Los operadores ejecutan las órdenes de sus clientes en alguno de los sistemas habilitados para la negociación. En el caso de que el inversor haya comprado acciones, las mismas se acreditan a las 72 horas en una subcuenta habilitada a su nombre en la Caja de Valores, que es la depositaria de los títulos. En caso que el inversor haya realizado una venta, las acciones se retiran de su subcuenta en Caja de Valores y como contrapartida se acreditarán los fondos correspondientes a esa operación.

Por las operaciones realizadas los inversores pagan derechos de mercado, derechos de bolsa y una comisión a la firma de bolsa. Esta última no es fija y varía entre cada firma de bolsa habilitada.

## **SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN**

El Sinac es el sistema electrónico de negociación. Por el Sinac se cursan la mayor parte de las operaciones. Las terminales del SINAC están en las oficinas de las sociedades de bolsa y en el recinto de operaciones. Los operadores ingresan las órdenes de compra y las órdenes de venta en el sistema y cuando hay una contraparte que coincide con las características de la operación, la orden se machea automáticamente.

Las órdenes pueden ser ingresadas con atributos especiales entre los que se pueden mencionar: oferta a precio de mercado, oferta con opción de precio de disparo, con divulgación parcial, de ejecución inmediata.

La convivencia entre el piso y el SINAC se realiza a través del sistema de concurrencia. Durante el horario de rueda, ninguna operación se puede realizar a viva voz en el piso a precios inferiores a la mejor oferta de compra o superiores a la mejor oferta de venta. Con este mecanismo se garantiza la concurrencia en la formación de precios, permitiendo que todos los operadores tengan acceso a las mismas condiciones.

## **LAS INSTITUCIONES DEL SISTEMA BURSÁTIL**

Existen distintos tipos de estructuras en los mercados de capitales del mundo. En algunos países las bolsas de valores son privadas, en otros son públicas y en algunos casos como en Argentina la bolsa es privada con control del Estado.

En el ámbito local hay dos instituciones que reúnen las funciones necesarias para el funcionamiento de un mercado de capitales, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. Ambas son instituciones autorreguladas que dictan sus propios reglamentos y normativas. Por su parte, la Comisión Nacional de Valores es el ente estatal encargado de controlar a las instituciones del sistema bursátil.

En el interior del país existen otras bolsas y mercados de valores, en algunos casos con estructuras similares a la de Buenos Aires.

### ***La Bolsa de Comercio de Buenos Aires***

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires es una asociación civil sin fines de lucro fundada en el año 1854. Las principales funciones de la Bolsa son la autorización, seguimiento y control de las sociedades cotizantes, el registro de las operaciones y la difusión de la información societaria y de negociación.

Una de las principales misiones de la Bolsa es facilitar el acceso al financiamiento de las empresas argentinas. Pero además debe proteger a los inversores mediante la difusión total de la información, de manera que estos

puedan tomar las mejores decisiones de inversión con toda la información disponible.

En efecto la Bolsa dicta los reglamentos para la cotización de los títulos valores. Es la institución que autoriza, suspende y cancela la cotización de los distintos instrumentos de financiación de las empresas, de acuerdo al cumplimiento de dichos reglamentos y de las disposiciones legales vigentes.

La Bolsa dicta normas y trabaja sobre los reglamentos para asegurar que la información presentada por las empresas refleje con veracidad el real estado de las sociedades cotizantes. También realiza inspecciones en las empresas y asiste a las asambleas.

Toda la información que la Bolsa recibe, como los estados contables y la información relevante, es difundida por los medios de que dispone para el conocimiento de todos los inversores.

En cuanto a las operaciones que se realizan en el mercado local, la Bolsa es la encargada del registro y difusión de todas las operaciones concretadas en los distintos sistemas de negociación.

La Bolsa posee un sitio web [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com), a través del cual publica la información referente a las sociedades cotizantes y a las operaciones. Entre los contenidos se pueden detallar las ofertas de compra y venta, los precios y el detalle de las operaciones realizadas en el día, series históricas de acciones y de índices, etc. En cuanto a la información de las empresas, en Bolsar se pueden ver los balances de las sociedades, la información relevante, los dividendos, suscripciones, asambleas y todo lo referente a la actividad societaria.

Como asociación civil sin fines de lucro la Bolsa está conformada por más de 4.000 socios. Los socios son inversores que tienen la ventaja de poder acceder libremente a los edificios de la institución y a sus recintos sociales. Anualmente eligen a sus autoridades que conformarán por un año la Mesa Directiva y por tres años el Consejo de la institución, ámbitos en donde se toman las principales decisiones relacionadas con las funciones de la Bolsa.

Además de los miembros renovados anualmente por tercios, el Consejo está formado por 26 entidades adheridas que representan a diferentes sectores de la actividad económica nacional.

La Bolsa es miembro activo de la Federación Iberoamericana de Bolsas y de la World Federation of Exchanges. Participar de las reuniones anuales y de trabajo le permite a la Bolsa mantenerse en contacto continuo con las realidades de los más importantes mercados de capitales del mundo.

### ***El Mercado de Valores de Buenos Aires***

El Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) es una sociedad anónima autorregulada. Su capital social está compuesto por acciones que habilitan a sus tenedores a ejercer como agentes o sociedades de bolsa.

Los agentes y sociedades de bolsa habilitados a operar en el mercado local deben ser accionistas del Merval y deben cumplir otros requisitos como ser socios de la bolsa, poseer una garantía patrimonial que respalde sus operaciones, rendir un examen de idoneidad para desempeñarse como agente de bolsa y acreditar solvencia moral.

El Merval tiene como funciones principales las de liquidación, vigilancia y garantía de las transacciones.

A través del sistema de liquidación se asegura la entrega de los títulos contra el pago de la operación, dentro del plazo establecido en las condiciones de negociación. Como se mencionó anteriormente, el plazo de liquidación estándar es T+3, de acuerdo a las recomendaciones de los organismos internacionales.

En cuanto a las garantías de las transacciones, el Merval garantiza a los participantes la recepción de los valores negociados a través de su intervención en la operatoria. El Merval es la contraparte de todas las operaciones garantizadas a través del método de compensación por balance multilateral. Esto significa que el vendedor le vende los títulos al Merval y el comprador le compra esos mismos títulos al Merval.

Para garantizar las operaciones, el Merval exige a los agentes que intervienen en la negociación que respondan por las operaciones realizadas, en caso contrario acude a las garantías conformadas por estos para asegurar el cumplimiento de las obligaciones contraídas.

El Merval está facultado para supervisar y tomar medidas disciplinarias sobre los agentes y sociedades de bolsa en caso de falta de cumplimiento de los reglamentos operativos.

Por otra parte el Merval regula e implementa los aspectos referidos a la negociación de los títulos, como los tipos de operatorias aceptadas, los plazos de liquidación, los horarios de negociación, condiciones de pago, etc..

### ***La Caja de Valores***

La Caja de Valores S.A. fue fundada en 1974 y bajo la figura del depósito colectivo es la depositaria y efectúa la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, facilitando las transacciones de los mismos en el marco de seguridad y privacidad exigido por la legislación vigente.

Los principales accionistas de la empresa son la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado de Valores de Buenos Aires, y participan minoritariamente las bolsas y mercados del interior del país.

Entre las funciones principales de la Caja de Valores figura la custodia y registro de los títulos escriturales y la compensación de los títulos de acuerdo a las operaciones efectuadas.

El sistema de depósito funciona a través de cuentas en las cuales los depositantes son entidades financieras, sociedades depositarias de fondos de

inversión, AFJP, agentes y sociedades de bolsa, entre otros. De las cuentas de las sociedades de bolsa se desprenden subcuentas correspondientes a los clientes inversores.

Por otra parte, la Caja es agente de pago de dividendos, ejerce los derechos de suscripción preferente en nuevas emisiones, extiende certificados de las acciones en depósitos para la asistencia a las asambleas, lleva el registro de acciones y obligaciones para muchas sociedades y actúa como agente fiduciario.

## **CONCLUSIONES**

En el mercado de capitales los inversores pueden encontrar múltiples alternativas para volcar sus ahorros. Tanto para inversores conservadores como para inversores más arriesgados, la diversidad de instrumentos de renta fija y renta variable permite que cada uno encuentre las mejores opciones a la hora de volcar sus ahorros.

De esta forma, en la bolsa las personas pueden invertir desde pequeños ahorros hasta grandes montos en acciones de compañías de diversos sectores, en bonos del gobierno nacional en distintas monedas y plazos, o en cheques de pago diferido avalados por sociedades de garantía recíproca. Además, los inversores pueden realizar diversas estrategias entre productos derivados y títulos valores.

En este marco, la Bolsa de Comercio autoriza a las sociedades a cotizar para financiar sus inversiones en el mercado de capitales. Al mismo tiempo nutre a los inversores con toda la información financiera, contable y societaria de las empresas cotizantes para que puedan tomar las mejores decisiones de inversión.

El mercado de capitales es fundamental para el desarrollo económico del país. A través de él, los inversores locales financian a las empresas argentinas a través de capital y deuda, permitiendo que el crecimiento de las mismas sea más importante y sustentable en el tiempo.

**\*DRA. NORA RAMOS**

*\*Con la colaboración de funcionarios de la Gerencia Técnica y de Valores Negociables de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.*

## **SOCIEDADES ANÓNIMAS Y ACCIONES**

### **I. LA SOCIEDAD ANÓNIMA. EL CAPITAL SOCIAL**

Antes de referirnos al capital social y su representación en las sociedades anónimas, debemos detenernos brevemente en la noción actual de sociedad a la luz de la concepción del instituto por parte de la propia Ley de Sociedades Comerciales -Ley 19.550-.

Así, de acuerdo con el artículo 1º del citado cuerpo normativo, *“Habrá sociedad comercial cuando dos o más personas en forma organizada, conforme a uno de los tipos previstos en esta Ley se obliguen a realizar aportes para aplicarlos a la producción o intercambio de bienes o servicios participando de los beneficios y soportando las pérdidas”*.

De la definición transcripta podemos rescatar los aspectos tipificantes de la sociedad comercial tal como es concebida actualmente por la Ley, como son la presencia de una pluralidad de personas, de acuerdo a uno de los tipos previstos por la Ley, la existencia de aportaciones por esas personas, la necesidad de una estructura organizativa, la necesaria participación del socio en el resultado de la actividad social desarrollada, ya sea beneficiándose con las ganancias como soportando las pérdidas.

Para dar nacimiento a una sociedad, es necesario que dos o más personas decidan constituir la, mediante la celebración por escrito del respectivo contrato.

Partiendo del concepto de sociedad comercial como género, vemos en la sociedad anónima una especie en la que sus elementos relevantes son la representación del capital social por acciones y la limitación de la responsabilidad de los socios a la integración de las acciones suscriptas, esto es, los accionistas responden con los aportes efectuados y por los que se comprometieron a efectuar. Debe constituirse por instrumento público, e incluir en ese contrato los requisitos establecidos por el artículo 11 de la Ley 19.550.



En caso de estar autorizada a hacer oferta pública de sus acciones (denominada también sociedad abierta), la sociedad anónima debe ajustar su estatuto a los términos de la Ley 17.811, a lo dispuesto por la Normas de la Comisión Nacional de Valores y a las normas de la Bolsa de Comercio en donde soliciten la cotización de sus acciones.

La sociedad anónima, como sujeto de derecho distinto de los accionistas que la componen, requiere de la existencia de órganos para su funcionamiento. La Ley 19.550 (artículo 11) establece que deberá formar parte del contenido de su estatuto la organización de las reuniones de socios y de la administración y fiscalización de la sociedad.

En el tipo de sociedades que se refiere, la administración es ejercida por el directorio, órgano que puede ser unipersonal o plural (las sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones deben contar con un directorio colegiado de al menos tres miembros) y la representación es ejercida exclusivamente por el Presidente del directorio.

En este sentido, es oportuno agregar que el Decreto N° 677/01 (Régimen de Transparencia de la Oferta Pública) impuso a todas las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, la obligación de constituir un Comité de Auditoría, conformado por tres o más miembros del directorio, con funciones tendientes a incrementar la transparencia en el manejo de la información que se brinda al mercado.

El órgano de gobierno de las sociedades anónimas es la asamblea, que consiste en una reunión de socios, que se encarga de adoptar las decisiones sociales. La fiscalización es efectuada por la Sindicatura (que deberá ser colegiada en número impar en caso de que la sociedad se encuentre autorizada a realizar oferta pública) o el Consejo de Vigilancia. Respecto de las sociedades abiertas, es preciso señalar que aparte del control interno ejercido por los cuerpos mencionados, existe también una fiscalización de carácter externa, que se concreta a través de la actuación de un auditor externo que dictaminará en los estados contables de la sociedad.

A fin de desarrollar la actividad proyectada al momento de la constitución de la sociedad, al decir de la propia Ley, la producción o intercambio de bienes o servicios -objeto social-, es esencial la existencia de un capital social. Esto no significa que ese capital social deba haberse aportado efectivamente por los socios en su totalidad al momento de la constitución, ya que legalmente se exige la suscripción del capital en su totalidad -sólo aporte o aporte y compromiso de aporte- pero permitiéndose que su integración efectiva se limite

inicialmente a un 25% de ese total comprometido y que el resto se integre dentro del plazo de dos años.

El concepto de capital social constituye una abstracción jurídica que se ha impuesto en garantía de quienes contratan con la sociedad. En efecto, siendo que el capital social debe ser como máximo igual a la cuantía de los aportes efectuados o comprometidos por los socios -tanto en efectivo como en especie- los terceros pueden conocer el límite de la responsabilidad de los accionistas en la sociedad anónima.

Esa concepción del capital social impone que la cifra que lo representa tenga certeza durante la existencia de la sociedad, permitiéndose su aumento o reducción cumpliendo las exigencias dispuestas por la propia Ley.

Igualmente es protegido -principio de intangibilidad del capital- al requerirse que para pagar dividendos el patrimonio deba superar la cifra del capital -existencia de utilidades líquidas y realizadas- y las pérdidas de ejercicios anteriores deban ser enjugadas previamente.

En el balance de la sociedad, el capital es una cuenta dentro del pasivo que indica el compromiso patrimonial mínimo que la sociedad ha asumido, por lo que la sociedad debe tener, al menos, un patrimonio que coincida con la cifra de capital, de manera que disminuido el patrimonio social en forma significativa por las pérdidas se exige la reducción del capital social, al tiempo que la pérdida total del patrimonio impone la disolución social (artículos 206 y 94, inciso 5º de la Ley 19.550).

A esta altura debemos recordar que, si bien al momento de constitución de la sociedad capital y patrimonio social deben coincidir, este último representa la diferencia positiva o negativa existente entre los bienes -activos- y las deudas -pasivos- de la sociedad, por lo que está sujeto a la evolución que experimenten los negocios sociales -resultados-.

Por su parte, el monto del capital social no debe mantenerse invariable durante la vida de la sociedad y puede aumentarse a través de nuevos aportes de los accionistas -suscripción de nuevas acciones-, capitalización de utilidades y reservas -libres o estatutarias-, capitalización de cuentas de ajustes integrales del capital, de los aportes irrevocables o de la reserva por primas de emisión, capitalización de deudas, conversión de obligaciones negociables convertibles en acciones o entrega de acciones por adquisición de bienes o pago de servicios.

La Ley de sociedades comerciales prevé que el capital social puede aumentarse hasta el quíntuplo sin necesidad de reformar el estatuto social y que la asamblea puede delegar en el directorio la época de la emisión, la forma y las condiciones de pago de las acciones. Estas facilidades dadas por la Ley son mucho más amplias en las sociedades anónimas autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones, ya que se permite que la asamblea aumente el capital sin límite alguno ni necesidad de modificar el estatuto y que el directorio efectúe la emisión de acciones por delegación de la asamblea, en una o más veces, dentro de los dos años a contar desde la fecha de su celebración.

En todo aumento de capital debe respetarse el mantenimiento de la proporción en que cada accionista participa del capital social y así se encuentra dispuesto en los artículos 189 y 194 de la propia Ley de sociedades comerciales.

El primero de los artículos citados establece que en las capitalizaciones de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, en el pago de dividendos con acciones y en procedimientos similares por los que se entreguen acciones liberadas -esto es que no deban ser integradas-, debe respetarse la proporción que represente la tenencia de acciones de cada accionista respecto del capital social.

En igual sentido, el artículo 194 establece como regla que las acciones otorgan a su titular el derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones de la misma clase en proporción a las que posea y el derecho a acrecer en proporción a las acciones que haya suscripto en cada oportunidad.

Sin perjuicio de que volveremos más adelante sobre este instituto, debemos anticipar que dicha regla tiene algunas excepciones, a saber:

- La Ley otorga este derecho a las acciones ordinarias, dejando librado al estatuto o a la asamblea que disponga la emisión la posibilidad de extenderlo a las acciones preferidas.
- En el caso de sociedades que hacen oferta pública de sus acciones no pueden emitirse acciones de voto múltiple, de modo que la Ley otorga a sus titulares el derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones de voto simple -acuerdan un voto por acción- en proporción a las de voto múltiple que posean.

Al igual que el aumento del capital social, la Ley también contempla el instituto de la reducción del capital. En efecto, se prevén los siguientes tipos de reducciones del capital social:

- La reducción voluntaria.
- La reducción por pérdidas.

En el caso de la reducción voluntaria del capital social, nos encontramos frente a la devolución por la sociedad de los aportes que hicieran los accionistas en ocasión de la suscripción e integración de los aportes.

En este caso, la Ley exige que sea resuelta por la asamblea extraordinaria, con informe fundado del síndico, que se publique por tres días un aviso en el diario de publicaciones legales de la jurisdicción de la sociedad y en uno de los diarios de mayor circulación general en el país dando cuenta de la operación, y que se inscriba en el Registro Público de Comercio dicha resolución social.

Atento la reducción del patrimonio producto de tal devolución de los aportes, la Ley otorga a los acreedores el derecho a oponerse a la operación, a ser desinteresados o debidamente garantizados y a obtener embargo judicial en caso contrario.

Tales exigencias no rigen cuando la disminución se opere por amortización de acciones integradas y se realice con ganancias o reservas libres.

Por su parte la reducción por pérdidas ofrece dos variantes: la reducción por pérdidas voluntaria y la reducción por pérdidas obligatoria.

En el primer supuesto, esto es la reducción voluntaria del capital social por pérdidas, es facultativa de la asamblea extraordinaria resolverla en razón de pérdidas sufridas por la sociedad con el fin de reestablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio social.

Por el contrario, en el caso de que las pérdidas insuman las reservas y el 50% del capital social, la Ley impone la reducción obligatoria del capital social por pérdidas.

## II. ACCIONES

Suele ser reiterado por los autores que dar una definición de la acción es sumamente dificultoso, aduciendo que cualquier descripción que se ensaye pecará de ser imperfecta e insuficiente.

No obstante, y a riesgo de ser simplistas, diremos que la acción representa una de las fracciones en que se divide el capital de una sociedad anónima y al propio tiempo, el conjunto de derechos y obligaciones que corresponden a su titular, quien es socio de la sociedad. Por lo tanto se puede ser accionista de una sociedad anónima (i) por intervención en el contrato constituido; o (ii) por una incorporación posterior.

Al referirnos al valor de las acciones debemos precisar en primer lugar que existen distintas acepciones al respecto.

En efecto, debemos distinguir el valor nominal, el valor de libros y el valor de cotización.

El valor nominal se corresponde con la cifra del capital social y en base al mismo deben calcularse las proporciones en que los accionistas participan en dicho capital y en que tienen derecho a participar de sus aumentos -por distribución de acciones liberadas o por suscripción de nuevas acciones-. Asimismo, ese valor es utilizado para el cálculo del quórum y de las mayorías en las asambleas de accionistas.

Sobre el particular, la Ley dispone que las acciones deben ser siempre de igual valor nominal, el que, por ser las mismas representaciones del capital social debe estar expresado, al igual que éste, en moneda argentina. En las sociedades autorizadas a cotizar sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires los valores nominales aceptados para tales acciones actualmente son: \$ 0,01.-; \$ 0,10.-; \$ 1.- y \$ 10.-, aunque se prevé que en casos excepcionales y justificados pueda autorizarse un valor nominal unitario mayor para las acciones.

El valor de libros, también llamado real, contable o patrimonial, se relaciona con el patrimonio neto que surge de los estados contables de la sociedad y representa la valuación económica de la participación de cada accionista. Su cálculo es sencillo ya que surge de la división del monto del patrimonio neto que arrojen los estados contables a una fecha por el número de acciones representativas del capital social a esa misma fecha.

Este valor es tenido en cuenta para el cálculo del valor de reembolso de las acciones en caso de ejercicio del derecho de receso por la Ley de sociedades comerciales (artículo 245) y en el supuesto de retiro de la oferta pública por el Decreto N° 677/2001 (artículo 31).

Por último el valor de cotización, también llamado valor de mercado, responde al precio registrado en una Bolsa de Comercio por la compraventa de acciones de una sociedad. Aquí hay que tener en cuenta que por regla, los precios de cotización en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se registran a tanto por \$ 1.- de valor nominal, de manera que, para calcular el precio de cotización de una acción de \$ 0,10.- de valor nominal unitario, el precio de cotización registrado en la Bolsa debe ser dividido por diez y por el contrario, para determinar el precio de cotización de una acción cuyo valor nominal sea de \$ 10.-, el precio de cotización registrado en la Bolsa debe ser multiplicado por diez.

### *Clasificación*

#### *A) Por los derechos que otorgan*

En cuanto a los derechos que otorgan las acciones vemos que pueden ser diferentes dando lugar a la existencia de diversas clases. No obstante ello, la Ley exige que dentro de cada clase, las acciones deben conferir los mismos derechos, disponiendo la nulidad de toda disposición en contrario.

Así, podemos distinguir dos clases básicas de acciones:

- las acciones ordinarias, y
- las acciones preferidas.

Las acciones ordinarias se caracterizan por no otorgar a sus titulares privilegios de carácter económico, y sí derecho de votar en las asambleas de accionistas.

En principio la regla es que, como mínimo, cada acción ordinaria da derecho a un voto, permitiéndose la constitución por el estatuto de categorías distintas de acciones ordinarias en función del distinto número de votos que

acuerde cada una. Así, se prevé la existencia de acciones de voto múltiple, plural o privilegiado que reconozcan más de un voto. No obstante esta facultad se halla limitada por la Ley a un máximo de cinco votos por acción ordinaria.

Las acciones de voto múltiple tienen como finalidad mantener el control societario y es por ello que la Ley en su artículo 216, prohíbe que se emitan nuevas acciones de esta categoría una vez que la sociedad ha ingresado sus acciones al régimen de la oferta pública.

En cuanto a las acciones preferidas, se distinguen por conferir a sus titulares el derecho de percibir los dividendos o los resultados de la liquidación con prioridad respecto de las ordinarias.

Ese privilegio puede consistir en el cobro de un dividendo -fijo o variable- sobre el capital que representan las preferidas o sobre las utilidades que arrojen los estados contables, ya sea en forma de un porcentaje o de un monto determinado. También puede reconocérseles una participación adicional en las ganancias en función del dividendo que cobren las ordinarias y asignársele carácter acumulativo de ese derecho, es decir que, de no arrojar utilidades un ejercicio el derecho que les correspondía por el mismo no se pierde, sino que se conserva el derecho a cobrarlo en cuanto la sociedad genere utilidades. Por último la preferencia puede referirse a percibir la cuota de liquidación social antes que las acciones ordinarias.

La Ley no veda la posibilidad de que las acciones preferidas puedan dar derecho a voto, pero limita tal derecho a un solo voto por acción al establecer que el privilegio en el voto es incompatible con preferencias patrimoniales.

Si las acciones preferidas, de acuerdo con sus condiciones de emisión, carecen de voto, la Ley se lo reconoce a fin de evitar abusos, en los siguientes casos:

1) En las decisiones sociales referidas a las materias previstas en el artículo 244, último párrafo de la Ley;

2) Cuando exista mora en recibir los beneficios que constituyan la preferencia y por el tiempo que subsista;

3) Si cotizaren en bolsa y se suspendiera o retirare dicha cotización por cualquier causa, mientras subsista esta situación.

## *B) Por su forma de representación*

En cuanto a la forma de representación de las acciones:

- pueden ser representadas en títulos -cartulares-, o
- pueden no ser representadas en títulos, sino surgir de inscripciones en cuentas en un registro de acciones escriturales.

### *ACCIONES CARTULARES*

Los títulos representativos de las acciones pueden, a su vez, adoptar las siguientes formas:

a) Láminas definitivas.

b) Certificados provisorios: la Bolsa de Comercio de Buenos Aires admite por un plazo no mayor de ciento ochenta (180) días corridos, que se emitan certificados provisorios con cupones de acciones totalmente integradas, que pueden ser extendidos por la cantidad de títulos valores que estime conveniente la sociedad, pudiendo el accionista exigir su fraccionamiento en el momento de la entrega. Cuando la sociedad asuma el compromiso de canjear los certificados por láminas definitivas dentro de los noventa días corridos, podrá imprimirlos sin cupones.

c) Certificados provisionales: mientras las acciones no estén integradas totalmente, sólo pueden emitirse certificados provisionales nominativos. Cumplida la integración, los interesados pueden exigir la inscripción en las cuentas de las acciones escriturales o la entrega de los títulos definitivos que serán al portador si los estatutos no disponen lo contrario. Hasta tanto se cumpla con esta entrega, el certificado provisorio será considerado definitivo, negociable y divisible.

d) Certificados globales: las sociedades autorizadas a la oferta pública pueden emitir certificados globales de sus acciones integradas, con los requisitos de los artículos 211 y 212 de la Ley de sociedades comerciales, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin, se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

### *ACCIONES ESCRITURALES*

El estatuto puede autorizar que todas las acciones o algunas de sus clases no se representen en títulos, debiendo en tal caso inscribirse en cuentas llevadas a nombre de sus titulares por la sociedad emisora en un registro de



acciones escriturales al que se aplica el artículo 213 de la Ley en lo pertinente, o por bancos comerciales o de inversión o cajas de valores autorizados.

La calidad de accionista se presume por las constancias de las cuentas abiertas en el registro de acciones escriturales, siendo la sociedad responsable en todos los casos ante los accionistas por los errores o irregularidades de las cuentas, sin perjuicio de la responsabilidad del banco o caja de valores ante la sociedad, en su caso.

La sociedad, la entidad bancaria o la caja de valores deben otorgar al accionista comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que inscriban en ella. Todo accionista tiene, además, derecho a que se le entregue, en todo tiempo, constancia del saldo de su cuenta, a su costa.

### *C) Por su forma de transmisión*

En relación a la transmisibilidad de las acciones, el principio que rige en la Ley es la libertad. Las acciones podrán ser cartulares al portador o nominativas; en este último caso, endosables o no endosables o escriturales, pero en ningún caso la forma de circulación adoptada podrá importar la prohibición de su transferencia. Las limitaciones a la transferibilidad deben constar en el título o en las inscripciones en cuenta, sus comprobantes y estados respectivos.

Actualmente, de acuerdo con la Ley 24.587, las acciones representadas en títulos sólo pueden emitirse en forma nominativa no endosable, razón por la cual se encuentran prohibidas las emisiones al portador o en forma nominativa endosable.

Para la transmisión de las acciones nominativas no endosables deben cumplirse los siguientes actos: 1) la tradición del título del vendedor al comprador; 2) la notificación por escrito a la sociedad emisora o entidad que lleve el registro; 3) la anotación en el título y 4) la inscripción en el libro de acciones, surtiendo efectos contra la sociedad y los terceros desde su inscripción.

Tratándose de acciones escriturales, además de cumplirse con los actos indicados en 2) y 4) del párrafo precedente, la emisora o entidad que lleve el registro debe cursar aviso al titular de la cuenta en que se efectúe un débito por transmisión de acciones, dentro de los diez días de haberse inscripto, en el domicilio que se haya constituido.

En cuanto a las acciones endosables, se transmiten por una cadena ininterrumpida de endosos y para el ejercicio de sus derechos el endosatario solicitará el registro.

La inscripción en el libro o cuenta produce la oponibilidad erga omnes de la transferencia -es decir que tiene valor frente a todos- y hace que el accionista goce de los derechos derivados del estado de socio.

### *III. PRINCIPALES DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS*

#### *A. DERECHO DE VOTO*

El derecho de voto acordado por la Ley a los titulares de las acciones, implica su participación en la toma de decisiones de la sociedad a través de su participación en las asambleas de accionistas.

La Ley distingue entre asambleas ordinarias o extraordinarias, según los asuntos que sean sometidos a su consideración. Así establece que en asamblea ordinaria, deberá considerarse: 1) el balance general, el estado de los resultados, la distribución de ganancias, la memoria y el informe del síndico, 2) la designación y remoción de directores y síndicos, miembros del consejo de vigilancia y fijación de su retribución, 3) la responsabilidad de los directores y síndicos y miembros del consejo de vigilancia y 4) los aumentos del capital dentro del quíntuplo.

Por su parte, requieren la aprobación de los accionistas reunidos en asamblea extraordinaria las siguientes cuestiones: 1) la modificación del estatuto social, 2) el aumento del capital social por encima del quíntuplo, 3) la reducción y el reintegro del capital, 4) el rescate, el reembolso y la amortización de las acciones, 5) la fusión, transformación y disolución de la sociedad; nombramiento, remoción y retribución de los liquidadores; escisión; consideración de las cuentas y de los demás asuntos relacionados con la gestión de éstos en la liquidación social, que deban ser objeto de resolución aprobatoria de carácter definitivo, 6) la limitación o suspensión del derecho de preferencia en la suscripción de nuevas acciones, 7) la emisión de debentures y su conversión en acciones y la emisión de bonos y 8) los aumentos que no sean competencia de la asamblea ordinaria.

La Ley dispone que las resoluciones que, conforme con la Ley y el estatuto, adopten los accionistas en las asambleas son obligatorias para todos los accionistas (salvo el ejercicio del derecho de receso que corresponde a los ausentes y a los que votaron en contra), y deben ser cumplidas por el directorio.

A los efectos de dotar de validez a las decisiones tomadas por los accionistas en las asambleas, la Ley ha establecido un régimen de quórum y mayorías que dependen de los temas sobre los cuales recaerán tales decisiones.

Así dispone que para constituirse y sesionar válidamente la asamblea ordinaria requiere la presencia de accionistas que representen la mayoría de las acciones con derecho a voto -en primera convocatoria-, en tanto que en la segunda convocatoria la asamblea se considerará constituida cualquiera sea el número de esas acciones presentes.

En cuanto a la forma de adoptar las decisiones se establece que -tanto en primera como en segunda convocatoria- serán necesarios los votos favorables de la mayoría absoluta de los votos presentes que puedan emitirse en la respectiva decisión, salvo cuando el estatuto exija mayor número.

Con relación a la asamblea extraordinaria y a efectos de constituirse y sesionar válidamente, se exige la reunión en primera convocatoria de accionistas que representen el sesenta por ciento (60%) de las acciones con derecho a voto, si el estatuto no exige quórum mayor y en segunda convocatoria, se requiere la concurrencia de accionistas que representen el treinta por ciento (30%) de las acciones con derecho a voto, salvo que el estatuto fije quórum mayor o menor.

Las resoluciones, tanto en primera como en segunda convocatoria, deben ser tomadas por la mayoría absoluta de los votos presentes que puedan emitirse en la respectiva decisión, salvo cuando el estatuto exija mayor número.

Como ya anticipáramos al referirnos al derecho de votar por parte de las acciones preferidas, existen supuestos especiales que requieren una mayoría especial, como cuando se tratare de la transformación, prórroga o reconducción, excepto en las sociedades que hacen oferta pública o cotización de sus acciones; de la disolución anticipada de la sociedad; de la transferencia del domicilio al extranjero, del cambio fundamental del objeto y de la reintegración total o parcial del capital, tanto en la primera cuanto en segunda

convocatoria, las resoluciones se adoptarán por el voto favorable de la mayoría de acciones con derecho a voto, sin aplicarse la pluralidad de voto. Esta disposición se aplicará para decidir la fusión y la escisión, salvo respecto de la sociedad incorporante, que se regirá por las normas sobre aumento de capital.

Es preciso destacar que pesa sobre los directores, síndicos, miembros del consejo de vigilancia y gerentes generales, una inhabilitación para votar en las decisiones vinculadas con la aprobación de sus actos de gestión y en las resoluciones atinentes a su responsabilidad o remoción con causa.

Asimismo, la Ley dispone que el accionista (o su representante) que en una operación determinada tenga por cuenta propia o ajena un interés contrario al de la sociedad, tiene obligación de abstenerse de votar los acuerdos relativos a aquélla y si contraviniese esta disposición, será responsable de los daños y perjuicios, cuando sin su voto no se hubiera logrado la mayoría necesaria para una decisión válida.

Con la finalidad de otorgar a la minoría de accionistas la posibilidad de una mayor participación en el directorio y en el órgano de fiscalización interna, la Ley ha dispuesto que el estatuto pueda prever que, de existir varias clases de acciones, cada una de ellas elija uno o más directores, como así también que, en caso de que el estatuto no contemple la elección de directores por categoría o clase, los accionistas podrán ejercer el derecho de voto acumulativo.

### *VOTO ACUMULATIVO*

A través de este sistema de votación -que no puede ser derogado por el estatuto ni reglamentado de manera tal que dificulte su ejercicio- los accionistas tienen derecho a elegir hasta un tercio de las vacantes a llenar en el directorio o en el órgano de fiscalización interna.

El directorio no puede ser renovado en forma parcial o escalonada, si de tal manera se impide el ejercicio del voto acumulativo.

El procedimiento que debe seguirse a los efectos del ejercicio del voto acumulativo consiste en: 1) El o los accionistas que deseen votar acumulativamente deberán notificarlo a la sociedad con anticipación no menor de tres días hábiles a la celebración de la asamblea, individualizando las

acciones con que se ejercerá el derecho. Cumplidos tales requisitos aunque sea por un solo accionista, todos quedan habilitados para votar por este sistema;

2) Se debe informar a los accionistas presentes en la asamblea que todos se encuentran facultados para votar acumulativamente, hayan o no formulado la notificación;

3) Antes de la votación se informará pública y circunstanciadamente el número de votos que corresponde a cada accionista presente;

4) Cada accionista que vote acumulativamente tendrá un número de votos igual al que resulte de multiplicar los que normalmente le hubieren correspondido por el número de directores a elegir. Podrá distribuirlos o acumularlos en un número de candidatos que no exceda del tercio de las vacantes a llenar;

5) Los accionistas que voten por el sistema ordinario o plural y los que voten acumulativamente competirán en la elección del tercio de las vacantes a llenar, aplicándose a los dos tercios restantes el sistema ordinario o plural de votación.

Los accionistas que no voten acumulativamente lo harán por la totalidad de las vacantes a cubrir, otorgando a cada uno de los candidatos la totalidad de votos que les corresponde conforme a sus acciones con derecho a voto;

6) Ningún accionista podrá votar -dividiendo al efecto sus acciones- en parte acumulativamente y en parte en forma ordinaria o plural;

7) Todos los accionistas pueden variar el procedimiento o sistema de votación, antes de la emisión del voto, inclusive los que notificaron su voluntad de votar acumulativamente y cumplieron los recaudos al efecto;

8) El resultado de la votación será computado por persona. Sólo se considerarán electos los candidatos votados por el sistema ordinario o plural si reúnen la mayoría absoluta de los votos presentes; y los candidatos votados acumulativamente que obtengan mayor número de votos, superando a los obtenidos por el sistema ordinario, hasta completar la tercera parte de las vacantes; y

9) En caso de empate entre dos o más candidatos votados por el mismo sistema, se procederá a una nueva votación en la que participarán solamente los accionistas que votaron por dicho sistema. En caso de empate entre candidatos votados acumulativamente, en la nueva elección no votarán los accionistas que -dentro del sistema- ya obtuvieron la elección de sus postulados.

## *B. DERECHO AL DIVIDENDO*

El derecho al dividendo constituye una de las características tipificantes del contrato de sociedad. Este derecho reconocido a los accionistas de participar en las ganancias no puede en ningún caso ser excluido, siendo nulas las cláusulas contractuales que contengan tal exclusión.

Si bien el accionista tiene derecho al reparto periódico de utilidades, dicho derecho no es absoluto ya que puede ocurrir que la sociedad necesite autofinanciarse, en lugar de tomar deuda con terceros, y no resulte conveniente al interés social la salida de efectivo de la sociedad.

Es una condición insoslayable para la aprobación y pago de dividendos que resulten de ganancias líquidas y realizadas correspondientes a un balance confeccionado de acuerdo con la Ley y el estatuto y aprobado por el órgano social competente. Sin perjuicio de ello, cabe recordar que la Ley prevé en el artículo 225 que no son repetibles, es decir, no deben devolverse, los dividendos percibidos de buena fe.

Cabe destacar que, sin perjuicio de que es la asamblea la que resuelve distribuir el dividendo, el directorio en su memoria debe efectuar una propuesta de pago de dividendos, y explicar allí mismo las causas de dicha decisión.

Una vez que la asamblea aprueba los estados contables de ejercicio y la distribución del dividendo, el derecho al dividendo así aprobado se transforma en un crédito del accionista contra la sociedad.

En las sociedades abiertas está permitida la distribución de dividendos anticipados, con cargo al ejercicio en curso, siempre que se cumplan con ciertos requisitos reglamentarios. Esto se calcula sobre la base de los estados contables intermedios.

### *C. DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE*

Como vimos al comienzo de este capítulo al referirnos al aumento del capital social, la Ley acuerda a los titulares de acciones ordinarias, sean de voto simple o plural, el derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones de la misma clase en proporción a las que posea, excepto en el caso del artículo 216, último párrafo; también otorgan derecho a acrecer en proporción a las acciones que haya suscripto en cada oportunidad.

Cuando con la conformidad de las distintas clases de acciones expresadas en asambleas especiales, no se mantenga la proporcionalidad entre ellas, sus titulares se considerarán integrantes de una sola clase para el ejercicio del derecho de preferencia. Es decir, este derecho asegura a todos los socios la posibilidad de mantener igual participación (económica y política) durante la existencia de la sociedad, a pesar de que tengan lugar aumentos de capital.

Los accionistas podrán ejercer su derecho de opción dentro de los treinta (30) días siguientes al de la última publicación del aviso del ofrecimiento -que debe hacerse por tres (3) días en el boletín oficial-, si los estatutos no establecieran un plazo mayor, salvo en el caso de las sociedades que hagan oferta pública, en que la asamblea extraordinaria puede reducir este plazo hasta un mínimo de diez (10) días.

Este derecho de preferencia y de acrecer se acuerda a los accionistas también frente a la suscripción de valores que acuerden a sus titulares la opción de convertirlos en acciones o de suscribir nuevas acciones.

La falta de cumplimiento de la Ley en esta materia faculta al accionista perjudicado a exigir judicialmente que la emisora cancele las suscripciones que le hubieren correspondido y si por tratarse de acciones entregadas no puede procederse a la cancelación prevista, tendrá derecho a que la sociedad y los directores solidariamente le indemnicen los daños causados. La indemnización en ningún caso será inferior al triple del valor nominal de las acciones que hubiera podido suscribir conforme al artículo 194, computándose el monto de la misma en moneda constante desde la emisión.

Tales acciones deben ser promovidas por el accionista perjudicado o cualquiera de los directores o síndicos, en el término de seis (6) meses a partir del vencimiento del plazo de suscripción.

En casos particulares y excepcionales, cuando el interés de la sociedad lo exija, la asamblea extraordinaria, con las mayorías del último párrafo del artículo 244, puede resolver la limitación o suspensión del derecho de preferencia en la suscripción de nuevas acciones, cuando su consideración se incluya en el orden del día y se trate de acciones a integrarse con aportes en especie o que se den en pago de obligaciones preexistentes.

El legislador al acordar a los accionistas el derecho de preferencia y de acrecer, tuvo en miras una doble finalidad, permitir que el accionista conserve: i) las ventajas patrimoniales alcanzadas y no traducidas en el valor nominal de las acciones, y ii) la proporción de participación en el gobierno de la sociedad.

### *APORTES IRREVOCABLES A CUENTA DE FUTURAS EMISIONES*

La Ley de sociedades comerciales no prevé este instituto que viene aplicándose de hecho desde hace muchos años. Recién con las Resoluciones Nros. 466/2004 y 474/2004 la Comisión Nacional de Valores reglamentó su funcionamiento en el ámbito de la oferta pública.

Cuando nos referimos a aportes irrevocables a cuenta de futuras emisiones, o expresión equivalente, estamos en presencia de la entrega a la sociedad por parte de algún accionista o tercero de fondos destinados a la integración futura de acciones a ser emitidas en suscripción. Esto significa que existe la voluntad del aportante de suscribir nuevas acciones de la sociedad si ya fuera accionista o de convertirse en accionista de la sociedad, si fuera un tercero.

Respecto de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, la citada Resolución N° 466/2004 establece que podrán recibir aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones de acciones, cuando éstos obedezcan a la atención de situaciones de emergencia que no permitan la realización del trámite respectivo para un aumento de capital, lo que deberán justificar detalladamente. Los aportes integrarán su Patrimonio Neto desde la aceptación por su directorio, debiendo tener simultánea contrapartida en el rubro Caja y Bancos, y el aumento de capital por un monto que abarque el aporte recibido a cuenta de futuras suscripciones deberá ser tratado por la primera asamblea que se celebre en un plazo de seis (6) meses a contar desde la aceptación del aporte irrevocable por el directorio, y en forma previa a cualquier reducción de capital.

Asimismo, prevé que los aportes no devengarán intereses y que al resolverse la restitución -por no haberse aprobado el aumento de capital o por cualquier otra causa- o vencido el plazo antes citado sin haberse convocado a la asamblea para que trate el aumento, cesará su calidad de aporte irrevocable y pasará a integrar el pasivo de la emisora, en carácter de crédito subordinado.

La restitución debe ser resuelta por asamblea extraordinaria y sometida al régimen de avisos para oposición de acreedores, igual que en el caso de reducción voluntaria del capital social.



El cumplimiento de la exigencia de aumentar el capital para aplicar el aporte irrevocable no será obligatorio para aquellas emisoras que coticen sus acciones por debajo de la par, cuando los aportes irrevocables contabilizados en su patrimonio neto sean anteriores a la vigencia de la Resolución General N° 466.

#### *D. DERECHO DE RECESO*

La Ley de sociedades comerciales prevé este instituto del derecho de receso para impedir las decisiones abusivas de la mayoría.

En efecto, el artículo 245 dispone que los accionistas disconformes con las modificaciones incluidas en el último párrafo del artículo 244 (salvo en el caso de disolución anticipada y en el de los accionistas de la sociedad incorporante en la fusión y en la escisión), pueden separarse de la sociedad con el reembolso del valor de sus acciones. También podrán separarse en los casos de aumentos de capital que competan a la asamblea extraordinaria y que impliquen desembolso para el socio, de retiro voluntario de la oferta pública o de la cotización de las acciones y de continuación de la sociedad en el supuesto del artículo 94 inciso 9°) -sanción firme de cancelación de oferta pública o de la cotización de sus acciones-.

En las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones o se hallan autorizadas para la cotización de las mismas, los accionistas no podrán ejercer el derecho de receso en los casos de fusión o de escisión si las acciones que deben recibir en su consecuencia estuviesen admitidas a la oferta pública o para la cotización, según el caso. Podrán ejercerlo si la inscripción bajo dichos regímenes fuese desistida o denegada.

El derecho de receso sólo podrá ser ejercido por los accionistas presentes que votaron en contra de la decisión, dentro del quinto (5°) día y por los ausentes que acrediten la calidad de accionistas al tiempo de la asamblea, dentro de los quince (15) días de su clausura. En los supuestos que se refiere el párrafo anterior, el plazo se contará desde que la sociedad comunique la denegatoria o el desistimiento mediante avisos por tres (3) días en el diario de publicaciones legales y en uno de los que tenga mayor circulación en la República.

El derecho de receso y las acciones emergentes caducan si la resolución que los origina es revocada por asamblea celebrada dentro de los sesenta (60) días de expirado el plazo para su ejercicio por los ausentes; en este caso, los recedentes readquieren sin más el ejercicio de sus derechos retrotrayéndose los de naturaleza patrimonial al momento en que notificaron el receso.

Las acciones se reembolsarán por el valor resultante del último balance realizado o que deba realizarse en cumplimiento de normas legales o reglamentarias. Su importe deberá ser pagado dentro del año de la clausura de la asamblea que originó el receso, salvo los casos de retiro voluntario, desistimiento o denegatoria de la oferta pública o cotización o de continuación de la sociedad en el supuesto del artículo 94, inciso 9º), en los que deberá pagarse dentro de los sesenta (60) días desde la clausura de la asamblea o desde que se publique el desistimiento, la denegatoria o la aprobación del retiro voluntario.

El valor de la deuda se ajustará a la fecha del efectivo de pago.

Es nula toda disposición que excluya el derecho de receso o agrave las condiciones de su ejercicio.

Es preciso destacar que lo dispuesto por la Ley de sociedades comerciales en materia de receso por retiro del régimen de la oferta pública ha sido modificado por el Decreto N° 677/2001. Concordantemente, las Normas de la Comisión Nacional de Valores establecen en su Capítulo X que las entidades que decidan retirarse del régimen de la oferta pública deberán considerar el tema como punto expreso del orden del día en asamblea extraordinaria, cumpliendo con el quórum y mayorías requeridas por los reglamentos de las entidades autorreguladas, en su caso.

Asimismo dispone que de proponerse una oferta pública de adquisición por parte de la sociedad en los términos del artículo 31 del Decreto N° 677/01, la decisión deberá adoptarse como punto especial del orden del día de la asamblea que lo trate. La oferta pública de adquisición se regirá por lo dispuesto en el Capítulo XXVII de las aludidas Normas, debiendo contener, por lo tanto, un precio equitativo que se ofrecerá abonar a los accionistas.

El directorio veinte (20) días antes de la fecha fijada para la celebración de la asamblea, deberá poner a disposición de los accionistas, en su sede social o por medios electrónicos, y remitir copia a la Comisión y a la entidad autorregulada donde negocien las acciones, un informe que contenga un

comentario amplio y fundado sobre la conveniencia para la sociedad del retiro propuesto.

En su caso, en los avisos de convocatoria se mencionará la decisión de la persona física o jurídica controlante de lanzar una oferta pública de adquisición.

Si la oferta pública de adquisición no se hiciera extensiva a los accionistas que voten a favor del retiro en la asamblea, en los avisos deberá advertirse que tales accionistas deberán inmovilizar sus valores hasta que transcurra el plazo adicional -no menos de cinco (5) días ni más de diez (10) días de la fecha de cierre general del plazo de la oferta- acordado para que puedan aceptar la oferta aquellos accionistas que no la hubiesen aceptado dentro del plazo general.

La oferta pública de adquisición deberá tener efectivo inicio dentro de los veinte (20) días de celebrada la asamblea que aprobó el retiro. Dicho plazo se interrumpirá por resolución de la Comisión Nacional de Valores, o por impugnación u objeción al precio de la oferta, y hasta que se determine el precio definitivo por acuerdo de partes, por laudo arbitral o sentencia judicial.

Dentro de los dos (2) días de resuelto el retiro deberá informarse si la oferta pública de adquisición se hará extensiva o no a los accionistas que votaron afirmativamente por el retiro. En caso negativo, deberá simultáneamente acreditarse:

a) Por la sociedad, haber notificado, en su caso, al agente que lleva el registro de accionistas, la indisponibilidad de las acciones pertenecientes a los accionistas que votaron afirmativamente el retiro de la sociedad, proporcionando su identidad.

b) Por el agente que lleva el registro de accionistas, haber tomado nota de la indisponibilidad.

Dentro de los diez (10) días de la asamblea que aprobó el retiro de las acciones deberá presentarse el prospecto de la oferta pública de adquisición, el acta de directorio que aprobó el prospecto e informe con opinión del órgano de fiscalización que lo consideró, la opinión del Comité de Auditoría, de corresponder y en su caso, informe completo de valuación emitido por una entidad especializada independiente.

Por su parte, el Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio contempla el procedimiento a seguir frente a las resoluciones de asamblea que otorguen derecho de receso (excluidos los retiros de cotización), requiriendo que en el orden del día de las asambleas que se convoquen para adoptar resoluciones que otorguen a los accionistas el derecho de separarse de la sociedad con reembolso del valor de sus acciones, se incluirá un punto expreso para aprobar el estado de situación patrimonial que se tomará en cuenta a los efectos de determinar dicho valor.

Tal estado contable, sea general o intermedio, deberá ser confeccionado y dictaminado conforme a las normas vigentes para la presentación de los estados contables de cierre de ejercicio, y su fecha de cierre no podrá ser anterior a noventa (90) días corridos de la fecha de publicación de la convocatoria a asamblea en el boletín diario de la Bolsa.

Dentro de los sesenta (60) días corridos de celebrada la asamblea, la sociedad deberá informar si existen accionistas que hayan ejercido el derecho de receso, indicando el monto adeudado a los mismos.

La sociedad, dentro de los plazos legales, deberá publicar en el órgano informativo de la Bolsa un aviso poniendo a disposición de los recedentes los respectivos importes. En el aviso deberá indicarse el monto a abonar por acción, el domicilio y el horario de pago que no podrá ser inferior a seis (6) horas diarias.

#### *E. DERECHO A LA COMPRA DE PARTICIPACIONES RESIDUALES*

El Decreto N° 677/01 regula el instituto de las adquisiciones residuales, con la finalidad de proteger los derechos de aquellos accionistas minoritarios de sociedades abiertas cuyo capital social ha sido adquirido en un 95% (o más) por un accionista (en forma directa o a través de una u otras sociedades a su vez controladas por ella), quien pasa a ejercer el control casi total sobre la sociedad.

Ante esta situación, el artículo 25, inciso a) del mencionado Decreto permite a los accionistas minoritarios intimar al socio controlante para que haga una oferta de compra a la totalidad de los accionistas minoritarios, pudiendo el controlante optar entre (i) hacer una oferta pública de adquisición (cumpliendo con los requisitos establecidos en el Decreto y en las Normas de la Comisión Nacional de Valores), (ii) efectuar una declaración unilateral de adquisición, (iii) rechazar la intimación o dejar transcurrir sesenta (60) días desde la intimación

y habilitar de esta forma a los accionistas minoritarios a demandar que un tribunal judicial o arbitral declare que sus acciones han sido adquiridas por el accionista controlante.

Cabe destacar que el artículo 25, inciso b) reconoce que aquella persona que adquiere el control casi total de una sociedad tiene la facultad de emitir - dentro de los seis (6) meses de perfeccionada tal adquisición- una declaración unilateral de adquisición de la totalidad del capital social remanente en poder de terceros.

En ambos supuestos planteados por el artículo 25 del Decreto, se exige la fijación de un precio equitativo que el accionista controlante pagará por cada acción en circulación, pudiendo realizar la oferta de compra en efectivo u ofrecer un canje entregando sus acciones (sólo en el supuesto que la controlante tenga autorizada la oferta pública y cotización de sus acciones en el país o en el extranjero). De esta forma, se concreta el cambio de titularidad de los valores, convirtiéndose el accionista controlante en titular de pleno derecho de las acciones que adquirió de terceros.

La declaración de adquisición -luego de cumplidas las formalidades exigidas por las normas- importa para la sociedad el retiro del régimen de la oferta pública.

## *F. DERECHO A LA INFORMACIÓN*

El derecho a la información constituye para los accionistas la facultad de conocer diversos datos que resultan de interés en la vida social.

En el ámbito de las sociedades que realizan oferta pública de sus acciones rige -además de los derechos que atribuye la Ley 19.550 a todos los accionistas, como por ejemplo el que surge del artículo 294, inciso 6°- el Decreto N° 677/01 y la Resolución General N° 516/07 (modificada por la R.G. N° 544/08) dictada por la Comisión Nacional de Valores. Ésta intenta transparentar la actividad de los órganos societarios, y así colocar más cantidad de información a disposición de los accionistas. Para alcanzar dichos objetivos, fueron aprobados los contenidos mínimos que las sociedades abiertas deben incluir en un Código de Gobierno Societario -cuya adopción es discrecional para las cotizantes- para así estimular la producción de información específicamente vinculada con la gestión del directorio, todo ello en beneficio de la masa de accionistas y del mercado en general.

Dra. Nora Ramos\*

\*Con la colaboración de funcionarios de la Gerencia Técnica y de Valores Negociables de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

## **OBLIGACIONES NEGOCIABLES**

### **I. ANTECEDENTES**

La escasa, por no decir inexistente, aplicación práctica del instituto de los debentures, previsto en la Ley de Sociedades Comerciales como herramienta de financiación para las sociedades, sumada a la inexistencia en el mercado de capitales de instrumentos idóneos a través de los cuales las empresas pudiesen obtener el fondeo necesario para el desarrollo de sus actividades, dio lugar a que la Comisión Nacional de Valores junto con la Bolsa de Comercio de Buenos Aires dictaran en el año 1984, sendas resoluciones reglamentarias de la emisión de obligaciones negociables.

La falta de condiciones competitivas de dichas obligaciones negociables con relación a los títulos públicos en materia de exenciones impositivas, determinó que el procedimiento para la emisión, colocación y cotización de las mismas no tuviera el éxito esperado.

Por tal razón, se avanzó en la elaboración de un régimen normativo legal para este tipo de valores, cuyo resultado fue, en un primer momento, la sanción de la Ley de Obligaciones Negociables 23.576 a mediados de 1988, para luego, tres años después, introducir a través de la Ley 23.962, los cambios necesarios para el desenvolvimiento del instituto.

### **II. CONCEPTO**

Cuando nos referimos a una obligación negociable podemos decir que es la promesa asumida por la persona jurídica que la emite, de pagar una suma de dinero a las personas físicas o jurídicas que le prestaron fondos, a cambio de una determinada retribución (tasa de interés) durante el tiempo convenido.

Cuando se necesitan recursos dinerarios para realizar inversiones o refinanciar deudas por montos, plazos y costos que no se ajustan a las condiciones imperantes en ese momento en el mercado financiero tradicional, la emisión de obligaciones negociables aparece como uno de los procedimientos alternativos de financiación que debe ser especialmente considerado por la empresa.

Ya adentrándonos en el ámbito de la oferta pública, para referirnos a las obligaciones negociables, además de decir que son valores representativos del monto de un empréstito, debemos agregar que esos valores califican como valores negociables, esto es que son emitidos en masa, tienen las mismas características, otorgan los mismos derechos dentro de su clase, se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo.

### III. QUIÉNES PUEDEN EMITIR OBLIGACIONES NEGOCIABLES

La posibilidad de emisión de este tipo de instrumento financiero se encuentra limitada por la propia Ley a:

- las sociedades por acciones,
- las cooperativas,
- 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 de Sociedades Comerciales -Ley 19.550-.

No obstante que la Ley también prevé su aplicación a las entidades del Estado Nacional, de las provincias y de las municipalidades, entendemos que ello no implica dejar de caracterizar a los valores emitidos por dichas entidades como “títulos públicos”, diferentes en cuanto a garantía y riesgo a los valores privados.

La enumeración dada por la Ley respecto de quienes se hallan facultados para financiarse mediante la emisión de obligaciones negociables es taxativa, de tal manera que las empresas que no encuadren en los tipos señalados no podrán recurrir de ninguna manera a esta herramienta.

Esta circunstancia es de suma relevancia si tenemos en cuenta que implica que las sociedades de responsabilidad limitada -SRL-, con altísima

presencia en el mundo empresario argentino, tienen vedado el acceso al fondeo por este medio en el mercado de capitales.

#### IV. CONDICIONES DE EMISIÓN

La ductilidad que ofrece el diseño de este instrumento financiero permite decir que el mismo puede ser hecho a la medida de las necesidades y proyecciones del emisor.

En efecto, la Ley prevé que puedan emitirse diversas clases con derechos diferentes estableciendo como única salvedad que dentro de cada clase otorguen los mismos derechos, además de contemplar la posibilidad de que la emisión se divida en series en la medida en que, la emisión de nuevas series esté precedida de la suscripción total de las anteriores.

Así vemos que respecto de las seguridades de cumplimiento de los compromisos de pago asumidos por el emisor en las condiciones de emisión de las obligaciones negociables, la Ley acuerda amplia libertad de acción, previendo que la garantía pueda ser flotante, especial o común, según lo manifieste la emisora en las resoluciones que dispongan la emisión, estableciendo únicamente la presunción de que la emisión cuyo privilegio no se limite a bienes inmuebles determinados se considerará realizada con garantía flotante.

Cuando las obligaciones negociables cuentan con garantía flotante se afectan a su pago todos los derechos, bienes muebles o inmuebles, presentes y futuros, o una parte de ellos, y otorgan los privilegios que corresponden a la prenda, la hipoteca o la anticresis, en tanto que de ser la garantía especial se hallan afectados bienes determinados.

También la Ley admite que las obligaciones negociables sean avaladas o garantizadas por cualquier otro medio, inclusive el otorgamiento de garantías por entidades financieras comprendidas en la norma respectiva.

Las condiciones de emisión pueden prever que las obligaciones negociables se denominen en la moneda de curso legal en nuestro país o en moneda extranjera y que, de denominarse en pesos, en la medida que sea compatible con las prescripciones de la Ley 23.928, el capital pueda reajustarse de acuerdo con pautas objetivas de estabilización.



No existe limitación alguna para la fijación de las condiciones de emisión referidas al rendimiento o a la forma de devolución del capital. Así es que estos instrumentos pueden emitirse con derecho a un interés fijo, variable o sin interés, esto es con descuento en el precio de emisión -cupón cero-, y ser amortizados en una única vez, o en cuotas cuya frecuencia podrá establecer la emisora según sus propias perspectivas de evolución del negocio.

A lo ya dicho se agrega un ingrediente de sumo interés o atractivo para los inversores como es la circunstancia de que las sociedades por acciones pueden emitir obligaciones convertibles, a opción del obligacionista, en acciones representativas de su capital social, con la exigencia insoslayable de que el precio o la relación de conversión no afecte la integridad del valor nominal de dicho capital. Ya volveremos más adelante sobre esta modalidad de emisión.

En cuanto a su forma de circulación las obligaciones negociables podrán ser representadas en títulos al portador o nominativos, endosables o no, aún cuando en todos los casos los cupones podrán ser al portador, o bien ser escriturales, esto es, que no se representen en títulos.

De ser cartulares, es decir, encontrarse las obligaciones negociables representadas en títulos, éstos deberán contener la denominación y domicilio de la emisora, la fecha y lugar de su constitución, el plazo de duración y los datos de su inscripción en el Registro Público de Comercio u organismos correspondientes, en lo pertinente. Además de las menciones del número de serie y de orden de cada título, las láminas deben contener el valor nominal que representan; el monto del empréstito y la moneda en que se emite; la modalidad de amortización; el tipo y época de pago de interés; la naturaleza de la garantía y en su caso, las condiciones de conversión.

Por el contrario, de haberse dispuesto que las obligaciones negociables sean escriturales, las mismas deben inscribirse en cuentas llevadas a nombre de sus titulares en un registro de obligaciones negociables escriturales. Este registro puede encontrarse a cargo de la emisora (el Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires no permite que el registro de obligaciones negociables escriturales que coticen en su ámbito bursátil sea llevado por la propia emisora) o ser encomendado por ésta a un banco comercial o de inversión o a Caja de Valores S.A.

La calidad de obligacionista se presume por las constancias de las cuentas abiertas en el registro de obligaciones negociables escriturales. En todos los casos la emisora es responsable ante los obligacionistas por los errores e irregularidades de las cuentas, sin perjuicio de la responsabilidad de la entidad que las lleve ante la emisora, en su caso.

La emisora, banco o caja de valores deben otorgar al obligacionista comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que inscriban en ella. Todo obligacionista tiene además derecho a que se le entregue en todo tiempo constancia del saldo de su cuenta, a su costa.

Además, la Ley junto con la facultad de representación de las obligaciones negociables en títulos tradicionales, contempla la de que se representen en certificados globales para su inscripción en regímenes de depósito colectivo, a cuyos fines serán considerados definitivos, negociables y divisibles.

Por último, debemos recordar que la modificación de las condiciones del empréstito debe ser decidida por la asamblea de obligacionistas con las mayorías exigidas para la asamblea extraordinaria en la sociedad anónima, exigiéndose unanimidad en caso de modificación de las condiciones esenciales de la emisión.

## V. ACCIÓN EJECUTIVA

La Ley acuerda a las obligaciones negociables fuerza ejecutiva, esto es, que el reclamo del cobro del capital, actualizaciones e intereses y la ejecución de las garantías otorgadas a las mismas puedan formalizarse a través de juicio ejecutivo. Este tipo de proceso tiene una etapa de conocimiento sumamente limitada, en la que no se discuten los derechos que surjan literalmente del título ni la causa de la obligación, lo que determina que su trámite se caracterice por la celeridad.

En la ejecución de obligaciones negociables emitidas con garantía especial y flotante, el juez dispondrá la citación de los tenedores de la misma clase y notificará a la Comisión Nacional de Valores y a la Bolsa respectiva en caso de oferta pública y cotización.

Frente al supuesto de quiebra de la emisora, respecto de las obligaciones negociables con garantía especial impagas, son aplicables las disposiciones sobre los acreedores hipotecarios o prendarios en el juicio de quiebra, en tanto que, con relación a las obligaciones negociables con garantía flotante o común, el fiduciario actúa como liquidador coadyuvante del síndico. Si los obligacionistas no han designado representante, una asamblea reunida al efecto podrá designarlo a estos fines.

En caso de acuerdo preventivo, son los obligacionistas, reunidos en asamblea en los términos de los artículos 354 y 355 de la Ley de sociedades comerciales, los que deben prestar su conformidad a la propuesta con arreglo a lo dispuesto por los artículos 45 y siguientes de la Ley 24.522.

## VI. DECISIÓN DE LA EMISIÓN

La Ley dispone que para la emisión de las obligaciones negociables por parte de sociedades por acciones y cooperativas no es necesario que tal posibilidad se encuentre autorizada por los estatutos requiriendo sólo que la decisión sea adoptada por la asamblea ordinaria.

En tanto que para el supuesto de emisión de obligaciones convertibles en acciones por parte de las sociedades posibilitadas para ello, es decir, que respondan al tipo de sociedades por acciones, la resolución de la emisión resulta competencia de la asamblea extraordinaria de accionistas. Esta previsión condice con el hecho de que, para la Ley, la emisión de las obligaciones negociables convertibles implica la emisión de las acciones necesarias para afrontar el ejercicio de los derechos de conversión por parte de los obligacionistas y por tanto, respeta las disposiciones que en la materia contiene la Ley de sociedades comerciales.

Es por ello que también la Ley de obligaciones negociables establece que en las sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones, la decisión de la emisión de obligaciones negociables convertibles puede ser adoptada en todos los casos por la asamblea ordinaria.

Por el contrario en las asociaciones civiles, deben ser los estatutos los que autoricen la emisión, cuya resolución debe adoptarse por la asamblea.

La Ley permite que la asamblea delegue en el órgano de administración la facultad -a ser ejercida dentro del plazo de dos años a contar desde la fecha de celebración de la asamblea- de determinar todas o algunas de las condiciones de emisión de las obligaciones negociables simples dentro del monto autorizado, incluyendo la época, el precio, la forma y las condiciones de pago y, tratándose de obligaciones negociables convertibles, la fijación de la época de la emisión; precio de colocación; la forma y condiciones de pago; tasa de interés y valor de conversión, indicando las pautas y límites al efecto.

## VII. ASAMBLEA DE OBLIGACIONISTAS

Partiendo de la base de que las obligaciones negociables son las partes en que se divide el préstamo tomado por la emisora, corresponde a los obligacionistas resolver las cuestiones que afectan sus derechos, reuniéndose para ello en asamblea.

Es el órgano de administración -en su defecto, la Sindicatura o el Consejo de Vigilancia de la sociedad- el que debe convocar a la asamblea de obligacionistas, tanto cuando lo juzgue necesario como cuando fuera requerido por el representante de los obligacionistas o por un número de éstos que represente, por lo menos, el cinco por ciento (5%) del monto de la emisión, supuesto éste en que la petición deberá indicar los temas a tratar y la asamblea ser convocada para que su celebración dentro de un plazo de cuarenta (40) días de recibida la solicitud de los obligacionistas.

Se requiere el pronunciamiento de la asamblea de obligacionistas para la resolución de las siguientes cuestiones:

a) Como ya se dijo, para aceptar la modificación de las condiciones del empréstito.

b) Para consentir el retiro de la oferta pública o de la cotización de las obligaciones negociables o de las acciones, cuando aquéllas fueren convertibles. En este supuesto los obligacionistas disconformes con la decisión y los ausentes tendrán el derecho de reembolso de sus tenencias de obligaciones negociables, que se deberá ejercer en los plazos previstos para el receso de los accionistas. Idéntico derecho tienen los obligacionistas disconformes y ausentes frente a la decisión asamblearia de dejar sin efecto la disolución social derivada de la sanción firme de cancelación de oferta pública o de la cotización de las acciones.

c) Para decidir la fusión o escisión de la sociedad, quedando a salvo el derecho de los ausentes y disidentes a ser garantizados o reembolsados conforme el artículo 83 de la Ley de sociedades comerciales.

## VIII. OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES

Como ya se anticipara, las sociedades por acciones tienen la posibilidad de emitir obligaciones negociables convertibles en acciones de la propia sociedad.

El derecho de conversión agregado a las condiciones de emisión de la obligación negociable otorga a ésta un atractivo adicional cual es el de permitir que el obligacionista opte, antes de su vencimiento, por transformar su crédito contra la sociedad en participación en su capital social, vale decir, convertirse de acreedor en socio.

Frente a perspectivas de mejoramiento de la situación de la sociedad, a la suba del precio de cotización de sus acciones, al inferior rendimiento de la obligación en relación con las tasas de mercado, el obligacionista tenedor de una obligación negociable convertible cuenta con una herramienta inestimable para la obtención de un mejor negocio que el de continuar siendo acreedor.

En razón de que la resolución de emitir obligaciones convertibles implica simultáneamente la decisión de aumentar el capital social en la proporción necesaria para atender los futuros pedidos de conversión, los accionistas que tengan derecho de preferencia y de acrecer en la suscripción de nuevas acciones pueden ejercerlo en la suscripción de obligaciones convertibles, aplicándose al efecto lo dispuesto en los artículos 194 a 196 de la Ley de sociedades comerciales.

Es por ello que, habiendo tenido la oportunidad de ejercer sus derechos de preferencia y de acrecer en ocasión de emitirse las obligaciones negociables convertibles, los accionistas de la emisora carecen de tal derecho sobre las acciones que efectivamente se emitan con el fin de atender los pedidos de conversión.

Los accionistas disconformes con la emisión de obligaciones convertibles pueden ejercer el derecho de receso conforme al artículo 245 de la Ley de sociedades comerciales, salvo en las sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones y en los siguientes supuestos.

El derecho de preferencia para la suscripción de obligaciones convertibles puede ser suprimido por la asamblea extraordinaria de accionistas en los casos del artículo 197, inciso 2°, última parte de la Ley 19.550, bajo las condiciones previstas en dicha norma.

Además, la asamblea extraordinaria también está facultada para suprimir el derecho de acrecer y reducir a un mínimo de diez (10) días el plazo para ejercer el derecho de preferencia, en el supuesto en que las obligaciones negociables convertibles estén destinadas a su colocación secundaria en el mercado de capitales y la emisora celebre a esos efectos un convenio de colocación en firme con un agente intermediario. Es más, en ese caso, puede inclusive suprimir el derecho de preferencia, siempre que la resolución se tome con el voto favorable de por lo menos el cincuenta por ciento (50%) del capital suscrito con derecho a opción y no existan votos en contra que superen el cinco por ciento (5%) de dicho capital.

La Ley acuerda amplia discrecionalidad para resolver las condiciones para el ejercicio del derecho de conversión, al disponer que podrá estipularse que ésta tenga lugar en época o fechas determinadas, o bien en todo tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo, previendo que cuando es permanente pueda ser suspendido por el término máximo de tres (3) meses, para permitir operaciones de fusión, escisión o aumento de capital.

Frente a ciertas situaciones de la vida social se establece el derecho de los titulares de las obligaciones negociables convertibles de ejercer anticipadamente la opción de conversión.

En efecto, así ocurre en el caso de la disolución de la sociedad deudora antes de vencidos los plazos establecidos para la conversión de las obligaciones o, sin perjuicio de requerirse la conformidad de la asamblea de los tenedores de obligaciones convertibles, ante la amortización o reducción voluntaria del capital, la modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades, la adjudicación de valores en cartera y la distribución en efectivo de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance -excepción hecha de las reservas formadas para el pago de dividendos ordinarios-.

También, da lugar a que el obligacionista pida la conversión anticipada de sus tenencias para posibilitar que simultáneamente, ya en calidad de accionista, y en las condiciones de los accionistas ausentes en la asamblea, ejerza el derecho de recesso con las nuevas acciones si no está conforme con la decisión de prorrogar o reconducir el contrato de sociedad (excepto en las sociedades autorizadas a la oferta pública de sus acciones), transferir el

domicilio al extranjero, cambiar fundamentalmente el objeto social o transformar la sociedad en otro tipo.

La notificación, por medio fehaciente, del obligacionista a la emisora de su decisión de ejercer el derecho de conversión, implica la asunción por el mismo del status de accionista, correspondiendo que dentro de los treinta (30) días siguientes a dicha notificación le sean asignados los títulos pertinentes de ser las acciones subyacentes cartulares o anotadas en cuenta de ser tales acciones escriturales.

Concluido el plazo acordado para la conversión, o al cierre de cada trimestre de haberse previsto la posibilidad de ejercer la conversión en todo tiempo, el directorio deberá comunicar 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, los que constarán en acta.

Cuando las acciones fuesen admitidas a la oferta pública, la comunicación deberá hacerse dentro de los diez (10) días contados desde el cierre del período de conversión o de finalización de cada trimestre del ejercicio social.

Las autorizaciones acordadas por la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa para la oferta pública, o cotización de las obligaciones convertibles emitidas por sociedades cuyo capital esté inscripto en dichos regímenes, implican las autorizaciones a las acciones a ser emitidas para atender los pedidos de conversión.

Se contempla en la Ley el supuesto de que la sociedad emisora no estuviere admitida a la oferta pública o cotización de sus acciones y obtuviere tal autorización para las obligaciones convertibles, estableciéndose que:

- Pesa sobre la emisora la obligación de cumplir con los trámites reglamentarios para conseguir el ingreso de su capital en tales regímenes con anterioridad al inicio del período de conversión.
- De no cumplir la emisora con los trámites o de serle denegada la solicitud, los titulares de las obligaciones convertibles tienen el derecho de pedir el reembolso anticipado o la conversión y el ejercicio simultáneo del derecho de receso (artículo 245 de la Ley de sociedades comerciales).

La tenencia de obligaciones negociables convertibles implica la expectativa de su titular de participar en el capital social de la emisora y en las

ganancias de la misma, en la proporción a que darían derecho las acciones subyacentes que le corresponden por el ejercicio de su opción de conversión.

Por ello, la Ley protege el derecho del obligacionista mientras se halle pendiente la conversión, al exigir que, para ser posible la emisión de nuevas acciones o nuevos valores convertibles a ser ofrecidos en suscripción, las condiciones de emisión hayan previsto: i) la asignación del derecho de preferencia a los obligacionistas en los mismos casos, plazos y condiciones en que se otorgue a los accionistas; o ii) el reajuste del valor, precio o relación de conversión, según la fórmula que se establezca al efecto.

También la Ley protege el derecho de suscripción preferente de los tenedores de obligaciones convertibles para suscribir nuevas emisiones de acciones o valores convertibles, requiriendo la conformidad de la asamblea de tenedores de obligaciones convertibles para suspender o limitar tal derecho.

Inspirada en idéntica finalidad, la Ley impone el ajuste del valor, precio o relación de conversión -a efectos de adecuar la participación en el capital o en el patrimonio de la sociedad de cada obligacionista-, frente a toda modificación del valor nominal de las acciones, reducción obligatoria del capital, capitalización de utilidades, reservas, ajustes contables u otros fondos especiales inscriptos en el balance y demás operaciones sociales por las que se entreguen acciones liberadas.

Igualmente, las condiciones de emisión de las obligaciones negociables convertibles de sociedades cuyas acciones coticen en Bolsa, pueden establecer que en lugar de requerirse la conformidad de la asamblea de los tenedores de tales obligaciones y el otorgamiento del derecho a la conversión anticipada, se proceda al reajuste del valor de conversión en los casos de amortización o reducción voluntaria del capital, modificación de las reglas estatutarias sobre reparto de utilidades, adjudicación de valores en cartera y la distribución en efectivo de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, excluidas las reservas formadas para el pago de dividendos ordinarios.

Ante la reorganización de la sociedad emisora de obligaciones negociables convertibles por fusión o escisión, sin perjuicio de requerirse para ello la conformidad de la asamblea de los obligacionistas, las obligaciones serán convertibles en acciones de la nueva sociedad, de la escindida o de la incorporante, según el caso, corrigiéndose el valor de conversión en función de la relación de fusión o escisión.



## IX. CONTRATO DE FIDEICOMISO

De manera similar a los debentures, la Ley prevé la posibilidad de que la emisora de obligaciones negociables celebre con una institución financiera o firma intermediaria en la oferta pública de valores mobiliarios un convenio por el que ésta 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.

El contrato, que podrá instrumentarse en forma pública o privada, tiene que contener como mínimo las siguientes menciones:

- a) Las menciones del artículo 10 de la Ley;
- b) Las facultades y obligaciones del representante de los obligacionistas;
- c) Su declaración de haber verificado la exactitud de los datos mencionados en el acto de emisión;
- d) Su retribución, que estará a cargo de la emisora.

Conforme con la Ley, resultan aplicables las normas contenidas en los artículos 342 a 345, incisos 1 ° y 2°, 351 y 353 de la Ley 19.550.

## **¿QUE ES UN BONO?**

En términos simples, un bono es una promesa de pago, un pagaré que emite quien desea tomar fondos (EL EMISOR), en éste caso el Estado, y que compra el INVERSOR, quien presta fondos. Al emitir un bono, en las condiciones se establece el plazo, el monto de la emisión, la amortización, el interés, si hay garantías y la jurisdicción legal entre otras cosas.

Después de emitido un bono en lo que se conoce como el mercado primario, generalmente, comienza a cotizar en la bolsa, apareciendo de ese modo un mercado secundario. Esto le otorga liquidez al instrumento.

Un bono tiene dos partes básicamente:

- el CAPITAL o PRINCIPAL, que se puede repagar en cuotas, o íntegramente al vencimiento (BULLET)
- el INTERES o RENTA (CUPONES) que puede ser una tasa fija o variable, en caso de una tasa variable en las condiciones de emisión se determina cuál es la tasa de referencia y si se adiciona un PLUS (13/16) o no. Ej.: FRB LIBOR 6M +13/16

POR LO TANTO VEMOS QUE AL HABLAR DE BONOS, HABLAMOS DE INSTRUMENTOS CON UN CRONOGRAMA DE PAGOS ESTIPULADO, UN FLUJO DE FONDOS CONOCIDO, de ahí la REFERENCIA A TITULOS DE **RENDA FIJA**. vs. ACCIONES (RENDA VARIABLE). LA DEUDA CUENTA CON UN RANGO de SENIORITY, prioridad sobre el repago al capital propio.

## **¿¿QUE ES UN FLUJO DE FONDOS???**

Un Flujo de fondos es una referencia a los ingresos y egresos en el tiempo asociados a una cierta inversión. Surge de considerar la inversión inicial y los pagos prometidos por el emisor, a partir del FF se calculan la famosa TIR.

Cuando hablamos de pagos distribuidos en el tiempo debemos mencionar un PRINCIPIO FUNDAMENTAL: VALOR TIEMPO DEL DINERO (un peso hoy no es lo mismo que un peso mañana).

En un mundo con tasas de interés positivas, un peso mañana vale menos que un peso hoy. Un peso dentro de un año vale hoy 0.9 suponiendo que las

tasas de interés en el mercado a un año son del 10%. Ya que  $1/1.1 = 0.9$ , es decir este es el **valor actual de \$1 en un año**.

**Actualizar es traer flujos de fondos futuros a hoy. De ahí que se habla de aplicar factores de descuento. Y esto es fundamental en la valuación de bonos.**

## TIPO DE EMISOR

PUBLICO: Gobierno nacional, provincial, municipal → TITULOS PUBLICOS

PRIVADO: Empresas → Obligaciones Negociables, Bonos Corporativos.

De acuerdo al emisor, existe un marco regulatorio. Las empresas privadas al emitir un título deben contar con autorización para la OFERTA PUBLICA, aprobadas por la CNV, presentar balances trimestrales, contar con dos calificaciones para la emisión. Etc etc... Las calificadoras de riesgo evalúan el RIESGO CREDITICIO o el RIESGO DE DEFAULT, es decir, la capacidad del emisor de honrar los pagos de renta y amortización de la deuda. Las principales calificadoras son S&P y Moodys y cuentan con una amplia gama de calificaciones que van desde AAA/Aaa a D/E. Y se distinguen en dos grandes grupos: grado de inversión –alta calidad crediticia- comprende las categorías BBB/Baa y superiores y GRADO DE ESPECULACION – bonos basura o alto riesgo.

## CONCEPTOS BASICOS

**Rendimiento Total:** Apunta a identificar las tres fuentes de ingresos: CUPONES, REINVERSION DE CUPONES Y GANANCIA/PERDIDA DE CAPITAL

**Plazo:** Vencimiento final.

**Monto en circulación:** Monto total emitido a Valor Nominal (no a precio de mercado) se debe restar el monto no colocado, las amortizaciones y los rescates anticipados.

**Valor residual:** es la porción del título que no amortizó, es decir, lo que queda VIVO del título. Ejemplo: el FRB tiene un valor residual de 80%. Es importante tener en cuenta el valor residual para ver PRECIOS. Existen distintas formas de citar los precios: C/100 VN, o C/100 VR. Los Bradies por convención cotizan c/100 VR, por lo tanto para saber cuanto plata tengo que poner si compro un FRB que cotiza a 89.875 VR debo multiplicar este valor por el VR que es 0.8 y así obtengo el precio efectivo, es decir 71.9 por cada lámina de 100.

**INTERESES CORRIDOS:** intereses del período en curso por la cantidad de días transcurridos desde el último corte de cupón. Cuando un precio cotiza con los intereses corridos incluidos se dice que cotiza "SUCIO" o DIRTY, mientras que si el precio no incluye intereses corridos, se dice que cotiza CLEAN. Para

el caso del FRB, cotiza CLEAN por lo cual precio que hemos obtenido se deben adicionarle los intereses corridos.

**VALOR TECNICO:** VALOR RESIDUAL +INTERESES CORRIDOS

**PARIDAD:** RELACION entre el precio de mercado del bono (inversión inicial) y el valor técnico. ¿Para qué sirve la paridad?

Se utiliza para el análisis de series históricas ya que permite la comparación de cotizaciones a lo largo del tiempo, evitando que los intereses corridos y los cortes de cupón distorsionen las tendencias implícitas en los precios (ganancias / pérdidas de capital). → SOLO EFECTO PRECIO.

SIN EMBARGO, si queremos evaluar el **rendimiento** de una inversión debo también tener en cuenta la renta, es decir TENER EN CUENTA RENTA + GANANCIAS/PERDIDAS DE CAPITAL.

### **RENTA ANUAL (COUPON YIELD)**

Es el rendimiento sobre el Valor Nominal del bono, es una tasa de interés comparable con las tasas de interés vigentes en el mercado. Puede ser fija o flotante. En realidad no es una medida de rendimiento.

### **Medidas de rendimiento**

#### **RENDIMIENTO CORRIENTE**

Es una medida de rendimiento que relaciona el cupón (la renta anual) con el precio de mercado del bono, limpio de intereses corridos.

EJ. Renta anual \$9 y precio de mercado \$90 → Rendimiento Corriente 10%.

OBSERVAMOS que CUANDO UN BONO COTIZA POR DEBAJO DE LA PAR, EL RENDIMIENTO CORRIENTE ES SUPERIOR A LA RENTA ANUAL (AL CUPON)

Como medida de rendimiento, el rendimiento corriente sólo considera la porción de la **renta** del rendimiento total de la inversión. QUIEN SOLO QUIERE COBRAR CUPONES, debe buscar el bono con mayor rendimiento corriente.

### **TASA INTERNA DE RETORNO**

Ahora vamos a hablar de una medida de rendimiento que tiene en cuenta las tres fuentes de ingreso. Cupones, reinversion y ganancias/pérdidas de capital.

LA TIR o tasa interna de retorno de una inversión es la tasa que iguala el precio de mercado con el valor actual de los flujos de fondos (renta + amortización) futuros de un bono. ES DECIR TIENE EN CUENTA EL VALOR TIEMPO DEL DINERO.

PERO AUN ASI HAY QUE CONSIDERAR LO SIGUIENTE: LA TIR ES UN RENDIMIENTO ESPERADO que se basa en dos supuestos:

- que mantengo la inversión al rendimiento
- que reinvierto los cupones de renta a la misma tasa de la TIR. → RIESGO DE REINVERSION

Hay dos enfoques: si conozco el precio de mercado, y el flujo de fondos de un bono quiero averiguar cuál es la tasa implícita:

Por ejemplo, volviendo a nuestro bono de 9%, que cotizaba a \$90. Supongamos que vence exactamente en 5 años y que queremos entonces averiguar su TIR (se hace por prueba y error o con calculadoras financieras).

TIR a 5 años = 11.76% anual.

El otro enfoque es cuando determino un rendimiento requerido para una inversión y quiero conocer el precio.

EL PRECIO DE UN BONO SE PUEDE ENTENDER COMO EL VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE FONDOS FUTUROS. POR LO TANTO, si la TIR o tasa de descuento es igual al cupón, el bono estará cotizando a la par.

PERO si de pronto se produce una baja en las tasas de interés, el precio del bono va a subir. Esto se puede entender desde dos puntos de vista:

**Algebraica o matemáticamente**, entendemos que al ser menor las tasas de interés, el valor presente de los flujos futuros será mayor, estamos descontando por una menor tasa.

Intuitivamente, ocurriría lo siguiente: al subir los rendimientos de los bonos comparables, este bono resultará extremadamente atractivo por lo cual su demanda aumentará, y por eso aumentará el precio, y así se produce el ajuste en el rendimiento, ya que al subir el precio cae el rendimiento. Este es un **argumento de arbitraje**.

Inversamente pasa lo contrario. Si las tasas suben al 15%, el precio del bono cae a 798.87

$$798.87 = 90 / 0.15 * ((1 - 1 / (1.15^5)) + 1000 / 1.15^5 = 301.69 + 497.18 = 798.87$$

PRECIO = VALOR ACTUAL DE LOS CUPONES + V.A. DE LA AMORTIZACION

La relación entre el cupón, el rendimiento corriente y el rendimiento al vencimiento se resume así:

Precio del bono	Relación entre cupón y rendimiento
A la par	Cupón = Rend. Corriente = Rendimiento al Vencimiento (YTM)
Descuento	Cupón < Rend. Corriente < Rendimiento al Vencimiento (YTM)
Con prima	Cupón > Rend. Corriente > Rendimiento al Vencimiento

(YTM)

VALOR PRESENTE DE UNA ANUALIDAD

$$C/r * [1 - 1/(1+R)^N]$$

VALOR FUTURO DE UNA ANUALIDAD

$$C * [(1+R)^n - 1]/R$$

OTRA MEDIDA DE RENDIMIENTO MAS COMPLETA Y QUE NO CUENTA CON LOS DEFECTOS DE LA TIR ES EL **RENDIMIENTO TOTAL o COMPUESTO**, que permite suponer que las reinversiones de cupones se realizan a una tasa distinta de la TIR, y un horizonte de inversión que puede no coincidir con el plazo del bono. PERO para ello el INVERSOR DEBE EXPLICITAR SUS EXPECTATIVAS PARA LA REINVERSION ASI COMO PARA LAS TASAS AL FIN DEL HORIZONTE DE SU INVERSION.

### **RIESGOS ASOCIADOS A LA INVERSION EN BONOS**

COMO VENIMOS VIENDO, HAY UNA RELACION INVERSA ENTRE EL PRECIO DE UN BONO Y LAS TASAS DE INTERES.

EL RIESGO DE TASA DE INTERES ES EL RIESGO SISTEMATICO ASOCIADO A LA INVERSION EN BONOS. AFECTA EN DOS SENTIDOS

1. RIESGO DE PRECIO: AL SUBIR LAS TASAS CAE EL PRECIO DE LOS BONOS
2. RIESGO DE REINVERSION: AL SUBIR LAS TASAS, SE VUELVE MÁS ATRACTIVA LA REINVERSION DE CUPONES (+).

REINVERSION : NO PODER INVERTIR A LA MISMA TASA DE LA TIR

- Para una TIR y un cupón dado, a mayor tiempo al vencimiento, mayor riesgo de reinversión
- Para una TIR y un vencimiento dado, a mayor cupón, mayor riesgo de reinversión. UN BONO CUPON CERO OBVIAMENTE NO TIENE RIESGO DE REINVERSION.

### **RIESGO DE DEFAULT o Emisor**

APUNTA A EVALUAR LA CAPACIDAD DEL EMISOR DE HONRAR LOS PAGOS DE RENTA Y AMORTIZACION. (CON LA EXCEPCION DE LOS BONOS DEL TESORO AMERICANO QUE SE CONSIDERAN LIBRES DE RIESGO, TODOS LOS DEMAS BONOS TIENEN EN CIERTA SE VEN AFECTADOS POR LA POSIBILIDAD DE QUE EL EMISOR NO CUMPLA EN TIEMPO Y FORMA CON LAS OBLIGACIONES CONTRAIDAS) CALIFICACIONES CREDITICIAS.

### **RIESGO DE RESCATE O CALL**

HAY BONOS QUE CUENTAN CON LA PROVISION DE QUE PUEDEN SER RESCATADOS ANTES DE LA FECHA DE VENCIMIENTO A LA PAR O LEVEMENTE POR ENCIMA DE LA PAR. POR LO TANTO, ESTOS BONOS RINDEN UN POQUITO MAS QUE EL MISMO BONO SIN ESTA OPCION., ES UNA VENTAJA PARA EL EMISOR QUE SI EN UN CONTEXTO DONDE LAS

TASAS DE INTERES CAEN PUEDE ENCONTRAR ATRACTIVA LA ALTERNATIVA DE RESCATAR DEUDA CONTRAIDA A UNA TASA MAYOR. LA PECULIARIDAD DE ESTOS BONOS ES QUE AL CAER LAS TASAS EL PRECIO SUBE PERO HASTA UN TECHO,,,,, DEBIDO A QUE AUMENTA LA PROBABILIDAD DE RESCATE.

### **RIESGO DE VOLATILIDAD DE LAS TASAS DE INTERES.**

Un inversor puede colocar sus ahorros en un bono que pague un interés fijo o uno variable, por ejemplo la variación de la caja de ahorro. El riesgo es que si sube la tas de interes perjudica al bono que tiene tasa fija, y si baja lo beneficia.

### **RIESGO DEL TIPO DE CAMBIO**

Hay bonos en moneda doméstica, en dólares y en otras monedas, por ejemplo euros. Acá el tipo de cambio juega un papel tan importante como el de la tasa.

### **RIESGO DEL PODER ADQUISITIVO DEL DINERO.**

Riesgo que representa que la inflación ajuste más que la tasa de interés obtenida

### **SPREADS**

Un spread es un diferencial de tasas de interés. Los más habituales son los spreads sobre Libor y sobre Treasuries. Marca del riesgo país.

SPREAD SOBRE LIBOR: ES LA DIFERENCIA ENTRE LA TIR Y LA TASA LIBOR A 30, 60, 180 DIAS SEGUN CORRESPONDA. MUESTRA EL EXCESO DEL RENDIMIENTO DEL TITULO POR ENCIMA LA TASA LIBOR Y ES UNA MEDIDA DE RIESGO PAIS.

SPREAD SOBRE TREASURIES: DIFERENCIA ENTRE LA TIR Y EL RENDIMIENTO DE UN BONO DEL TESORO AMERICANO CUPON CERO COMPARABLE.

### **DURACION**

ES EL PLAZO PROMEDIO DE CUPONES DE RENTA Y AMORTIZACION PONDERADOS POR EL VALOR ACTUAL DE LOS FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS.

ES UNA MEDIDA RESUMEN QUE CONTESTA A LA SIGUIENTE PREGUNTA: PARA UN BONO QUE PRODUCE UNA SERIE DE PAGOS DISTRIBUIDOS A LO LARGO DEL TIEMPO, SI QUIERO RESUMIR TODOS ESOS PAGOS EN UNA FECHA TENIENDO EN CUENTA EL VALOR TIEMPO DEL DINERO, CUANDO SERIA ESA FECHA.

ES EL PROMEDIO PONDERADO DE LA MADUREZ DE UN BONO. LA PONDERACION RESULTA DEL COCIENTE ENTRE EL VALOR ACTUAL DE CADA FLUJO Y EL PRECIO.

SI CONSIDERAMOS UN BONO CUPON CERO, LA DURACION COINCIDE CON LA MADUREZ O TIEMPO AL VENCIMIENTO.

**Hay una relación**  
**DIRECTA con el tiempo al vencimiento**  
**INVERSA con el cupón**

#### **DURACION MODIFICADA**

ES UNA MEDIDA DE SENSIBILIDAD, INDICA COMO VARIA EL PRECIO ANTE UNA VARIACION EN LA TIR.

CUANTO MAYOR SEA LA DURACION, MAYOR ES LA SENSIBILIDAD DE UN BONO

OTRA VEZ SE VERIFICA QUE A MAYOR TIEMPO AL VENCIMIENTO MAYOR DURACION

A MENOR CUPON, MAYOR DURACION. CUPON CERO CASO EXTREMO.

#### **CURVA DE RENDIMIENTO**

EL CALCULO DE LA DURACION ES EL ORIGEN DE LOS ARBITRAJES EN BASE A LA CURVA DE RENDIMIENTOS, ES LA RELACION ENTRE LA TIR Y LA DURACION DE UNA SERIE DE BONOS SIMILARES.

LA FORMA TIPICA DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS ES POSITIVA.

SI SE ESPERA UN TRASLADO HACIA ARRIBA DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS, SE BUSCARAN BONOS MAS CORTOS QUE SERAN LOS QUE TIENEN UNA MENOR CAIDA EN EL PRECIO

SI SE ESPERA UN TRASLADO HACIA ABAJO DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS, SE BUSCARAN BONOS LARGOS QUE SON LOS QUE MAS SE BENEFICIARAN CON LA BAJA EN LAS TASAS.

SI SE ESPERA UN ACHATAMIENTO DE LA CURVA, TAMBIEN SE BUSCARAN LOS BONOS MAS LARGOS PORQUE HABRA UNA MAYOR CAIDA EN LAS TASAS DE LARGO QUE EN LAS TASAS DE CORTO.

APLICACIONES DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS: ARBITRAJES ENTRE TITULOS.

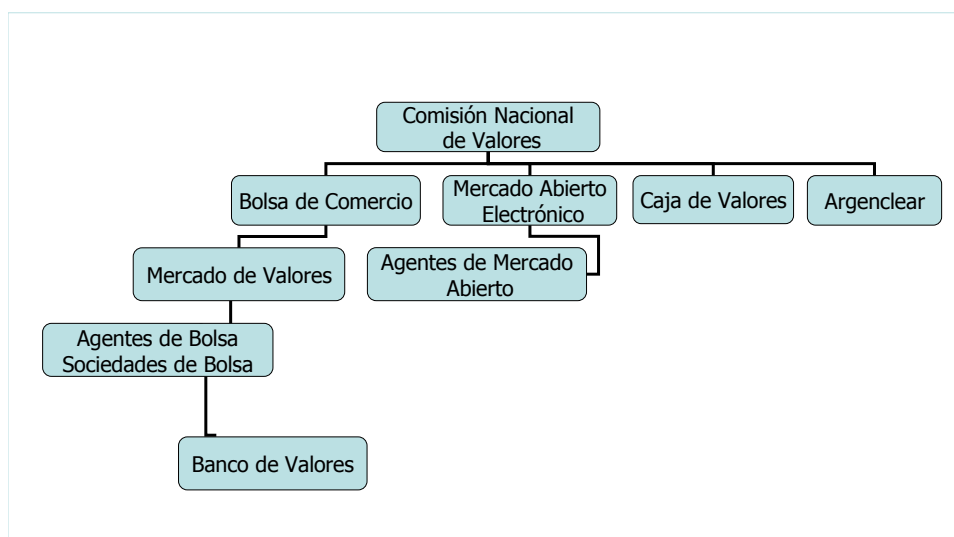


## OPERACIONES

EN ESTE CAPÍTULO VAMOS A REFERIRNOS A LAS OPERACIONES QUE SE PUEDEN REALIZAR EN EL ÁMBITO DEL MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES.

En primer lugar comencemos por definir los roles que cumple cada participante del Sistema Bursátil que es una parte del llamado Mercado de Capitales cuyo objetivo primordial es obtener financiamiento tanto para las empresas privadas como para el propio Estado Nacional, las provincias e incluso los municipios. El esquema lo podemos ver en el siguiente cuadro.

## MERCADO DE CAPITALS



El marco normativo del Sistema Bursátil Argentino es la ley 17811 que define como ente regulador a la Comisión Nacional de Valores (CNV) que se crea como un ente autárquico que se relaciona con el Poder Ejecutivo a través del Ministerio de Economía.

Entre los aspectos más importantes a destacar dentro de sus funciones están la autorización de la oferta pública de títulos valores y el control sobre el mercado de capitales. Representa entonces el poder de policía del sistema controlando a los distintos participantes, tanto a los emisores de títulos valores como a los intermediarios e inversores y autoriza además las distintas operaciones que se pueden realizar.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) trabaja en forma conjunta con la CNV autorizando la cotización de los distintos títulos valores, controlando y difundiendo la información que deben presentar los distintos

emisores y fundamentalmente registrando todas las operaciones que se realizan en el mercado. Esta información esta disponible para todos los inversores en los Boletines diarios que emite la BCBA.

En el Mercado Abierto Electrónico (MAE) se negocian títulos de renta fija tanto públicos como privados, divisas, operaciones de pases y se concretan operaciones de futuros con monedas y tasa de interés. Complementariamente, este soporte tecnológico es utilizado en las licitaciones de letras y bonos del Banco Central de la República Argentina y en la colocación primaria de títulos del Estado Nacional. Entre otros, forman parte del MAE los Bancos Privados de capital nacional, Bancos Extranjeros, Bancos Nacionales, Bancos Provinciales, Bancos Municipales, Bancos Cooperativos, Compañías Financieras, Casas de Cambio y Agentes Puros.

Argenclear es la entidad que compensa y liquida las operaciones que se realizan en el ámbito del MAE.

El Mercado de Valores de Buenos Aires, (MERVAL) es una sociedad anónima que cotiza en la BCBA y da derecho al titular de cada acción a operar como Agente o Sociedad de Bolsa para lo cual deben cumplir además ciertos requisitos en términos de idoneidad y respaldo económico según los reglamentos de la entidad. La principal función que cumple el Merval es garantizar la liquidación de las operaciones que se realizan entre los distintos agentes de bolsa. Esto es muy importante porque elimina el riesgo de contraparte y es lo que posibilita que por ejemplo un agente unipersonal pueda operar con una institución bancaria comprando o vendiendo títulos valores sin que esto implique un riesgo de incumplimiento para las partes. Hay que tener presente que la garantía de liquidación del Merval es entre los Agentes o Sociedades de Bolsa y no entre los Agentes y sus comitentes.

Las funciones más importantes que desarrolla el Merval además de la mencionada son las siguientes:

- Otorgar la matrícula de Agentes o Sociedades de Bolsa.
- Control sobre los Agentes y Sociedades de Bolsa. Esta es una función delegada por CNV.
- Establecer los ámbitos de negociación.
- Establecer las operaciones del sistema. Previamente deben ser autorizadas por CNV.
- Fijar las garantías de las operaciones.

Para cumplir con estas funciones el Merval cuenta con un Reglamento Operativo y una serie de circulares mediante las cuales reglamenta las distintas operaciones y fiscaliza su cumplimiento.

Finalmente Caja de Valores es una sociedad anónima cuya principal función es ser depositaria y custodia de títulos valores públicos y privados, liquidar dividendos, renta y amortizaciones de títulos y ser agente de registro de los accionistas de las sociedades emisoras y de los títulos públicos.

## **SISTEMAS DE NEGOCIACION**

En la actualidad existen dos sistemas de negociación, el primero, aplicable a títulos privados y públicos denominado Mercado de Concurrencia, con concertación electrónica o a viva voz, bajo un sistema de interacción de ofertas, en el cual todas las operaciones realizadas cuentan con garantía de liquidación del Merval. También se podrán concretar operaciones en títulos públicos y obligaciones negociables, en la Sesión Continua de Negociación (con o sin garantía de liquidación del Merval).

### **1- Mercado de Concurrencia**

Tiene este nombre porque incluye la sumatoria de las operaciones concertadas a viva voz y en forma electrónica. Actualmente casi la totalidad de las operaciones se realizan en forma electrónica a través del SINAC (sistema integrado de negociación asistido por computadoras). Mediante este sistema los Agentes ingresan sus ofertas de compra o de venta en sus estaciones de trabajo que son computadoras interconectadas al sistema de comunicaciones. Las ofertas de compra y de venta son ordenadas automáticamente según un criterio de prioridad tiempo que privilegia el mejor precio.

Imaginemos por ejemplo que el agente de bolsa A ingresa una orden de compra de 1000 acciones a 5 pesos, otra de 2000 a 4,95 y finalmente una compra de 5000 a 4,90. El sistema las ordena priorizando en primer lugar la mejor oferta de compra, en nuestro caso 1000 acciones a 5. Si posteriormente el agente B ingresa en su terminal una nueva orden de compra en este caso de 500 acciones a 5 pesos, el sistema va a mostrar una oferta de compra de 1500 acciones a 5, pero en este caso quien ingreso las últimas 500 acciones a 5 deberá esperar que se realice la compra de las primeras 1000 acciones que están ofrecidas al mismo precio pero fueron ingresadas al sistema con anterioridad. Esto quiere decir criterio prioridad-tiempo. Análogamente, las ofertas de ventas se ordenan de la misma forma, priorizando la mejor oferta de venta que en este caso es la realizada al menor precio. Cuando ambas ofertas coinciden la operación es concertada automáticamente y ese precio es la última cotización que se registra en el panel correspondiente para esa acción. De la misma forma se actualizan los montos operados para esa especie incorporando el importe de esa operación al total negociado hasta ese momento.

Continuando con nuestro ejemplo, si un agente C estuviera dispuesto a vender 1200 acciones a 5 pesos podría concretar la operación sin ningún inconveniente, pues al ingresar la oferta a su estación de trabajo la operación se concertará automáticamente vendiendo 1000 acciones al agente A (que cumplió totalmente su orden de compra a 5) y 200 acciones al agente B que ahora va a quedar comprando 300 acciones a 5 pesos como la mejor oferta de compra, (es el saldo que le falta para completar las 500 acciones que tenía en compra).

Todos los operadores pueden ver en sus terminales el mismo libro de órdenes donde están ordenadas las ofertas de compra y venta. Así, operadores

situados en el Recinto de Operaciones pueden concretar operaciones electrónicamente con otros que están en su propia oficina durante el horario habilitado para la operatoria. Por eso decimos que el mercado es “un lugar único de concertación” –todos ven la misma estructura de ofertas y el último precio pactado- , con un “único precio” –el mismo para todos- y “sin riesgo de contraparte” porque el Merval garantiza la liquidación de las operaciones.

Este sistema electrónico convive con el histórico sistema llamado a viva voz, que en la práctica casi no es utilizado. El sistema a viva voz permite a los operadores realizar operaciones a través de negociaciones verbales que se perfeccionan con la confección de una minuta. Esta minuta es un formulario por triplicado donde se detallan los datos de la operación y los agentes intervinientes. La minuta es confeccionada por el vendedor, una copia queda para cada operador y el original se entrega a un funcionario del Merval que carga la operación en el sistema para actualizar en tiempo real el precio operado por la especie negociada. Las operaciones realizadas a viva voz interfieren con las ofertas pendientes en el Sinac. Esto quiere decir por ejemplo, si una acción esta compradora a 5 en el Sinac y vendedora a 5,10, (en el piso del Recinto que es el lugar donde se pueden realizar las operaciones a viva voz) no se pueden concertar operaciones por debajo de 5 (porque hay una oferta de compra a ese valor) o por encima de 5,10 (porque hay una oferta de venta a ese precio). Si por ejemplo se operara a 5,05 la operación sería válida y ese precio sería el último precio de cotización e incluso aparecería en las terminales de los operadores del Sinac actualizando el último precio operado y el volumen negociado hasta ese momento. Si por el contrario alguien quisiera vender a otro agente a un precio inferior a 5 al ingresar la minuta el sistema asignaría esa venta al precio más conveniente, en este caso 5 pesos que es la mejor oferta de compra.

Las operaciones a viva voz y las realizadas por el Sinac pagan derechos de bolsa y de mercado de acuerdo al tipo de operación que se realice y cuentan con la garantía de liquidación del Merval.

Cuando una operación es realizada se difunde en tiempo real, y se registra con horario y número de registro y por supuesto las ofertas correspondientes son dadas de baja. La BCBA se ocupa del registro de estas operaciones que son publicadas en el Boletín Diario de la institución.

## **2- Sesión Continua de Negociación.**

Los agentes y sociedades de bolsa operan en esta sesión, comprando o vendiendo títulos públicos y obligaciones negociables por cuenta propia, concertando las operaciones con otro agente o sociedad de bolsa u otro intermediario, mediante tratativas directas.

En este Sistema y a diferencia del mercado de concurrencia no rige la regla de la mejor oferta y la retribución de los operadores y los derechos de bolsa y de mercado están implícitos en el precio convenido. Esto significa que los precios de compra o de venta no interfieren con los del mercado de concurrencia pero existe un valor de referencia determinado por el Merval –

generalmente es el último precio operado en el mercado de concurrencia – que se compara con los precios operados en este segmento de negociación y la reglamentación establece que estos precios operados no podrán tener diferencias que superen el 1.5%, respecto del valor registrado como precio referencial. Cuando una operación se realiza en el mercado de concurrencia los agentes de bolsa le entregan a sus comitentes una liquidación en la cual se detalla cantidad y precio operado y el desglose de los gastos que incluyen derechos de bolsa y mercado y el arancel que cobra el intermediario. En cambio, en la sesión continua las liquidaciones, solo incluyen el precio y la cantidad negociada, esto no significa que el agente no cobra un arancel, sino que el mismo está incluido en el precio. En este segmento la ganancia de los agentes esta dada por la diferencia de precio entre compras y ventas.

Las operaciones deben ser informadas en tiempo real para su divulgación, registro y publicación. Las operaciones entre contrapartes son liquidadas por el Mercado de Valores de Buenos Aires, y pueden ser cursadas por el segmento garantizado o no garantizado

En general es un segmento del que participan grandes inversores y los agentes para operar dentro de este sistema pagan un canon mensual al Merval que reemplaza los derechos de bolsa y mercado que se debitan en las operaciones realizadas por el otro sistema de negociación.

## **OPERACIONES QUE SE PUEDEN REALIZAR**

En primer lugar definamos que es concertación y liquidación de una operación. La fecha de concertación es el día que se pacta la operación y la fecha de liquidación es el día que se debe liquidar la misma, vale decir pagar las compras o cobrar las ventas. En base a esto podemos clasificar a las distintas operaciones en función de su fecha de liquidación en: a) operaciones de contado y b) operaciones a plazo.

### **a) Contado**

Las operaciones más comunes son la compra y venta de acciones y bonos que en su gran mayoría se liquidan en el plazo estándar de 72 horas (se cuentan días hábiles). Estas operaciones se denominan operaciones de contado y son las que marcan el precio operado para bonos y acciones.

Existe un plazo de liquidación que coincide con el de concertación que es el denominado contado inmediato. Estas operaciones como su nombre lo indica se liquidan el mismo día que se realizan y por ello tienen un horario mas restringido para su operatoria al efecto de facilitar su liquidación. Por lo general estas son menos fluidas que el contado de 72 horas y su uso queda reservado para facilitar la liquidación de alguna operación o cubrir una necesidad de efectivo imprevista.

La compra de cheques de pago diferido también se liquida como una operación de contado inmediato.

Hay otros instrumentos como las opciones que se liquidan a las 24 horas de su concertación y cuando se produce un ejercicio de las mismas este se toma como una operación de contado 72 horas en forma similar a una compra o venta normal de acciones.

Finalmente existe entre los plazos de contado el de 48 horas que se utiliza solo un día para la cotización de los cupones de suscripción que comienzan operándose en 72 horas el primer día, en 48 el segundo y luego en 24 horas hasta el final del período de suscripción en que se cotizan por última vez en contado inmediato.

## **b) A Plazo**

Como su nombre lo indica son operaciones que se realizan en el presente y se van a liquidar en un plazo futuro y no incluyendo a las operaciones de contado.

Como hay una incertidumbre sobre la liquidación futura de la operación, en casi todos los casos hay un requerimiento de garantías por parte del Merval que actúa como cámara compensadora o clearing house garantizando el cumplimiento de las mismas. A continuación detallamos las distintas operaciones a plazo que se pueden realizar.

### **1-Plazo Firme**

Son operaciones que se conciertan en el presente y se liquidan en un plazo futuro que coincide siempre con el último día hábil bursátil de cada mes. Es un contrato que obliga al comprador y al vendedor a liquidar la operación al vencimiento. Están habilitados hasta 4 vencimientos consecutivos y se pueden operar los bonos y acciones autorizados por el Merval, detallados en los anexos a la circular que reglamenta la operatoria. Es común que todas las especies que tienen liquidez en el mercado estén habilitadas para operarse.

Como mencionamos anteriormente es una operación que exige la integración de garantías tanto para el comprador como para el vendedor, salvo que éste entregue la especie que esta vendiendo a futuro. Esta previsto en las circulares del Merval que estas garantías puedan integrarse no solo en pesos sino en distintas especies, como puede ser moneda extranjera o títulos públicos los cuales se valúan con un cierto descuento de precio mediante la utilización de aforos. Algo para tener en cuenta es que cuando la garantía se integra en especies y estas bajan de precio, también el mercado exige en caso de corresponder una reposición de la garantía para recuperar el valor perdido.

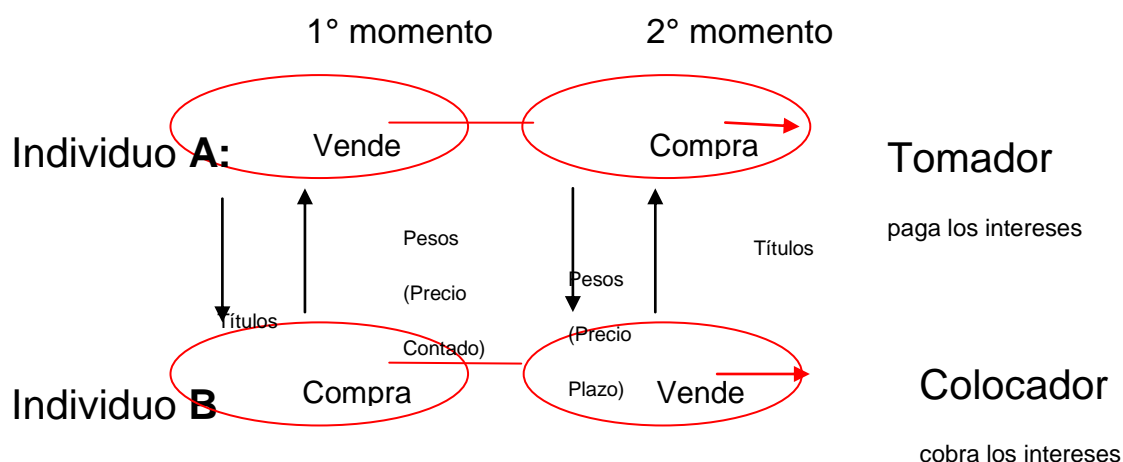
### **2-Pase Bursátil**

Es una operación en la que una de las partes es tomadora de fondos por un tiempo determinado dejando como garantía de la operación bonos o acciones y la otra parte coloca esos fondos durante ese lapso recibiendo un interés a cambio.

Permite invertir dinero a corto plazo (mínimo 7 días, con un máximo de 120 días), obteniendo tasas similares a las de un plazo fijo, aún con inversiones mínimas.

El pase bursátil es un único contrato que contempla dos operaciones simultáneas. Por un lado hay una venta (o compra) de valores negociables a un precio de contado y simultáneamente se pacta la operación inversa de compra (o venta) para un mismo comitente y en un vencimiento posterior. El esquema sería el siguiente:

## Pase Bursátil



Hay un régimen de garantías establecido por el Merval para el tomador de los fondos. Además cuando los títulos utilizados en la operación bajan de precio se exige reposición de márgenes de garantía. Lo mismo sucede cuando la garantía es integrada en especie –bonos o moneda extranjera- y esta registra una depreciación. Este es el sistema implementado por el Merval para poder garantizar el cumplimiento de la liquidación de estas operaciones entre los agentes de bolsa.

### 3- Caución Bursátil

La caución bursátil es una operación similar al pase, pero a diferencia de éste, al precio de venta de contado de los valores objeto de la caución se le aplica un aforo (garantía) determinado por el Mercado de Valores. Este aforo es un porcentaje que fija el límite de fondos que puede obtener el tomador a cambio de los títulos que entregó en garantía. De manera que un inversor que cuenta con fondos líquidos puede prestarlos a cambio de valores y al vencimiento del plazo convenido obtener el dinero prestado más un rendimiento cierto (dado que el interés se calcula al comienzo del contrato). La caución no implica cambio de propiedad de los títulos sino su inmovilización por un tiempo determinado. Si durante la vigencia de la caución el título realiza pagos de dividendos u otros conceptos, el dueño original será quien goce de estos beneficios. El siguiente ejemplo corresponde a una operación de caución bursátil.

## Condiciones de la caución

La acción A está aforada al 95% Último precio mercado de contado \$ 12.  
Tasa de interés diaria 1%. Plazo de la caución: 10 días



Como puede apreciarse el valor que el tomador de los fondos realmente recibe no es el valor de la acción con el aforo correspondiente (en nuestro ejemplo 12 por el 95%= 11,40), sino que este es el valor que deberá reintegrar al vencimiento. El valor que realmente recibe es el valor actual resultante de aplicar la tasa de interés pactada en la operación (en nuestro ejemplo que no contempla los gastos del agente sería 10,26). Vale decir que en el caso de las cauciones la garantía viene dada por el aforo y están previstas reposiciones de garantías cuando se registren grandes variaciones desfavorables del activo caucionado, entendiéndose por esto aquellas que superen el 5%. El sistema monitorea diariamente las distintas posiciones y en función de las cotizaciones



diarias realiza los requerimientos de garantías en caso de corresponder. Finalmente quiero remarcar que tanto en el caso de los pases como en las cauciones, el Merval garantiza la liquidación de las operaciones excepto en el segmento no garantizado que se negocia en la rueda continua. En ambas operaciones solo se negocia la tasa de interés para cada plazo de colocación.

#### **4-Préstamo de Valores**

El préstamo de valores es un contrato por medio del cual un Agente u Operador de Bolsa que se denomina "el Colocador", se obliga a transferir;-temporalmente la propiedad de ciertos títulos valores a otro Operador u Agente de Bolsa que se denomina "el Tomador", quien a su vez se obliga al vencimiento del plazo establecido a restituir al primero la misma cantidad de dichos títulos valores y al pago de la contraprestación convenida y de los derechos patrimoniales que hubieran generado los valores durante la vigencia del contrato. Los títulos podrán ser de cartera propia de los Agentes o Sociedades de Bolsa, o de comitentes. En este último caso, "el Colocador" requerirá una conformidad específica por escrito del comitente para la operatoria, pudiendo suscribir una autorización general u obligatoriamente una particular. Es una operatoria que demanda la integración de garantías por parte del tomador y goza de la garantía de liquidación del Merval. El Agente o Sociedad de Bolsa Tomador podrá solicitar la cancelación del Préstamo de Valores antes de su vencimiento.

En un principio esta operatoria estaba prevista para resolver los eventuales problemas de liquidación que podrían ocurrir en el sistema. Por esa razón el plazo original autorizado no podía superar los 5 días. Sin embargo cuando se autorizó la operatoria de la denominada Venta en Corto este límite se modificó como veremos en el punto siguiente.

En la práctica el colocador presta sus acciones a cambio de una tasa de interés que se negocia en el mercado para cada uno de los plazos operados y recibirá al final del préstamo los mismos títulos valores más los pagos que eventualmente estos títulos hubieran realizado en el período –por ejemplo pago de dividendos-, más los intereses pactados en la fecha de concertación.

#### **5- Venta en Corto**

La venta en corto o "short selling" es aquella operación de venta en descubierto concertada en el mercado de contado con títulos valores obtenidos en préstamo, durante la misma sesión de negociación. Vale decir que en la práctica es una operación de venta a plazo en descubierto en la cual el vendedor vende títulos valores que no posee y para liquidar la operación de venta esta obligado a tomarlos prestados en el mercado.

Las operaciones de venta en corto podrán mantenerse por un período de hasta 365 días corridos. Esto equivale a decir que mientras esta operación esta

abierta el vendedor debe tener tomados en préstamo los títulos que fueron enajenados.

Para poder realizar una operación de venta en corto se deben cumplir los siguientes pasos:

a) La especie a ser vendida debe estar autorizada para esta operatoria. Normalmente existen cupos operativos generales por acción del Merval y cupos por especie que limitan esta operatoria.

b) Es necesario obtener los títulos valores en préstamo en la misma sesión que se concreta la venta en corto.

c) Para poder concretar una venta en corto deberá darse una de las dos siguientes condiciones: 1- que el precio de venta sea superior al de la última operación pactada en el mercado de contado en la especie de que se trate.

2- que el precio de venta sea igual al de la última operación pactada en el mercado de contado en la especie de que se trate, siempre que éste último precio (el de mercado) haya operado en alza respecto del precio anterior en dicha plaza.

## 6- Derivados

Un **derivado financiero** o *instrumento derivado* es un producto financiero cuyo valor se basa en el precio de otro activo, de ahí su nombre. El activo del que depende toma el nombre de activo subyacente, por ejemplo el valor de un futuro sobre el oro se basa en el precio del oro, una opción de Tenaris dependerá de lo que pase con Tenaris. Los subyacentes utilizados pueden ser muy diferentes, acciones, materias primas, valores de renta fija o índices bursátiles entre otros. Estos instrumentos se desarrollaron para realizar coberturas de riesgo y cuando se negocian en la práctica representan un contrato, es decir no existen físicamente como las acciones o bonos por ejemplo sino que son instrumentos teóricos. Dentro de los instrumentos derivados que se negocian en nuestro mercado encontramos a las operaciones de Índices y a las Opciones que son un capítulo particular dentro de las llamadas operaciones a plazo.

### 6.1 Índices

#### 6.1.1 Índice Merval

Los índices bursátiles son una medida estadística y reflejan el rendimiento del mercado a través del tiempo, en función de las variaciones de precio de la canasta de instrumentos que los conforman. Proveen de un punto de referencia a los inversores y usuarios que desean conocer la evolución de los mercados. Existen varios índices para el mercado de acciones local: Índice Merval

(Merval), Índice Merval Argentina (M.AR), Índice Merval 25 (M.25), Índice Burcap (Burcap) e Índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (IGBCBA). Y para el mercado de bonos: Índice de Bonos IAMC (IB.IAMC).

Estos índices se pueden negociar (el Merval, el M.AR y el Burcap) a plazo firme, con liquidación diaria de pérdidas y ganancias. El índice Merval es el índice más difundido del mercado local, pues es el indicador, ponderado por volumen, que generalmente difunden los medios televisivos, radiales y gráficos al término de cada rueda de operaciones y además es el indicador de referencia utilizado por la mayoría de los fondos institucionales de renta variable. Fue creado por el Mercado de Valores de Buenos Aires S. A. el 30 de junio de 1986 y se publica diariamente. Se computa en tiempo real durante la jornada de transacciones una vez que se han iniciado las negociaciones.

Este indicador se actualiza trimestralmente para reflejar los cambios que se producen en el mercado de acciones tomando como parámetros los volúmenes negociados y la cantidad de operaciones realizadas en los 6 meses anteriores al cierre de cada trimestre. En él se encuentran representadas las empresas que como mínimo representan el 80% de la operatoria en función de los parámetros mencionados.

Al finalizar cada trimestre se determina, como vimos, la nueva composición del índice para el trimestre siguiente. Una vez que fueron seleccionadas las acciones y la ponderación que cada una tendrá en la cartera teórica, se determinan las cantidades teóricas de cada especie en esta cartera y estas cantidades se mantienen inalterables durante todo el trimestre. De esta forma, la valuación de esa cartera a los precios que se operan en el mercado es el valor que tiene el Merval en ese momento determinado. Es interesante tener en cuenta que los administradores de fondos de renta variable tienen como referencia para medir su gestión la evolución del Merval, por ello en sus carteras suelen replicar con bastante similitud a esta cartera teórica.

El M.AR se construye según criterios similares limitando el universo de empresas elegibles a las argentinas, definiendo como tales a aquellas que tienen sede en nuestro país. El Burcap por su parte agrupa a las acciones por su capitalización. La capitalización resulta de multiplicar la cantidad de acciones que tiene una empresa por su precio de cotización.

Para ilustrar como se negocian estos índices tomemos como ejemplo al Merval. Este índice se puede operar como un contrato a futuro. Cada contrato representa una unidad de índice. Por ejemplo si el Merval se opera para fin de junio a 2300, cada contrato equivale a \$2300. Los contratos se operan con vencimiento para el último día hábil de cada mes y tienen un requerimiento de garantía para el comprador como para el vendedor de cada contrato. Esta garantía se devuelve cuando el contrato se cierra por compra o venta o cuando se llega al vencimiento a fin de mes.

La liquidación de pérdidas o de ganancias es diaria y el Merval las acreditará o debitará según corresponda. Ejemplos:

Si se compraron 10 contratos al 30 de junio a \$2300 cada uno y la garantía por contrato es de \$100 se deberán integrar \$1000 de garantía al

concertarse la operación. Al día siguiente el índice –el precio futuro- cierra a \$2310, la diferencia a favor es de 10 contratos por 10 puntos de suba del índice o sea \$100 de ganancia que el Merval acreditará al agente de bolsa. La garantía sigue siendo de \$1000. Si al día siguiente el índice cierra a \$2305 la diferencia en contra será de 10 contratos por 5 puntos de baja del índice o sea \$50 de pérdida. La garantía sigue siendo de \$1000. Y de esa manera diariamente se van liquidando esas pérdidas o ganancias hasta que se llegue al vencimiento o se cierre la posición abierta, momento en el cual se reintegrarán las garantías correspondientes.

### **6.1.2 INDOL**

Este Índice de dólar futuro permite concertar operaciones a futuro con la divisa estadounidense, pudiendo concretarse operaciones con vencimientos mensuales consecutivos hasta un año de plazo. Al igual que en el caso del Merval los vencimientos son el último día hábil de cada mes.

Básicamente el funcionamiento del INDOL es el siguiente: dos partes realizan un contrato con el INDOL a un plazo determinado en el cual se acuerda la compraventa del dólar en un precio fijo. Ambas partes deben aportar una garantía inicial del 10% de la cantidad de divisas de la operación. Cada unidad de negociación es de 1.000 unidades de tipo de cambio, por lo que el monto mínimo a aportar es de US\$ 100. La garantía queda depositada en la Caja de Valores S.A. para darle más seguridad a la operación. El agente o sociedad de bolsa pide a su vez, si lo cree conveniente, un depósito adicional para cubrir las exigencias de requerimientos de pérdidas que puedan producirse, depósito que rondaría otro 10% dado que el procedimiento para liquidar las pérdidas y ganancias es diario al igual que lo explicado en el caso del Índice Merval. Además en este caso se puede llegar a exigir la reposición intradiaria de pérdidas si la fluctuación del precio futuro del dólar es grande. El activo subyacente del índice es el tipo de cambio de referencia calculado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), Comunicación "A" 3500.

Como ejemplo supongamos que un inversor compró 10 contratos de Indol con vencimiento en diciembre en \$4. En este caso tiene una cobertura por 10000 dólares (10 contratos de 1000 dólares cada uno) y deberá integrar una garantía de 1000 dólares, más lo que el agente de bolsa le requiera como garantía adicional para cubrir eventuales pérdidas. Supongamos que este inversor mantuvo esta posición hasta el vencimiento, y ese día, el último día hábil de diciembre el dólar de referencia del BCRA cierra a 4,20. En este caso nuestro inversor ganará \$2000 ( $0,20 \times 10000$ ) y recuperará los 1000 dólares de garantía. Ahora con esos \$2000 puede comprar los 10000 dólares a fin de diciembre en el mercado spot a 4 pesos (que era su precio de cobertura), pues la diferencia entre los 4,20 –el precio de ese momento- y su precio pactado la ganó con la cobertura del Indol. Un dato a tener en cuenta es que esos \$ 2000 no los recibe el último día del contrato sino que se van originando de la sumatoria de liquidaciones de pérdidas y ganancias diarias que al final del

período deben ser igual a la diferencia entre el precio pactado a futuro y el dólar de referencia del BCRA.

Hay múltiples ejemplos de aplicación siendo los más comunes la utilización como cobertura, como colocaciones en renta fija o simplemente como especulación.

## 6.2 Opciones

Una Opción sobre una Acción no es más que un derecho. Un derecho a comprar o vender una acción en una fecha determinada y a un precio determinado. La Opción (derecho) de Compra de una acción se denomina Opción Call. La Opción (derecho) de Venta de una acción se denomina Opción Put. Por obtener este derecho, el comprador pagará una cantidad (Prima) al vendedor. Al comprador de esas opciones se lo denomina Titular y al vendedor Lanzador. Las opciones se negocian en “paquetes” de 100 acciones cada uno que se denominan Lotes.

Esos derechos que se negocian tienen una fecha de vencimiento determinada que es el tercer viernes de cada mes para las acciones o el fin de mes para los títulos públicos. Actualmente se habilitan para la operatoria simultáneamente dos vencimientos de meses pares y uno de meses impares, por ejemplo marzo, abril y junio.

El precio al cual se pueden ejercer esos derechos de compra o de venta se denomina Precio de Ejercicio. El Precio de Ejercicio no es único. Se pueden comprar o vender Opciones de compra y de venta a diferentes Precios de Ejercicio. Estos precios los habilita para negociar el Merval.

Ejercer una Opción significa hacer valer el derecho de compra (Opción Call) o de venta (Opción Put). Lógicamente, sólo podrán ser los compradores de Opciones quienes puedan ejercer una Opción ya que son éstos quienes poseen los derechos de compra o venta de las acciones.

De acuerdo al momento en que se pueden ejercer esos derechos, las opciones se clasifican en europeas y americanas. Las Opciones europeas son aquellas que sólo se pueden ejercer al vencimiento de las mismas. Es decir, durante el tiempo de vida de la Opción sólo se puede comprar y/o vender estos derechos pero no ejercer. El ejercicio es sólo posible al término de la vida de la Opción.

Por el contrario, las Opciones americanas se pueden ejercer en cualquier momento desde el día posterior al de la compra hasta la fecha de vencimiento. En nuestro mercado la modalidad utilizada es la americana, vale decir se pueden ejercer las opciones desde el día posterior al de la compra hasta el día del vencimiento. En ambos casos si llega el vencimiento y el titular no ejerció su derecho lo pierde.

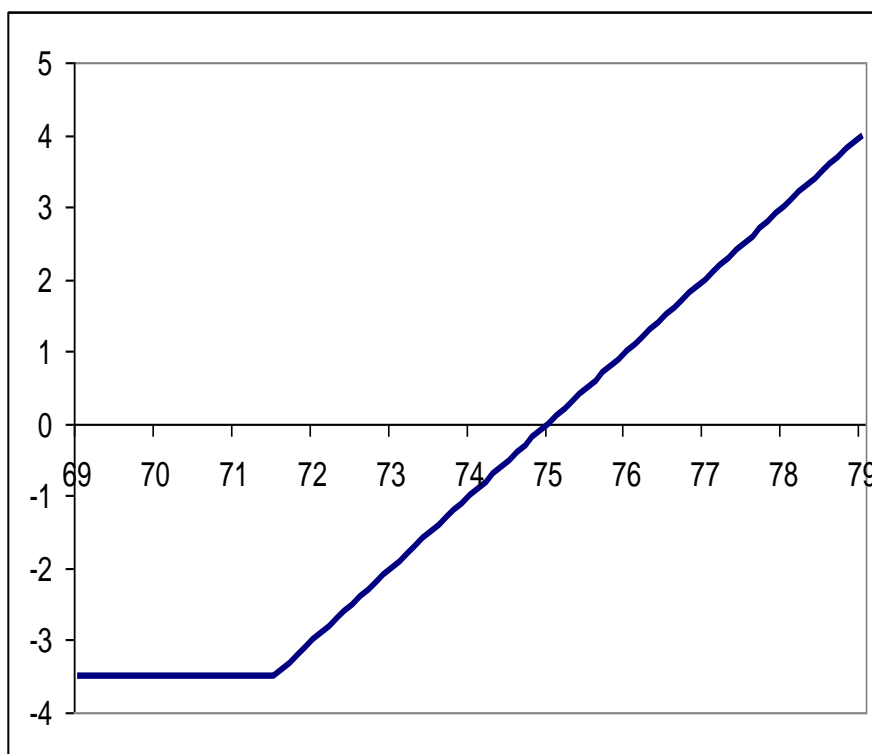
Las opciones se liquidan siempre en 24 horas. Esto quiere decir que quien compra una opción deberá pagar al día siguiente de esta compra. En el caso del vendedor cobrará a las 24 horas pero deberá integrar una garantía por el riesgo que implica esta operación de venta. En el caso de venta de un call puede ser que el vendedor tenga en posición las acciones sobre las que esta vendiendo opciones de compra. En este caso si entrega estas acciones en garantía estamos en presencia de un lanzamiento cubierto y no hay otro requerimiento de garantía. En el caso de que no se disponga de las acciones hay un lanzamiento descubierto y por lo tanto existen requerimientos de garantías. La magnitud de estas garantías dependerá del precio de la acción y su relación con el precio de ejercicio. La garantía máxima requerida será el 10% del precio de la acción o el doble del precio de la prima al cierre de cada día en el mercado, de ambos el mayor.

En las opciones de venta, el lanzamiento será siempre descubierto.

Existen cupos generales y por especie para la operatoria de lanzamientos descubiertos. Analicemos ahora los siguientes ejemplos.

### **Compra de un call**

Supongamos que un inversor compró un call de Tenaris con precio de ejercicio 71,50 que vence en Junio y lo pagó \$3,50. Esta información nos permite identificar la Serie de Opciones que compró nuestro inversor. En el ejemplo sería **TS.C71,50JU**. Donde los primeros 3 caracteres representan al subyacente, en nuestro caso Tenaris (TS.), el cuarto lugar es una C porque se trata de una opción de compra (las opciones de venta se representan con la V). Luego los siguientes caracteres indican el precio de ejercicio y los dos últimos representan al mes de vencimiento, en nuestro caso Junio. El Diagrama de pérdidas y ganancias sería el siguiente:



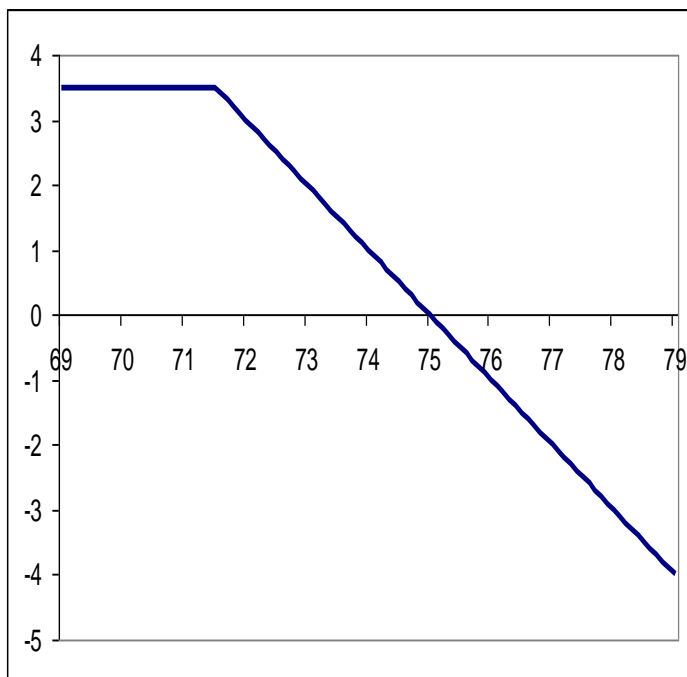
En este diagrama se pueden ver los resultados que tendría nuestro inversor si mantuviera la opción hasta el vencimiento (como si fuera una opción europea), en función de los distintos valores que podría tener la acción. El eje horizontal representa los posibles valores de la acción y el vertical el resultado obtenido.

Como puede verse nuestro inversor tiene limitada su pérdida a \$3,50 por acción o \$350 por lote (recordemos que son de 100 acciones cada uno) mientras la acción cotice a 71,50 o menos. Pero a partir de este valor empieza primero a recortar pérdidas y a partir de los 75 pesos empieza a ganar dinero. Antes de continuar conviene aclarar que a los fines didácticos consideramos que estamos trabajando sin costos en las operaciones –comisiones del agente de bolsa y derechos de bolsa y mercado).

Si la acción cotizara por ejemplo a 74 pesos a nuestro inversor le convendría ejercerla y venderla simultáneamente en el mercado. De esta manera reduciría su pérdida de \$350 a \$100. La cuenta sería la siguiente: Venta  $100 \times 74 = 7400$  menos Ejercicio  $100 \times 71,50 = 7150$ . Recupera \$250, pero había pagado \$350 vale decir el resultado final es de \$100 de pérdida. Cuando la acción cotice a 75 logrará su punto de equilibrio, es decir no ganará ni perderá y a partir de ese valor la posibilidad de ganancias es ilimitada. **En conclusión el comprador de un call tiene una pérdida limitada a lo que pagó y la posibilidad de ganancia ilimitada en función de la valorización de la acción.**

### Venta de un call

Este es el diagrama de pérdidas y ganancias del vendedor de la opción de compra. Se supone que estamos en presencia de un vendedor en descubierto.



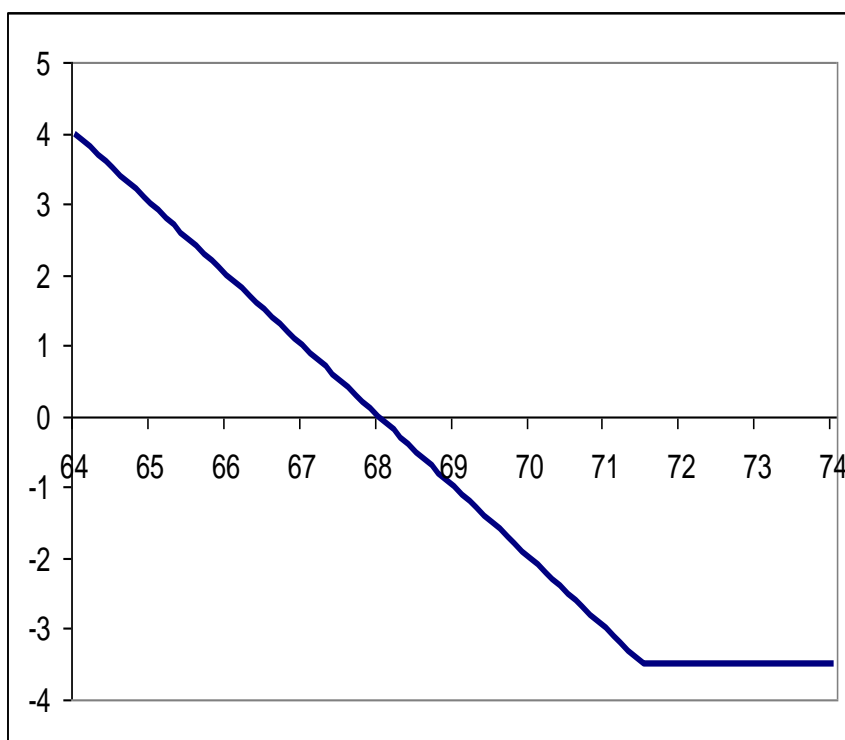
Como puede apreciarse en este caso la máxima ganancia estará dada por la prima cobrada mientras la acción se mantenga por debajo de \$71,50. A

partir de este valor empieza a recortar ganancias y en \$75 sale equilibrado. A partir de allí la pérdida es ilimitada en función de la valorización de la acción. Tener en cuenta que en este caso hay un requerimiento de garantías porque se trata de un lanzador en descubierto.

Resumiendo, **el lanzador de un call tiene ganancias limitadas y la posibilidad de pérdidas ilimitadas.**

### Compra de un put

En este caso nuestro inversor cree que el mercado irá a la baja y se protege comprando una opción de venta. Supongamos que pagó el mismo precio de \$3,50 para el precio de ejercicio de 71,50. El diagrama sería el siguiente:

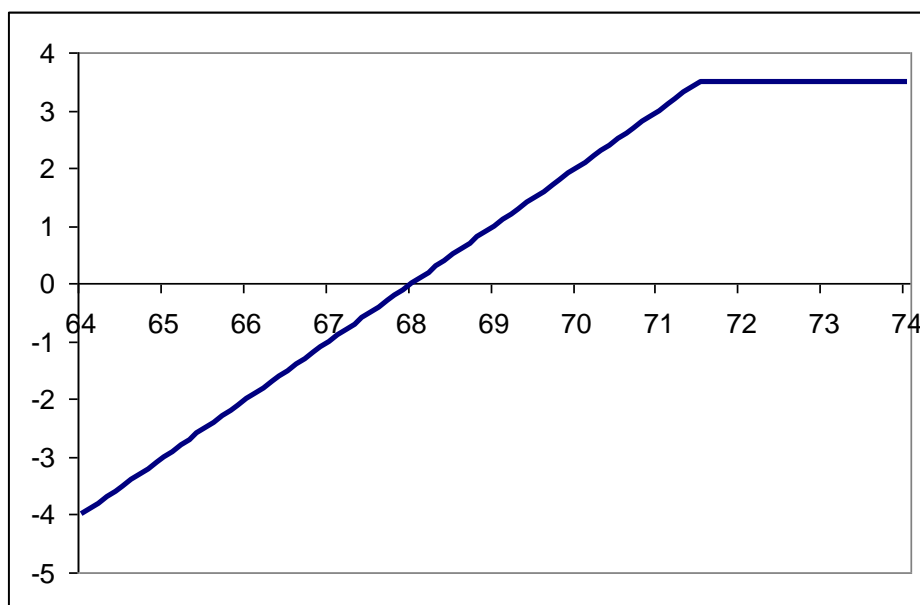


Como vemos la utilidad se obtiene si la acción baja de precio. Mientras el precio sea 71,50 o superior nuestro inversor perderá los \$3,50 que utilizó para comprar el put. Si la acción comienza a bajar por debajo de este valor empieza a recortar pérdidas hasta que en 68 logra su punto de equilibrio. A partir de este valor su ganancia irá en aumento por cada peso que baje la acción. Vale decir que **el comprador de un put tiene la posibilidad de tener pérdidas limitadas y ganancias ilimitadas** –o limitadas a lo que vale la acción-



## Venta de un put

La venta de un put siempre será en descubierto y por lo tanto requerirá integrar márgenes de garantías. Cuando al vendedor de una opción de venta le ejerzan su posición estará obligado a comprar las acciones al precio de ejercicio convenido. El diagrama de pérdidas y ganancias sería el siguiente:



En este caso, al igual que el lanzador del call la ganancia esta limitada a lo que cobró por la venta de la prima. Esta ganancia es máxima si la acción cotiza por encima de 71,50 y se empieza a neutralizar si la acción cae por debajo de 71,50 hasta hacerse nula a 68. A partir de ese nivel comienza la zona de pérdidas que puede ser considerable en función de la caída de la acción. Supongamos que la acción bajó hasta 61,50 y a este lanzador le ejercieran la posición. El resultado sería el siguiente: Compra por ejercicio de put  $100 \times 71,50 = \$7150$  menos venta en el mercado  $100 \times 61,50 = \$6150$ . Hay una pérdida de \$1000 menos \$350 que había cobrado por la prima, queda un resultado negativo de \$650 por cada lote operado.

Resumiendo, **el lanzador de un put tiene ganancias limitadas y posibilidad de pérdidas ilimitadas.**

El precio de las opciones que se negocian diariamente depende de varios factores, ellos son el precio del subyacente, el precio de ejercicio, los días que faltan para el vencimiento, la tasa de interés y fundamentalmente la volatilidad del activo subyacente. En general y como vimos las opciones sirven para elaborar coberturas de riesgo, al alza o a la baja ya que actúan como una especie de seguro. También se pueden realizar innumerables estrategias combinando distintas opciones para construir el perfil de beneficio que mejor se ajuste a nuestras expectativas.

## Administración de Carteras de Inversión: Una introducción <sup>(1)</sup>

"Si tienes un minuto te diré cómo ganar dinero en el mercado bursátil. Compra con precios bajos y vende con precios altos. Si tienes 5 ó 10 años te diré cuándo los precios están bajos y cuándo están altos."

**Jesse Lauriston Livermore**

El trabajo del administrador de inversiones, administrador de carteras o, como habitualmente se lo conoce, *portfolio manager*, se fundamenta básicamente en la existencia del riesgo.

Ahora bien, ¿Qué es el "riesgo"? Básicamente, es la posibilidad real de que el resultado final de nuestra inversión no sea igual al resultado que esperábamos. Respecto del riesgo, hay muchos y distintos tipos y, obviamente, cada uno de ellos deberá ser tratado de un modo distinto. Es lo que sucede, por ejemplo, cuando estamos evaluando una inversión en pesos. Probablemente nuestra preocupación se centrará en cual será la inflación futura y, consecuentemente, en cual será la rentabilidad real de nuestra inversión. En este caso, estamos en presencia del riesgo de pérdida de poder adquisitivo o inflación. Y un modo de mitigar ese riesgo podría ser invertir en instrumentos indexados o ajustados según el nivel de inflación. Si, en cambio, nuestra preocupación es el nivel de las tasas de interés, podría invertirse en un instrumento a tasa variable. Y para el caso que nuestra preocupación sea que el título en el cual estamos invirtiendo caiga en *default*, podría adquirirse un seguro invirtiendo en un CDS (*credit default swap*).

Ahora bien, existe otro riesgo <sup>(2)</sup> que es más difícil de administrar e imposible de eliminar y en cuya reducción se ve empeñada gran parte de la tarea del *portfolio manager*. Intentaremos acercarnos a este riesgo de modo intuitivo.

### Medida "intuitiva" del riesgo

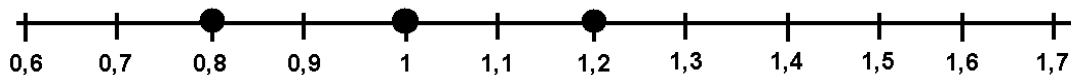
---

<sup>1)</sup> Los temas tratados en este capítulo se encuentran ampliados en Olivo, Sergio Luis, "Fundamentos para la Administración de Carteras de Acciones" Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2007.

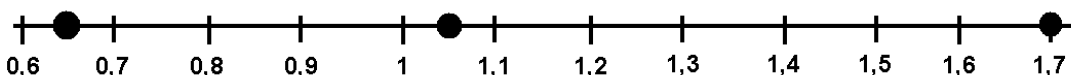
<sup>2)</sup> A partir de ahora lo identificaremos simplemente así: "riesgo" (a secas)

Imaginemos que estamos ofreciendo a un inversor la posibilidad de invertir en las inversiones “1” y “2”. Al cabo del horizonte de inversión (el tiempo que se planea estar invertido) la inversión “1” ofrece un retorno promedio esperado de 1 por ciento. Pero existe la posibilidad que el retorno de la

Posibles retornos de la inversión 1



Posibles retornos de la inversión 2



inversión pueda llegar a un mínimo de 0,8 por ciento, o bien a un máximo de 1,2 por ciento. La inversión alternativa “2” ofrece, en cambio, una rentabilidad promedio esperada levemente mayor, de un 1,05 por ciento, pero con un máximo de 1,7 por ciento y un mínimo de 0,65 por ciento.

Es claro que un inversor que desee tener mayor previsibilidad acerca del futuro de su inversión, elegirá la inversión “1”. Se puede decir entonces, que el activo “1” es un activo menos riesgoso. Invirtiendo en él, el rango de posibles rendimientos futuros es mucho menor (podrá variar entre 0,8 por ciento y 1,1 por ciento) y, por lo tanto, la posibilidad de poder “acertar” cual será finalmente el rendimiento que se obtendrá (algo que hoy no se conoce, si no, estaríamos trabajando en condiciones de certeza) es bastante más alta que si se invirtiera en el activo “2”. En efecto, invirtiendo el dinero en el activo “2” los posibles rendimientos futuros podrán variar en un rango que va desde el 0,65 por ciento hasta el 1,7 por ciento. Existiendo un rango tan amplio de posibles rendimientos futuros, la probabilidad de “acertar” el rendimiento que finalmente se obtendrá es mucho menor. Otro inversor, para el que la previsibilidad no sea algo importante y se vea tentado por la posibilidad de obtener una rentabilidad del 1,7 por ciento, probablemente opte por la inversión “2”. Pero no sólo se trata de tener menos previsibilidad. A cambio, además, está dispuesto a asumir la probabilidad de obtener un rendimiento aún menor que con la inversión número “1” (porque existe la posibilidad de obtener un 0,65 por ciento).

Es importante aclarar que en esta categorización del riesgo no se está teniendo en cuenta la posibilidad (o no) de incurrir en pérdidas futuras “*per se*”, sino sólo la variabilidad de los posibles resultados futuros. De hecho, como se ve en nuestro ejemplo, los dos rangos de posibles rendimientos son siempre positivos. Sin embargo, como es lógico, cuanto mayor sea el rango de posibles rendimientos futuros, mayor será la posibilidad de que el rendimiento, en algún momento del futuro, sea negativo. La variabilidad de los rendimientos respecto

de su media es lo que se conoce con el nombre de volatilidad. A mayor volatilidad, mayor riesgo.

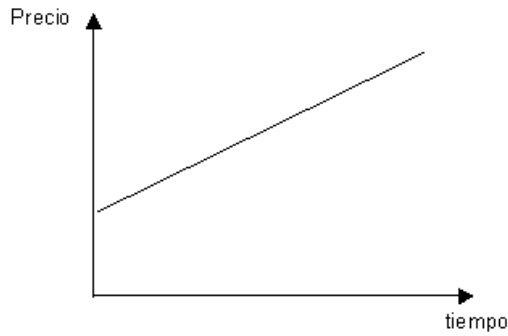
Por lo tanto, y en términos del retorno de las inversiones ¿cómo podemos definir el riesgo? Es la posibilidad que el rendimiento realizado no sea igual al rendimiento esperado. A mayor (menor) probabilidad de que el retorno realizado difiera del retorno esperado, mayor (menor) riesgo. Por lo tanto, la dispersión de los posibles rendimientos alrededor del rendimiento promedio esperado es “la” medida del riesgo.

**Una forma de definir al riesgo podría ser la siguiente: Es la mayor o menor probabilidad de que el rendimiento de un activo difiera de su rendimiento esperado. O sea, la mayor o menor “dispersión” de los posibles rendimientos alrededor del rendimiento promedio.**

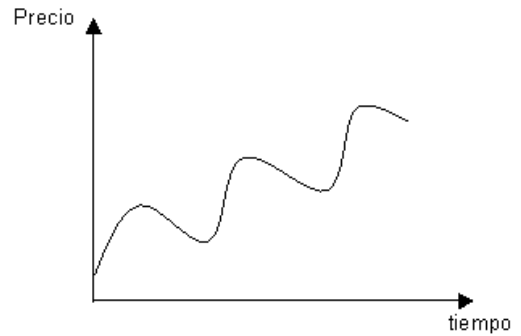
Matemáticamente, la forma de medir esa variabilidad -o volatilidad- con respecto a la media es a través del desvío standard o también a través de la varianza <sup>(3)</sup>. Respecto a la volatilidad, deseamos hacer hincapié en un punto que nos parece importante dado que suelen existir confusiones al respecto: la volatilidad es el desvío standard de las variaciones porcentuales de los precios, no el de los precios en si mismos. En alguna oportunidad hemos visto acciones que tienen, durante varias ruedas seguidas, variaciones porcentuales muy importantes. En ese caso, puede creerse que la acción tiene “alta volatilidad”. Pero este concepto es equivocado. Imaginemos por ejemplo el caso de un título que hace 20 ruedas viene registrando en cada una de ellas una variación porcentual idéntica del 3 por ciento diario. En este caso, la volatilidad de las últimas 20 ruedas es cero, dado que todas las variaciones porcentuales diarias han sido todas idénticas y no hay diferencia entre cualquiera de ellas respecto de su media. Sería el caso representado en el siguiente gráfico: “Acción a la suba con volatilidad nula”. Lo mismo podemos decir de un título que se encuentra en una tendencia bajista. Si al cabo de las últimas 20 ruedas, en todas y cada una de ellas sufrió una caída del 3 por ciento, la volatilidad de las últimas 20 ruedas también será igual a cero. Ya sea en una tendencia de suba o en una tendencia de baja, habrá más volatilidad cuanto mayor alternancia exista entre días positivos y días negativos, o bien, cuanto mayor disparidad exista entre los distintos rendimientos porcentuales diarios.

---

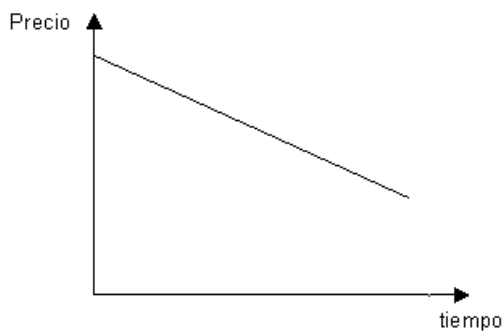
<sup>3)</sup> La varianza es el cuadrado del desvío. La utilización de una o de otra dependerá de nuestras necesidades de cálculo.



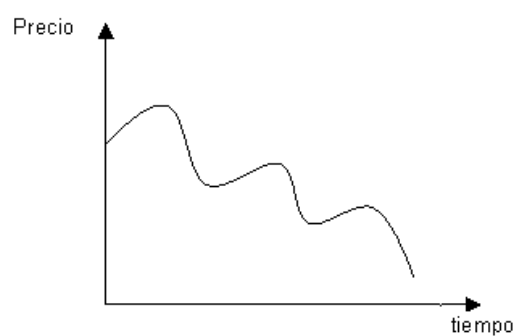
**Acción a la suba con volatilidad nula**



**Acción a la suba con volatilidad**



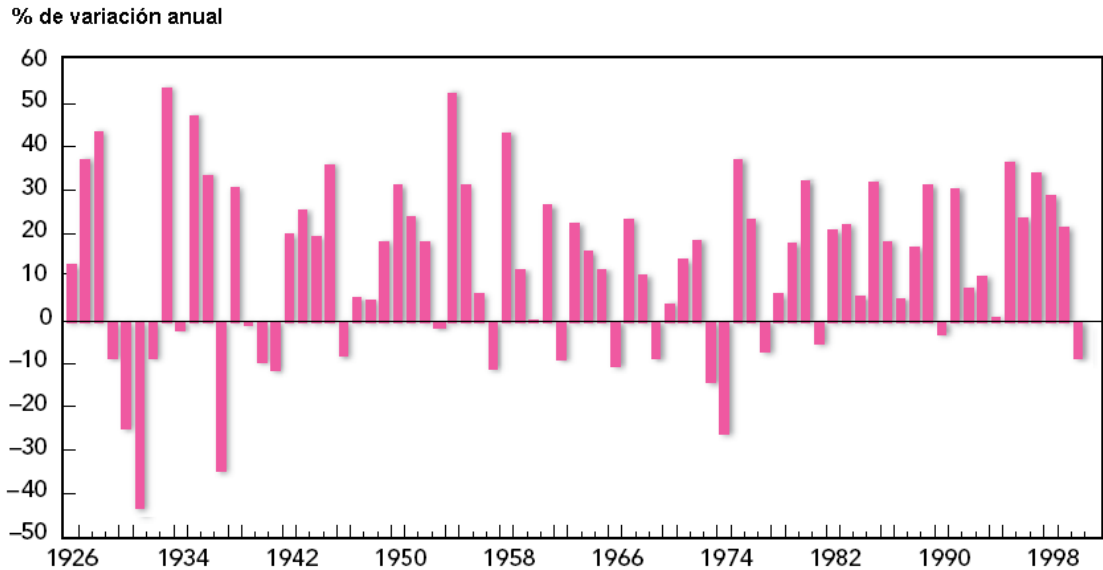
**Acción a la baja con volatilidad nula**



**Acción a la baja con volatilidad**

Habiendo ya identificado el riesgo como la mayor o menor variabilidad de los rendimientos porcentuales de un título o activo, el cotejo de sus rendimientos históricos nos puede dar una idea de cual es el nivel de riesgo de ese activo.

Por dar un ejemplo, si observamos los rendimientos anuales que experimentó la bolsa de Nueva York durante un período de casi 80 años, nos encontramos con variaciones positivas de más del 50 por ciento, así como también con variaciones negativas mayores al 40 por ciento. Algo similar encontraremos con cualquier otra bolsa que analicemos, por ejemplo la de Buenos Aires. Veamos el siguiente gráfico. Quizás lo más destacable sea la variabilidad de los rendimientos. O sea, la forma en la cual se alternan altísimos rendimientos positivos, con otros rendimientos también positivos -pero no tan altos- y también con rendimientos negativos (aunque afortunadamente son los menos numerosos).

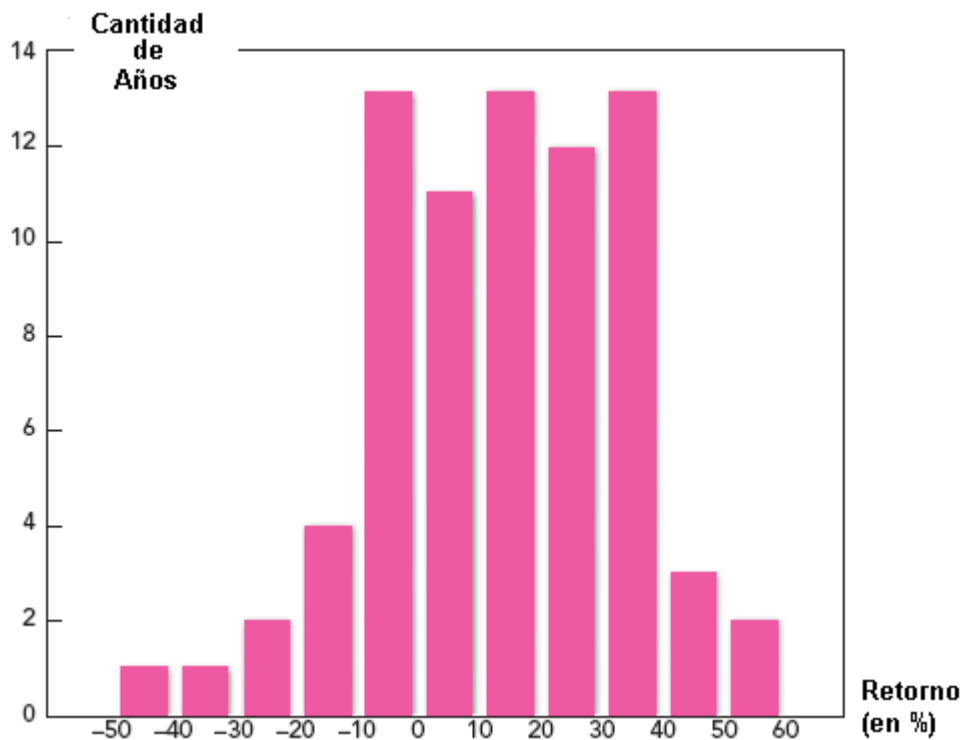


La misma información del gráfico anterior (los rendimientos históricos anuales) se puede representar en un gráfico de frecuencias o histograma. La idea es observar la “frecuencia” con que se presentan determinados rangos de rendimientos. Ordenando los datos de este modo, podremos acceder a informaciones muy valiosas, como por ejemplo: - cuáles rendimientos fueron más frecuentes, - cuáles fueron menos frecuentes, - que porcentaje de las veces los rendimientos fueron negativos, etc, etc.

La información expuesta en forma de histograma nos ayudará a hacer afirmaciones de este tipo:

- “históricamente” la bolsa tuvo un rendimiento anual negativo el “x” por ciento de las veces (cuando decimos “históricamente”, obviamente nos estamos refiriendo al período de tiempo considerado en nuestro gráfico de frecuencias).
- “históricamente” la bolsa tuvo un rendimiento superior al “x” por ciento un “x” por ciento de las veces.
- “históricamente” hay una probabilidad menor al “x” por ciento de que un año termine con un rendimiento negativo, etc, etc.

Justamente, de esto se trata cuando analizamos la información histórica: es imposible saber con certeza cual será el rendimiento futuro de la bolsa, pero si es posible establecer un rango de probabilidades para los futuros rendimientos. Esto es, siempre y cuando demos por sentado que “la historia se volverá a repetir”. La misma información del gráfico anterior, pero ahora presentada en forma de histograma, quedará expuesta de este otro modo:



Distintos modos de interpretar este gráfico podrían ser los siguientes: En el período histórico considerado (en este caso, los últimos 80 años) ...

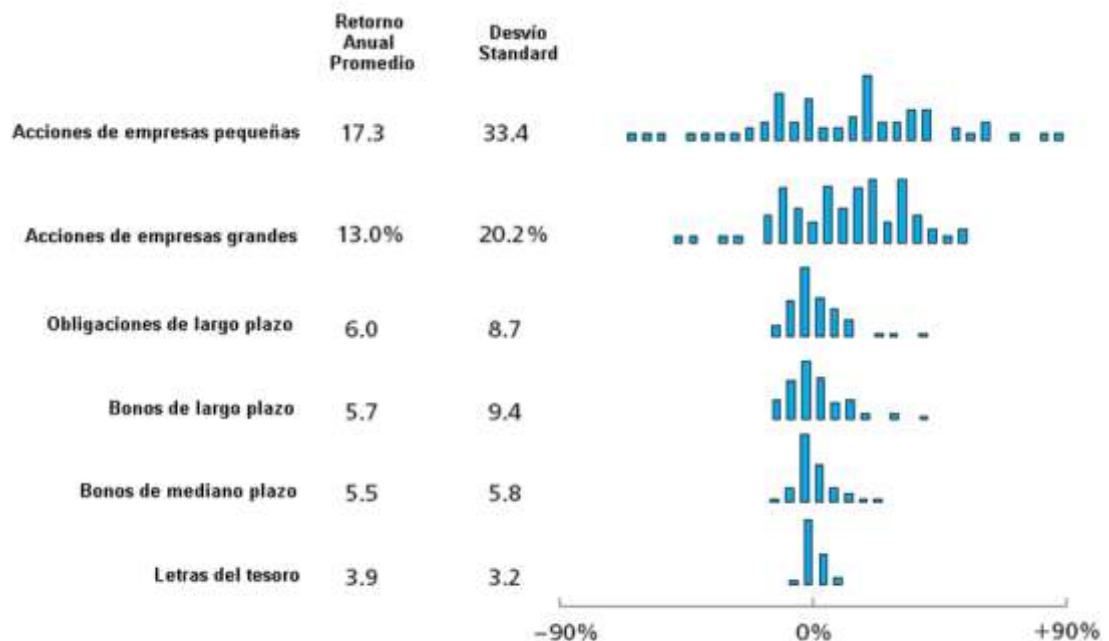
- ... hubo 11 años en los que el promedio Dow Jones tuvo una variación anual de entre el 0 y el 10 por ciento (los rangos porcentuales figuran en el eje de las abcisas)
- ... hubo 13 años en los que el promedio Dow Jones tuvo una variación anual de entre el 10 y el 20 por ciento,
- ... hubo sólo 4 años en los que el promedio Dow Jones tuvo una variación anual de entre el menos 10 y menos 20 por ciento,
- ... y así sucesivamente.

De este modo, y en función de esta información, podremos sacar las siguientes conclusiones: Invirtiendo en una cartera de acciones igual al promedio Dow Jones, y dado su comportamiento de los últimos 80 años:

- Hay un 28 por ciento de probabilidades de tener un rendimiento porcentual anual negativo
- Hay sólo un 5 por ciento de probabilidades de tener un rendimiento porcentual anual menor al 20 por ciento negativo (pérdida igual o mayor al 20 por ciento).
- Hay un 7 por ciento de probabilidad de tener un rendimiento porcentual anual mayor al 40 por ciento (ganancia mayor al 40 por ciento).

Esto, obviamente, y como dijimos antes, siempre y cuando “la historia se repita”. Aunque, dado que contamos con la información de un período de tiempo bastante extenso -80 años-, es bastante probable que nuestra extrapolación acerca de los próximos rendimientos anuales no sea errada, y los rendimientos futuros que vayamos a observar se mantengan dentro de este rango. Si bien nunca podremos conocer el futuro, ya no estamos invirtiendo “a ciegas” sino que tenemos una estimación razonable de cual podrá ser nuestra ganancia y cual podrá ser (de existir) nuestra pérdida. Al mismo tiempo, y en función de lo que nos muestra la información histórica, la probabilidad de obtener una ganancia es bastante superior a la probabilidad de incurrir en pérdidas. Por lo tanto, invertir en una cartera de acciones igual al promedio Dow Jones es una decisión económicamente racional.

Los rendimientos históricos de un activo expuestos en forma de histograma sirven, además, para poder comparar la variabilidad de los retornos de distintos activos, comparándolos entre sí y pudiendo, de ese modo, reconocer cuales son más riesgosos y cuales lo son menos. Veamos, por ejemplo, los siguientes gráficos:



Aquí se observa que las letras del tesoro, son las que han tenido históricamente una menor variabilidad o volatilidad. Esto es, que sus rendimientos históricos se encuentran acotados dentro de un estrecho rango. Pero en la medida que analizamos otros activos que, ya intuitivamente, reconocemos como más riesgosos, observamos como el rango de los distintos rendimientos que se dieron en el pasado es cada vez menos estrecho, hasta llegar en la parte superior al grupo de acciones de empresas pequeñas (“small



*caps*) que es el grupo que tiene la distribución de frecuencias menos estrecha (más “ancha”) de todas. Esto significa que este grupo es el que históricamente ha mostrado mayor disparidad de rendimientos. Por lo tanto, invirtiendo en una cartera de *small caps*, la probabilidad de obtener rendimientos positivos muy altos es muy grande, pero, al mismo tiempo, es muy grande la probabilidad de obtener rendimientos negativos y, además, es muy pequeña la probabilidad de que podamos “acertar” *a-priori* cual será el rendimiento de nuestra cartera.

### **Concepto y efectos de la diversificación**

Otra comprobación que puede hacerse es comparar las distribuciones de frecuencias de activos particulares (como por ejemplo acciones) con la distribución de un índice bursátil (por ejemplo el Merval) o la de un promedio (por ejemplo el Dow Jones)<sup>(4)</sup>. Ya habíamos visto más arriba que cuando mayor era el riesgo de un activo, mayor era su rendimiento esperado y al mismo tiempo, mayor su desvío. Viéndolo desde el punto de vista de la forma de su distribución, se comprueba que la “campana” de la distribución es más “ancha”. Comparando un activo particular con un índice nos encontraremos que los activos particulares suelen tener desvíos más grandes <sup>(5)</sup>, su campana de distribución es más “ancha” (o sea, son más riesgosos) que los índices. Veamos por ejemplo en el siguiente cuadro, el rendimiento porcentual diario promedio y el desvío standard de siete acciones seleccionadas de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires para un período de 10 años.

---

<sup>4)</sup> Los índices siempre incorporan en su cálculo algún tipo de ponderación. Algunos ponderan por capitalización bursátil (como por ejemplo el índice Burcap). Otros, en cambio, sólo se calculan en función del promedio de los precios (como por ejemplo el Dow Jones). Estos últimos deberían ser llamados más correctamente promedios en lugar de índices (*Dow Jones Industrial Average*) por no incluir ninguna ponderación adicional más allá del promedio de los precios en si mismos.

<sup>5)</sup> En la mayoría aunque no en todos los casos. Hay acciones que tienen un riesgo menor aún que el conjunto del mercado, medido a través de un *benchmark* (sea este un índice o un promedio). Más adelante veremos que estas son las acciones de beta menor a uno.

	Período 02/01/1997 al 25/06/2007			
	Merval	Metrogas	Bco Francés	Siderar
Maxima Variación Positiva	17.49%	30.52%	45.46%	27.41%
Maxima Variación Negativa	-13.73%	-15.26%	-40.78%	-15.00%
Promedio diario	0.07%	0.10%	0.07%	0.14%
Desvío Standard	2.26%	3.04%	3.40%	3.22%

	Período 02/01/1997 al 25/06/2007			
	Aluar	Telefónica	Polledo	IRSA
Maxima Variación Positiva	19.56%	67.50%	19.84%	18.51%
Maxima Variación Negativa	-15.00%	-33.33%	-20.00%	-14.87%
Promedio diario	0.15%	0.12%	0.01%	0.06%
Desvío Standard	2.37%	3.73%	3.03%	2.42%

Entre las siete acciones seleccionadas, ninguna presenta un riesgo (medido por el desvío standard de sus rendimientos porcentuales diarios) menor al del índice Merval. En el cuadro, la acción de menor riesgo relativo es Aluar (desvío de 2,37 por ciento). El índice Merval, claramente, presenta el menor desvío.

Teniendo en cuenta que un índice está compuesto de varias acciones, es lógico suponer que el riesgo (la variabilidad alrededor de su media de rendimientos) de dicho índice fuera aproximadamente igual a la media de los riesgos de las acciones individuales. Sin embargo en la práctica, puede verse que el riesgo de un índice suele ser bastante menor a esto. Este hecho se explica por un efecto que se conoce con el nombre de diversificación. La diversificación es la reducción del riesgo de una cartera –conjunto de activos– por el hecho de incorporar en la misma activos cuyos precios se muevan en sentidos opuestos.

Un ejemplo de dos activos que, al menos en teoría, deberían tener una correlación negativa (cuando uno sube el otro baja y viceversa) podrían ser las acciones de una empresa de aeronavegación y los precios del petróleo. En el siguiente gráfico mostramos la evolución de los precios de la empresa Delta Airlines (en color rojo) y la evolución de los precios de un contrato continuo de petróleo (en color negro).



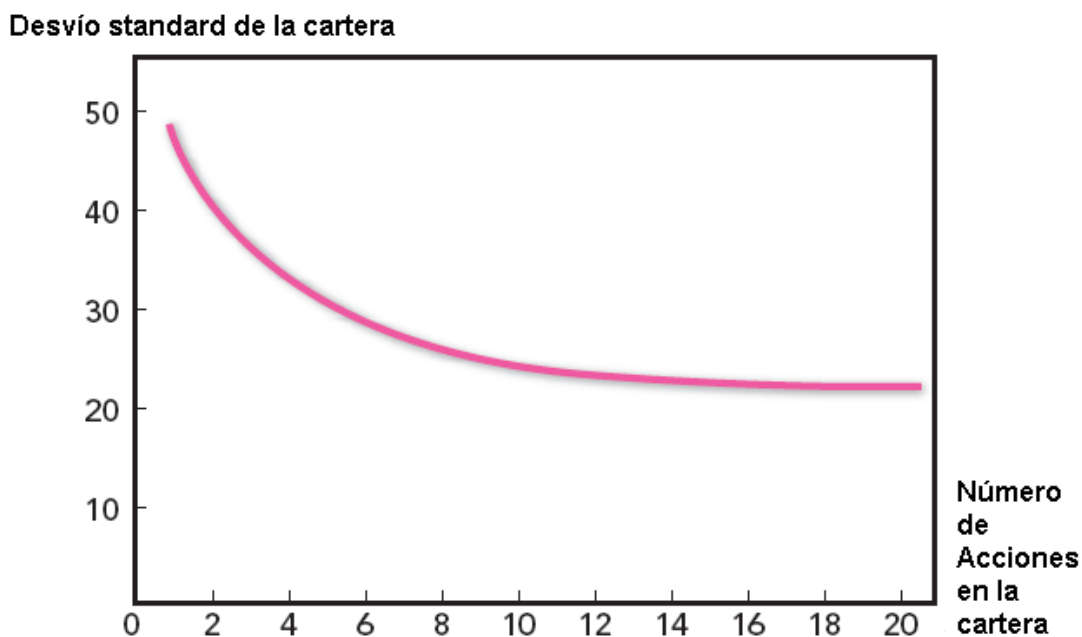
Salvo contadas excepciones, se observa que la mayor parte del tiempo, cuando suben los precios del petróleo caen las acciones de la empresa Delta y viceversa. Este comportamiento tiene su lógica dado que, tratándose de una empresa aérea, uno de sus principales insumos es el combustible de sus aviones y es lógico entonces que sus acciones bajen cuando suben los costos de la empresa.

No siempre es posible encontrar ejemplos de activos que se muevan la mayor parte del tiempo en sentidos opuestos <sup>(6)</sup>. Pero aún cuando la correlación entre los activos de nuestra cartera no sea perfectamente negativa, el sólo hecho de incorporar distintos activos con distintos movimientos (tanto en su dirección como en su magnitud) colaborará de modo eficiente para que el riesgo de la cartera sea menor. Existe mucha evidencia empírica al respecto. Un experimento muy conocido es el de Wagner y Lau (1971) <sup>(7)</sup>. Ellos formaron distintas carteras con distintas cantidades de acciones (una, dos, tres, cuatro acciones, etc.) y midieron el riesgo de las distintas carteras (el desvío standard de los rendimientos porcentuales de las carteras).

<sup>6)</sup> Si bien escapa al alcance de este capítulo, aclaramos que encontrar dos activos que se muevan exactamente en sentido contrario, sería la panacea del administrador de carteras, porque permitiría armar una cartera con un retorno esperado positivo y riesgo cero.

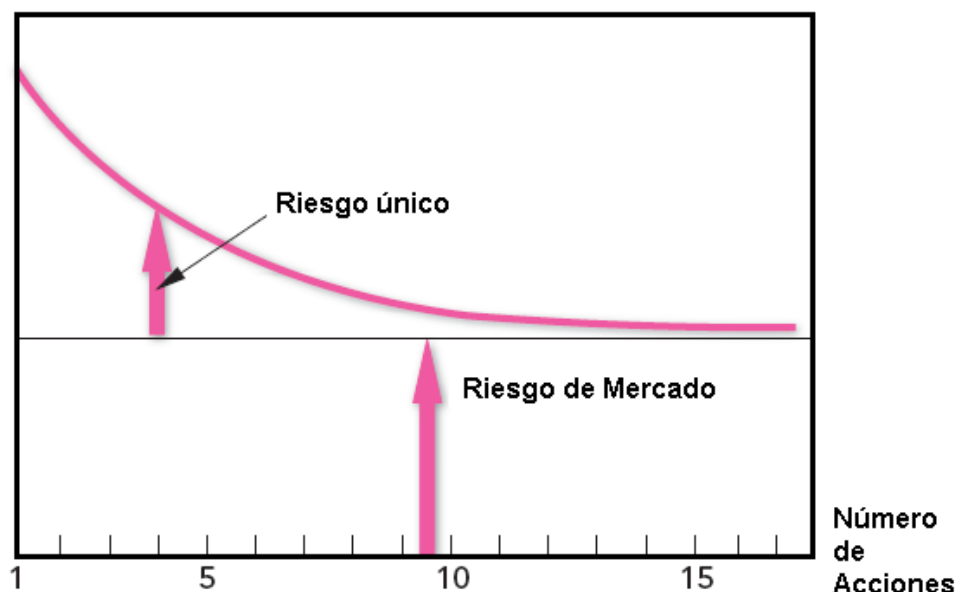
<sup>7)</sup> Ver W.H.Wagner y S.C.Lau "The Effect of Diversification on Risk", Financial Analysts Journal, Diciembre 1971. Véase también: Meir Statman "How Many Stocks Make a Diversified Portfolio?", Journal of Financial & Quantitative Analysis, Septiembre 1987. Véase también, Edwin J. Elton & Martin J. Gruber, "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", John Wiley & Sons.

Con esos datos, compusieron la gráfica que mostramos a continuación.



Aquí se puede apreciar que, en la medida que incorporamos mayor cantidad de acciones a nuestra cartera, el riesgo es notablemente menor. El riesgo baja sustancialmente en la medida que pasamos de una cartera con una sola acción a una cartera con dos acciones. También baja el riesgo cuando pasamos de dos a tres acciones, y continúa bajando aún más cuando pasamos de tres a cuatro acciones. Sin embargo, tal como se puede apreciar en el gráfico, a medida que incorporamos más acciones a nuestra cartera, si bien el riesgo continúa bajando, lo hace cada en una proporción cada vez menor. Inclusive podríamos decir que la caída del riesgo se estabiliza relativamente cuando superamos las diez acciones en cartera (la curva comienza a hacerse horizontal). Y para carteras formadas por una gran cantidad de acciones (más de 20), la caída del riesgo es prácticamente insignificante. La curva que representa el desvío de las distintas carteras cae hasta un determinado valor y a partir de allí deja de hacerlo. La curva cae hasta hacerse asintota a una imaginaria línea recta horizontal que representa el nivel mínimo de riesgo al cual vamos a poder aspirar por la vía de la diversificación. Es un nivel de riesgo mínimo, imposible de poder ser quebrado hacia abajo. Dicho de otro modo, hay una porción de riesgo que no se pudo eliminar, por mayor cantidad de acciones que hayamos incluido en nuestra cartera. La parte del riesgo que sí se pudo eliminar, por la vía de la diversificación, se denomina “riesgo único” o “riesgo no sistemático”. Mientras que, la parte de riesgo que no se puede eliminar, aún con carteras formadas por gran cantidad de acciones, es la que se denomina “riesgo de mercado”, “riesgo no diversificable” o “riesgo sistemático”. Ambos están representados en el siguiente gráfico:

### Desvío Standard del Portafolio



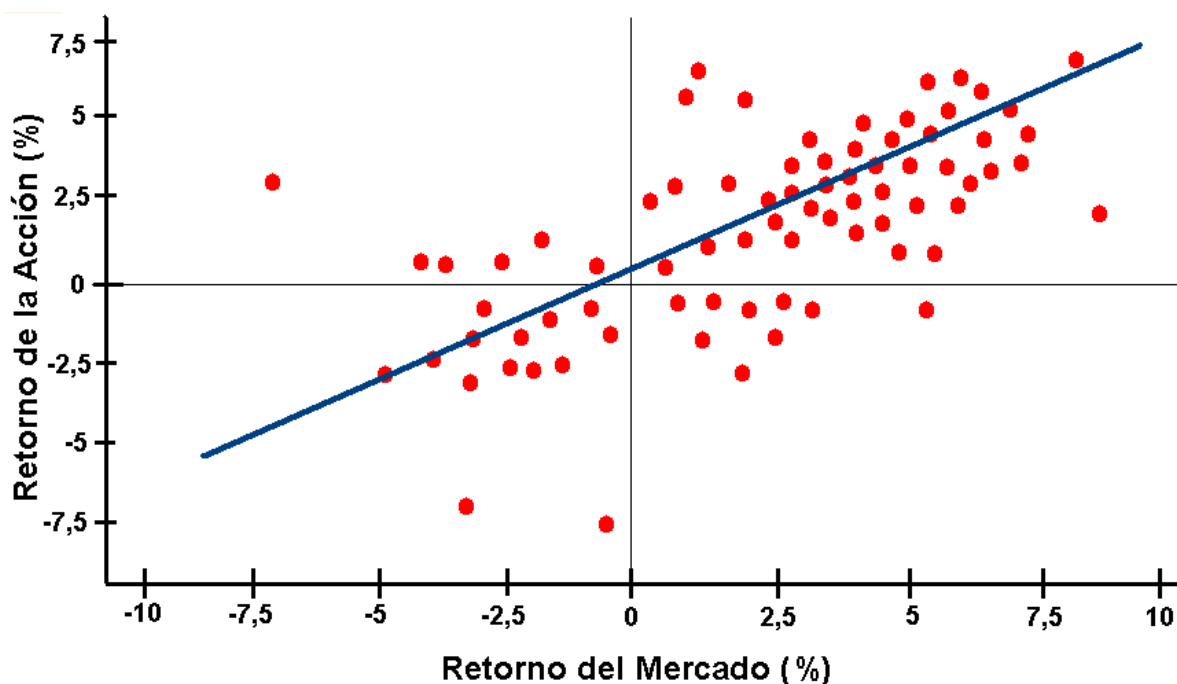
Como regla nemotécnica, el riesgo que **SI** se puede eliminar por la vía de la diversificación es el riesgo **NO** sistemático. Por lo tanto, gracias al experimento de Wagner y Lau se ha podido arribar a una conclusión muy importante:

**El riesgo se puede reducir pero no eliminar. La parte de riesgo que se puede eliminar por medio de la diversificación es el riesgo único, y la parte de riesgo que no podrá eliminarse nunca es el riesgo de mercado.**

### Medida del riesgo de mercado

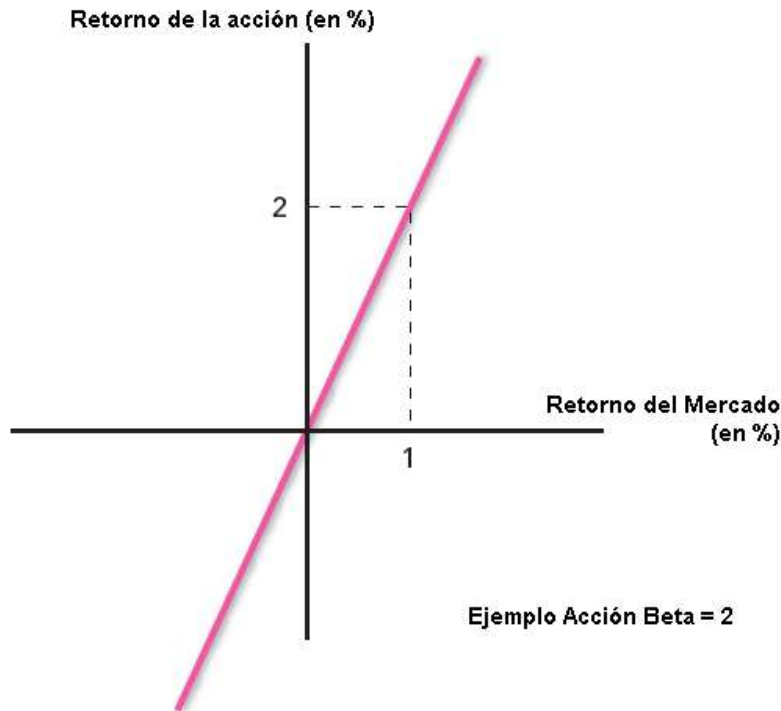
Ya hemos definido el riesgo, y sabemos que no se lo puede eliminar por completo, sino sólo reducir. Y sabemos también que la parte del riesgo que no se puede eliminar –sólo administrar–es el riesgo de mercado. Ahora bien, dado que este es tan importante y necesitamos poder administrarlo, primeramente habrá que medirlo, pero ¿de que modo? ¿existe alguna medida del riesgo de mercado?. Efectivamente, la medida del riesgo de mercado es un coeficiente llamado Beta. Existe un modo muy sencillo de medirlo que es el siguiente. En primer lugar, debemos definir un patrón de medida ó *benchmark*. Esto es, un promedio o un índice que nos sirva como medida de los movimientos del mercado en su conjunto. Para el caso argentino, este *benchmark* del mercado bien podría ser el índice Merval. Luego, deberemos computar los rendimientos porcentuales de la acción individual –cuyo riesgo de mercado queremos medir– y compararlos con los rendimientos porcentuales del *benchmark*. Así, en el gráfico que figura a continuación, se observan una serie de puntos que

representan, cada uno de ellos, la variación porcentual de la acción y la variación porcentual del promedio o índice que hemos elegido como representativo del mercado en su conjunto. Si esa comparación la hacemos diariamente, habrá tanto puntos como días hayamos computado en el cálculo. Veamos, por ejemplo, el punto que está ubicado más hacia la izquierda de todos. Ese punto nos indica que, en el período de tiempo considerado, hubo al menos un día en el cual la acción tuvo una variación porcentual positiva del 2,5 por ciento. Y ese mismo día, el *benchmark* del mercado cayó un 7,5 por ciento. Una vez que hayamos computado una cantidad importante de datos –formando así una nube de puntos- podremos buscar la recta de regresión que mejor represente el promedio de todos esos puntos. Luego, la pendiente (o, geoméricamente, la tangente) de esa recta será el coeficiente beta.



### ¿Qué nos “dice” el Beta de una acción?

El coeficiente Beta es una medida de la relación que existe entre el rendimiento de una acción individual y el mercado (medido, como dijimos, a través de su *benchmark*). Así, las acciones que tienen un Beta mayor a uno son más riesgosas que el mercado, las acciones que tienen un Beta igual a uno son igual de riesgosas que el mercado, y finalmente las acciones que tienen un Beta menor a uno son menos riesgosas que el mercado. Podría decirse que las acciones con Beta mayor a uno tienden a amplificar los movimientos del mercado, mientras que las acciones con Beta menor a uno tienden a atenuar los mismos. En el siguiente gráfico, por ejemplo, se podrá observar el caso de una acción con un Beta igual a dos.



Analicemos que sucede con esta acción de Beta igual a dos. El hecho de tener un Beta igual a dos significa que deberíamos esperar que, en promedio, esta acción duplique los movimientos del mercado. En aquellas ruedas en las que el índice representativo del mercado (el *benchmark*) suba un 1 por ciento, deberíamos esperar que esta acción de Beta = 2 suba un 2 por ciento. Y en aquellas ruedas en las que el benchmark caiga un 1 por ciento, la acción “debería” caer un 2 por ciento. Y decimos “debería” porque esto no significa que todos los días la acción se vaya a mover exactamente según este patrón. El Beta es en cierta forma un promedio, algunos días la acción tendrá una variación mayor que la que explica el Beta, otros días la acción tendrá un movimiento menor que el que explica el Beta y algunos otros días puede que tenga una variación igual a la que hubiéramos podido esperar según este cálculo. Es que (no hay que olvidarse de este punto porque es muy importante) en el movimiento de las acciones, una parte puede explicarse por el movimiento del mercado en su conjunto y otra parte por el movimiento propio de la acción. Esa “parte” de movimiento propio es la que justifica la existencia del riesgo propio o único, que es el que se puede eliminar a través de la diversificación.

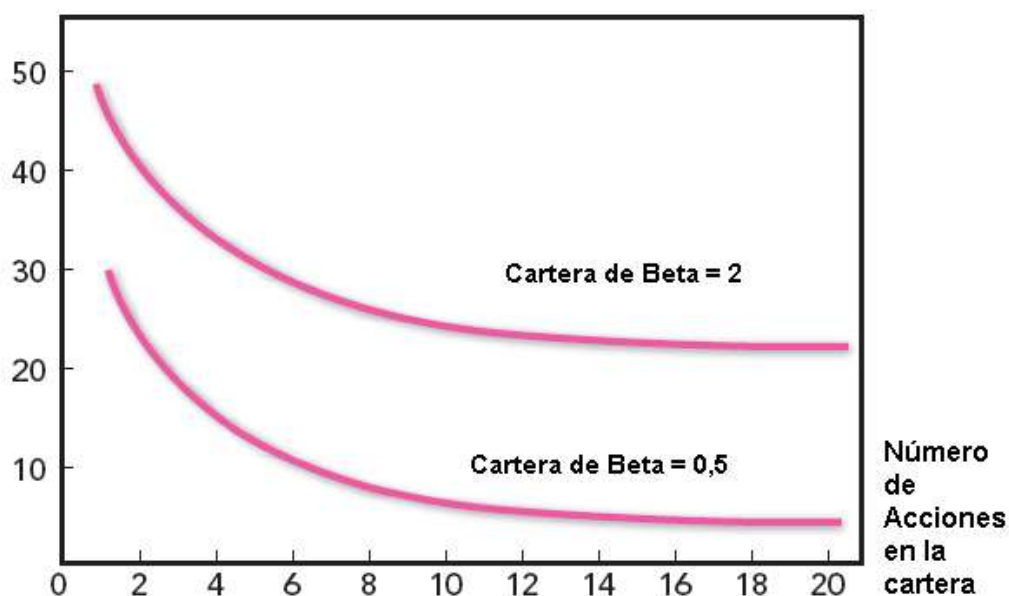
Como vimos que se desprendía del experimento de Wagner y Lau, en una cartera, por el sólo hecho de tener una cantidad suficiente de acciones <sup>(8)</sup> se

---

<sup>8)</sup> Como vimos anteriormente, según el experimento de Wagner y Lau, la caída es bastante significativa para carteras de alrededor de 10 acciones, pero es importante tener en cuenta que esta cantidad de acciones variará según el mercado y según el momento. Para Elton y Gruber

lograba eliminar por completo el riesgo único o propio de cada una de ellas. Pero no podía eliminarse el riesgo de mercado. Y como vimos también, el riesgo de una cartera bien diversificada depende del riesgo de mercado de los títulos incluidos en ella. Esto significa que el riesgo de una cartera bien diversificada depende del promedio de los Beta de las acciones de esa cartera. Así, podremos encontrar una cartera bien diversificada que esté formada por acciones cuyos Beta promedio sean igual a 0,5 y una cartera bien diversificada en donde el Beta promedio de sus acciones sea igual a 2.

Desvío standard de la cartera



La primera cartera (Beta promedio de sus acciones igual a 0,5) tendrá un riesgo de mercado cuatro veces menor al riesgo de mercado de la cartera cuyas acciones tienen un Beta promedio igual a 2. Pero eso no significa que una cartera sea más eficiente que la otra. Si las dos carteras están bien diversificadas, ambas serán igualmente eficientes en tanto que en ambas se ha eliminado totalmente el riesgo único. Sin embargo (a pesar de ser ambas igualmente eficientes) eso no quita que tengan distinto riesgo de mercado.

**Una cartera bien diversificada de Beta igual a 2, tiene el cuádruple de riesgo de mercado que una cartera bien diversificada de Beta igual a 0,5**

---

el número adecuado es también de 10 acciones. Para otros autores, en cambio (como por ejemplo Frank Reilly), el número óptimo se encuentra entre 12 y 18 acciones.



El Beta de una acción (o sea, su riesgo de mercado) es la medida del riesgo que estará aportando a una cartera bien diversificada. Si tengo una cartera bien diversificada (digamos, de 10 acciones) de Beta promedio igual a 2 y agrego una nueva acción (la número 11) que tiene un Beta igual a cuatro, estaré aportando mayor riesgo a mi cartera. Mi nueva cartera de 11 acciones será más riesgosa que la anterior, a pesar que ambas sean igualmente eficientes en la medida en que el riesgo no sistemático ha sido convenientemente eliminado. Asimismo, si tengo una cartera bien diversificada de 10 acciones, de Beta igual a 2 y agrego una nueva acción (la número 11) que tiene un Beta igual a 0,5 le estaré quitando riesgo a mi cartera. Mi nueva cartera de 11 acciones será menos riesgosa que la anterior, aunque ambas sean igualmente eficientes en la medida en que el riesgo no sistemático ha sido convenientemente eliminado.

### **Relación Riesgo/Rendimiento**

Hasta ahora hemos hablado casi exclusivamente del riesgo; que es, como se lo puede medir y como se lo puede administrar. Pero esto último es sólo una parte del trabajo del *portfolio manager*. La esencia del trabajo del *portfolio manager* es encontrar las mejores combinaciones entre distintas acciones (para el caso de estar administrando una cartera de renta variables) o entre distintos activos, de modo de poder alcanzar una buena relación entre rendimiento y riesgo. La idea no es, entonces, trabajar sólo minimizar el riesgo o sólo para maximizar el rendimiento, sino buscar la combinación óptima entre ambas variables.

**Mantener una buena relación “Rentabilidad - Riesgo” significa obtener el mayor rendimiento posible para un determinado nivel de riesgo.**

Hemos tenido oportunidad de analizar muchos prospectos de fondos que, con el objeto de convencer a potenciales clientes a suscribir los mismos, brindan el detalle de las rentabilidades obtenidas en períodos anteriores <sup>(9)</sup>. Dicha información, si bien útil, es incompleta. De nada sirve conocer la rentabilidad que obtuvo una determinada inversión en el pasado sin conocer además el riesgo al cual se estuvo expuesto. Una buena administración de inversiones no se mide por haber alcanzado determinados rendimientos en el pasado, sino por haber invertido manteniendo la mejor relación “Rentabilidad-Riesgo”. Los buenos rendimientos por sí solos pueden (en algunas circunstancias) estar explicados por factores tales como la suerte, Por dar un ejemplo, en la década del noventa en Estados Unidos hubo infinidad de “*muy*

---

<sup>9)</sup> A pesar de la exigencia de advertir que “*las rentabilidades pasadas no son garantía de que se vuelvan a repetir*” los buenos retornos pasados siguen siendo el “arma” más importante a la hora de “vender” un fondo.

*buenos*” *portfolio managers* que terminaron desapareciendo luego de la caída del año dos mil (durante el *crack* de las “*dot-com*”).

### **El Objetivo de la administración de carteras**

Por lo expuesto, el objetivo de la administración de carteras podría explicarse desde dos puntos de vista:

- Obtener el máximo rendimiento para un nivel de riesgo dado, o bien ...
- ... reducir al mínimo el riesgo, dado un cierto nivel de rendimiento que se desee alcanzar.

Una u otra estrategia deberá ser aplicada de acuerdo al caso y de acuerdo al perfil de los clientes a quienes administremos sus inversiones. Sin embargo, lo que es más importante, de cualquiera de estas dos formas estamos dejando bien en claro que no importa el rendimiento por sí sólo sino en función del nivel de riesgo que se está dispuesto a aceptar para conseguirlo.

### **Grado de aversión al riesgo**

Podría definirse la aversión al riesgo como el “disgusto” con el mismo. Se trata de una característica completamente subjetiva. Todos los inversores tienen un grado de aversión al riesgo distinto. El mismo dependerá de diversos factores tales relacionados con la experiencia personal (éxitos y fracasos económicos, grado de experiencia laboral y profesional, nivel de estudios, etcétera). Pero independientemente del grado de aversión al riesgo, todos los inversores comparten una misma característica: el riesgo no se asume en forma “gratuita”. Todo inversor, al asumir un riesgo, exigirá una “compensación”. A mayor riesgo, mayor será esa “compensación”. Visto desde otro punto de vista, el grado de aversión al riesgo muestra en que medida está dispuesto a arriesgar el capital a cambio de poder acceder a una rentabilidad mayor. Es la medida de cual es el máximo nivel de riesgo aceptable para el inversor con tal de alcanzar sus objetivos de inversión. Por eso, en el trabajo de administración de inversiones, es indispensable determinar el perfil de riesgo del inversor. En función de su correcta determinación se basará todo el trabajo posterior.

El perfil de riesgo de un inversor se puede determinar a través de cálculos matemáticos, estadísticos y armado de curvas de utilidad, aunque lo más común es hacerlo a través de encuestas o cuestionarios que los inversores deberán contestar previamente a recibir el asesoramiento de su *portfolio manager*. Estos cuestionarios se conocen comúnmente con el nombre de “*test del inversor*”. Si bien hay muchos tipos de *test*, algunas preguntas están

presentes en todos ellos, por ejemplo, en donde se les consulta por la edad. Como ejemplos clásicos de preguntas en un *test* del inversor encontramos las siguientes:

- ¿Cómo cree usted que van a evolucionar sus ingresos en los próximos años?
- ¿Tiene reservas asignadas a cubrir algún imprevisto? o, en el caso de sufrir un imprevisto ¿utilizará el dinero que ahora está invirtiendo?

Además suele incluirse alguna pregunta que intente definir el perfil de aceptación de eventuales pérdidas y de reacción ante una coyuntura negativa. Un ejemplo podría ser esta pregunta: “Si al recibir la información de sus fondos, observa que la rentabilidad de uno de ellos es negativa ¿usted qué haría? (elija una de estas cuatro opciones)”

- Vendería inmediatamente.
- Vendería parte del fondo.
- Antes de tomar una decisión, analizaría la evolución de mis fondos.
- Mantendría mi estrategia, ya que creo que para obtener rentabilidades superiores, a veces hay que aceptar rentabilidades negativas.

Asimismo, las preguntas suelen tener distintas opciones, y cada una de las opciones un puntaje. Al cabo de la resolución del cuestionario y de acuerdo a cual hayan sido las respuestas elegidas, el inversor obtendrá un cierto puntaje que servirá para definir su perfil de riesgo y el grado de aversión al mismo.

### **Funciones Básicas de un administrador de inversiones o *portfolio manager***

Las funciones básicas que tiene que llevar a cabo un *portfolio manager* tendrán como objetivo el armado del portafolio de inversiones. Dicho portafolio deberá estar adecuado a las necesidades y, fundamentalmente, al perfil de riesgo de los inversores. Para ello, el *portfolio manager* deberá llevar a cabo estas tareas:

- Definir el “perfil” de riesgo del inversor, o del grupo de inversores hacia quienes estará dirigido el fondo.
- Establecer la política de inversiones. Más adelante, veremos que la visión que el *portfolio manager* tenga acerca de la eficiencia del mercado, influirá en sus políticas de inversión.
- Definir los activos que incluirá en el portafolio.
- Definir el patrón de medida (“*benchmark*”) contra el que se medirá el rendimiento del portafolio.

- Construir el portafolio de inversiones. Controlar, revisar y evaluar su rendimiento.

### **Activos a incluir en el portafolio**

En la práctica, el listado de activos “elegibles” puede tener limitaciones. Por ejemplo, en el caso de los fondos comunes de inversión, el *portfolio manager* tendrá que trabajar con las limitaciones que están establecidas en el reglamento de gestión del fondo.

### **El patrón de medida –*benchmark*- para medir el rendimiento**

Es muy importante definir el patrón de medida (“*Benchmark*”) contra el que medirá el rendimiento del portafolio. Si bien la medida del buen (o mal) trabajo del *portfolio manager* estará dado por el nivel de “Riesgo – Beneficio” al que logró acceder con su portafolio de inversión, en algunas ocasiones no se le da tanta importancia al rendimiento en sí mismo sino al rendimiento relativo. Hablamos del rendimiento relativo del portafolio cuando lo estamos comparando con el rendimiento de otro activo: Por ejemplo, comparamos el rendimiento del portafolio administrado con el rendimiento de un índice, o bien con el rendimiento de otros fondos. Es claro que, tratándose de medir un rendimiento relativo, es tan importante el rendimiento de mi propio fondo como el rendimiento del fondo o índice que estoy tomando para hacer la comparación. Como vimos, toda vez que se toma un patrón de medida a efectos de comparación, dicho patrón de medida se lo denomina “benchmark”.

Algunas veces y aunque parezca paradójico, puede resultar relativamente más sencillo administrar la cartera de un fondo de inversión que administrar la cartera de un inversor individual. Es que tratándose de un inversor individual, siempre será muy difícil admitir pérdidas circunstanciales, aún cuando el *portfolio manager* haya tomado todos los recaudos y haya cumplido en todo momento con la relación “Riesgo – Beneficio” a la que se había comprometido. El tema es que, administrando la cartera de un inversor individual es difícil establecer la base sobre la cual voy a medir mi rendimiento. En cambio, administrando la cartera de un fondo común de inversión, normalmente el “benchmark” será el índice del mercado donde estoy invirtiendo. Por ejemplo, tratándose de un fondo de acciones en Argentina, típicamente el “benchmark” será el índice Merval. Si al cabo de un cierto período, el índice Merval cayó un 15 por ciento y el fondo administrado cayó “sólo” un 8 por ciento (menos que el índice que estamos tomando como referencia) no solamente nadie recriminará al *portfolio manager* sino que inclusive seguramente será felicitado por su pericia, al experimentar una caída menor que el Merval. Ciertamente, la vara con que se mide la pericia de unos y otros estará ligada con el rendimiento del portafolio, que a su vez estará condicionado por la unidad de medida que se tome para medir el rendimiento, o sea, con el “benchmark”.

## **La forma de “entender” el mercado y las distintas filosofías de inversión**

Según cual sea la forma de eficiencia que el *portfolio manager* “cree” que es representativa del mercado en donde desempeña su labor, así será la forma de administrar las inversiones. En efecto, si el *portfolio manager* cree que el mercado es muy eficiente, eso significa que cree que es altamente improbable que se presenten oportunidades de trading debidas a sobre o sub valuaciones. Por lo tanto, si el mercado es muy eficiente en “valuar” las empresas, sólo tendrá sentido seguir muy de cerca al mercado, por ejemplo, armando una cartera que replique exactamente las proporciones presentes en un índice representativo del mismo. En este caso, sólo se intentará aprovechar los momentos de suba (posicionándose en el mercado) y de baja (saliendo del mercado). Si, en cambio, el *portfolio manager* cree que el mercado no es eficiente, consecuentemente creerá que es muy probable que se puedan encontrar empresas sobre o sub valuadas. En este caso, no tiene tanto sentido “pegarse” (si se nos permite la expresión coloquial) a un índice sino cambiar la composición de la cartera, incorporando empresas sub valuadas y desprendiéndose de las mismas cuando (según el criterio del *portfolio manager*) ya estén correctamente valuadas por el mercado o, más aún, cuando crea que ya estén sobre valuadas.

### **Administración Pasiva**

Sería el tipo de administración a aplicar por un *portfolio manager* que cree en un mercado eficiente. Las características principales de una administración de tipo pasiva son:

- Habitualmente, los periodos de inversión son de mediano a largo plazo.
- Los cambios en la composición de la cartera son muy poco frecuentes.
- Esta es la típica forma de operar de los llamados fondos “indexados”.

### **Administración Activa**

Sería el caso de quien cree que el mercado no es completamente eficiente (o más aún, que es ineficiente). En esa creencia, tratará de aprovechar esas ineficiencias en su provecho. En un mercado ineficiente, es posible acceder a activos cuyo rendimiento sea más alto que el que debería tener, en teoría, en función de su riesgo histórico.

Las características de la administración activa son:

- Los periodos de inversión son variables (y normalmente bastante cortos).
- Los cambios en la composición de la cartera son bastante frecuentes.

- Dado que se supone que es factible encontrar empresas “mal” valuadas (sobre o sub valuadas), al *portfolio manager* no le bastará con “indexar” su cartera, sino que necesitará hacer “predicciones” sobre retornos esperados y sobre la volatilidad esperada de los activos que incluya en su cartera. De ese modo, podrá cambiar la ponderación de los mismos, buscando las mejores combinaciones entre riesgo y rendimiento.

Los pasos a seguir para llevar a cabo una administración activa son básicamente:

- Identificar los distintos grupos de activos a incluir en la cartera.
- Buscar la combinación óptima entre los distintos grupos.
- Identificar los activos que representarán a cada grupo.

En este sentido, quien “replica” un índice hace todo lo contrario que quien se dedica a hacer “*stock picking*”. Llamamos así a la tarea de seleccionar las acciones que formaran parte de la cartera. Mientras que en una administración pasiva el *stock picking* no tiene demasiado sentido (dado que, como vimos, lo único importante es “pegarse” lo mejor posible a un índice) en el caso de la administración activa es una de las tareas más importantes. Del éxito a la hora de elegir acciones “mal” valuadas por el mercado dependerá el diferencial de rendimiento que se podrá obtener por encima del *benchmark*. El *benchmark* es el índice representativo del mercado en función del cual se medirá el éxito (o no) del trabajo del *portfolio management*.

Aunque parezca paradójico, el hecho de medir la performance de un portafolio no “en sí misma” sino en función de la comparación con el rendimiento de otro activo o índice (por ejemplo, en función de la evolución de un índice representativo del mercado) facilita en cierta forma la tarea del administrador de un fondo común de inversión. Imaginemos por ejemplo el caso de un fondo de renta variable (acciones) en nuestro país. Muy probablemente, el “*benchmark*” contra quien se efectuará la comparación será el índice Merval. Y si, por dar un ejemplo, al cabo de un cierto período el índice Merval tuviera un rendimiento negativo del 25 por ciento y un fondo de acciones cayera “sólo” un 5 por ciento, nadie dudaría en calificar la performance de ese fondo como excelente. Sin embargo, más allá de esa comparación, la realidad es que el fondo experimentó una pérdida. Esa pérdida, en cambio, sería difícil de asumir para el inversor individual, a quien las comparaciones y los *benchmarks* le resultan anecdóticos pues lo que verdaderamente le interesa (como es lógico) es su rentabilidad real.

Pero este “juicio” más benigno que podría beneficiar al *portfolio manager* de un fondo de inversión no es de ningún una ventaja. Es que, a diferencia de

otros, el *portfolio manager* que se dedica a administrar inversiones de un fondo común de inversión tiene necesariamente que cumplir con los requisitos y limitaciones del reglamento de gestión. Estas limitaciones están pensadas para poder ofrecer al inversor las garantías necesarias de que su dinero no podrá ser invertido de modo arbitrario, sino de acuerdo a limitaciones claramente establecidas de antemano. Si bien esto es bueno y ayuda a la confiabilidad de la inversión, también es cierto que resta “grados de libertad” a la tarea del *portfolio manager* y conspira para lograr mejores rendimientos.

Pensemos, por ejemplo, un momento en donde el mercado en su conjunto está en baja, y el *portfolio manager* de un fondo común de inversión tiene que cumplir con el reglamento de gestión que le impone tener invertido en todo momento como mínimo el 80 por ciento de su cartera en acciones (visto de otro modo, le impone no sobrepasar en ningún momento un 20 por ciento de liquidez). Aún cuando la visión del *portfolio manager* sea bajista, su fondo caerá porque está obligado a estar invertido. Sólo podrá apelar a ciertos cambios en la composición de su cartera de modo tal que la baja le impacte lo menos posible. Este es el motivo por el cual, en algunas circunstancias, aún con el mercado en su conjunto en baja, ciertas acciones “resisten” la caída y, aún más, suben a contrapelo del mercado. Sería el caso de las acciones de “utilities” (empresas de servicios públicos). Típicamente estas empresas pagan buenos dividendos en efectivo, son mucho menos volátiles que el común de las acciones, y son excelentes refugios en los momentos en que el mercado está en baja y para aquellos inversores que por algún motivo están “obligados” a permanecer invertidos en acciones.

## La información contable en el mercado de capitales

La inversión en títulos valores privados está calificada como una inversión “de riesgo” dado que el valor fijado del título está sujeto al rendimiento futuro del mismo en virtud de la rentabilidad de la sociedad emisora. Dicha rentabilidad futura, como todo ello que va a ocurrir, es contingente, y ahí nace el riesgo del inversor.

Existen diversas formas de atenuar –nunca evitar- el riesgo de la inversión en títulos privados, como ser: diversificar carteras, observar las tendencias del mercado bursátil y efectuar modificaciones en la integración de nuestra cartera, obtener información de la sociedad en la cual pensamos invertir, entre otras muchas variantes.

Justamente la última enumerada “... obtener información de la sociedad en la cual pensamos invertir ...” nos introduce al tema de nuestra especialidad, en términos generales y los Estados Contables como producto que elaboran los Contadores Públicos para que el usuario conozca la situación general de una empresa, dando a la técnica contable y de auditoría las bases para que dicho producto sea de una calidad normal y brinde utilidad y confiabilidad al usuario.

La técnica contable forma parte del fantástico mundo de las comunicaciones y de los sistemas de información, tan avanzados en estos días. La contabilidad brinda información sobre el desenvolvimiento de los negocios del ente y el documento fundamental que sintetiza la labor contable es el Estado Contable, que puede tener distintos contenidos y formas, como más adelante veremos.

Por lo tanto para el inversor actual o futuro de una sociedad, los estados contables son el documento que la técnica contable le brinda para conocer la situación actual y anterior de una sociedad; y con estos datos y toda una batería de información sobre situación de la economía en general, de la rama de actividad de la empresa en particular, tendencia del mercado bursátil, preferencias del mercado y personales, etc., dicho inversor estará en condiciones de adoptar una decisión inversora que reduzca el riesgo a márgenes razonables. Nunca tendría que invertir sin tener conocimiento de todos y cada uno de los datos necesarios y uno de ellos son los estados contables, a los que nos referiremos a continuación.

Los Estados Contables son un informe técnico contable que refleja la situación económica patrimonial y financiera de una empresa a una fecha dada y pasada.

### **LA INFORMACIÓN CONTABLE PERIÓDICA**



Las sociedades abiertas con ofertas públicas deben presentar diversa información contable periódica (trimestral) que tiene algunas diferencias, según el tipo de valor mobiliario que cotice (acciones, obligaciones negociables y nuevos proyectos) y/o el período a que esa documentación responde por trimestre o ejercicio anual.

### **Anualmente**

Básicamente en el ejercicio anual deben presentar:

1. Memoria sobre la gestión del Directorio;
2. Estados Contables anuales según la Ley de Sociedades;
3. Acta de Directorio que aprobó puntos 1 y 2;
4. Dictamen del Auditor con opinión fundada y completa sobre el punto 2;
5. Informe Comisión Fiscalizadora con opinión concreta sobre punto 1 y 2, con su acta pertinente;
6. Reseña informática

Para esta documentación tiene un plazo de 70 días corridos, luego de cerrado el ejercicio.

Esta documentación deberá presentarla las sociedades que coticen acciones en cualquiera de las secciones general o especial, las que coticen Obligaciones Negociables y los nuevos proyectos.

Según el Art. 62 del Reglamento de la Bolsa de Comercio establece que dentro de las 24 hs de aprobado por el Directorio (y dentro de los 70 días corridos de cerrado el ejercicio anual) el Directorio debe informar como anticipo del balance a ingresar próximamente.

La Asamblea se debe realizar dentro de los 110 días de cerrado el ejercicio y luego debe ingresarse el acta de asamblea que trató el balance (plazo 10 días).

### **Trimestralmente**

En cada trimestre deben presentar la documentación contable siguiente:

Si cotiza acciones en Sección Especial (Ventas de + 100 millones y/o capital de + \$ 60 millones o por dispersión de capital 1000 acc p/ el 30% o 1200 acc p/ el 40% capital).

- ↓ Estados contables trimestrales;
- ↓ Acta de Directorio que lo aprueba;
- ↓ Informe Comisión Fiscalizadora y su acta respectiva;
- ↓ Informe del Auditor con carácter de revisión limitada;
- ↓ Reseña informativa.

Para ello tienen un plazo de 42 días corridos. Este régimen no es aplicable para las empresas que coticen obligaciones negociables. Ni lo es para las que cotizan nuevos proyectos. Dentro de las 24 hs. de aprobado el Balance Trimestral por el Directorio deben informar (Art. 63 Reglamento Bolsa) el resultado del período trimestral dividido en ordinario y el detalle del patrimonio neto.

#### Si cotizan acciones en sección general y obligaciones negociables

##### Opción

Igual información que la Sección especial o puede optar (es lo que generalmente se hace) por:

- Ⓜ Reseña Informativa trimestral;
- Ⓜ Acta de Directorio que la consideró.

Plazo de presentación 42 días corridos de cerrado el trimestre.

No es requerida para nuevos proyectos.

Dentro de las 24 hs. de aprobado por el Directorio por el Art. 63 del Reglamento de la Bolsa deben informar el resultado del trimestre, dividido en ordinario y extraordinario y brindar la integración del patrimonio neto por rubros y montos. Esta información sólo se requiere para acciones que cotizan en sección general.

Si se trata de nuevos proyectos:

En cada trimestral acompañará:

- ⇓ Estado de movimientos de fondos;
- ⇓ Estado de situación patrimonial;
- ⇓ Estado de Resultados;
- ⇓ Dictamen del Auditor;
- ⇓ Informe del Síndico;
- ⇓ Acta de Directorio.

Plazo: 30 días corridos de cada trimestre

Asimismo a los 30 días de cada uno de los cierres trimestrales un informe sobre la evolución del proyecto, indicando etapas cumplidas y explicación de los eventuales desvíos con lo proyectado inicialmente.

Sociedades que cotizan además en mercado del exterior

Además de la información contable requerida por normas argentinas deberá acompañar copia de toda otra documentación presentada en el exterior distinta o adicional o complementaria a la local.

Todo este conjunto de información contable periódica se complementa y consolida con la llamada "Información relevante" (Art. 23 del Reglamento de Cotización).

## **ACLARACION FINAL**

Los Bancos presentan sus balances trimestralmente conforme a normas contables específicas del Banco Central de la República Argentina y las Compañías de Seguro conforme a las normas de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

## **A N E X O**

### **INFORMACIÓN CONTABLE PARA EL EJERCICIO ANUAL**

Comprende:

- Ⓜ Estado de Situación Patrimonial;
- Ⓜ Estado de Resultados;
- Ⓜ Estado de Evolución del Patrimonio Neto;
- Ⓜ Estado de Origen y Aplicación de Fondos; (Método Variación de CAJA);
- Ⓜ Notas;
- Ⓜ Anexos de Bienes de Uso, Intangibles, Inversiones, Previsiones, Moneda Extranjera, Costo de Mercaderías Vendidas y distribución de gastos por funciones;
- Ⓜ Información Comparativa de los 2 últimos ejercicios;
- Ⓜ Reseña Informativa, la cual contiene:
  - ↓ Comentario del último trimestre;
  - ↓ Esquemático del Patrimonio;
  - ↓ Esquemático de los Resultados;
  - ↓ Evolución de índices básicos;
  - ↓ Evolución de ventas y producción en volúmenes físicos;
  - ↓ Perspectivas futuras.
- Ⓜ Notas intercambiadas entre la empresa y la Comisión Nacional de Valores en último trimestre.
- Ⓜ Información del Art. 68 del Reglamento de la Bolsa que amplíe las notas; indicando plazos de vencimientos de créditos, deudas, contingencias remotas y posibles, saldos con directores y Sociedades del Art. 33 de la Ley 19.550, seguros, dividendos preferidos, etc.
- Ⓜ Información comparativa 5 últimos ejercicios.

Si la empresa controla a otra sociedad presentará:

- ↓ Estado de Situación Patrimonial Consolidado;
- ↓ Estado de Resultados Consolidado;
- ↓ Estado de Origen y Aplicación de Fondos Consolidado;
- ↓ Notas al Consolidado;
- ↓ Dictamen del Auditor al Consolidado.

Si la sociedad tiene inversiones valuadas a Valor Patrimonial Proporcional (VPP) en Sociedades del Art. 33 de la Ley de Sociedades, acompañará un juego íntegro de los estados contables de esa empresa utilizado para calcular el VPP, acompañado por el dictamen del auditor.

### **Información contable para ejercicio trimestral**

Igual documentación contable que en el anual, excepto que no incluye la presentación de:

#### **Sección Especial**

- Ⓜ Memoria
- Ⓜ El informe del Auditor es sin opinión fundada, sólo un informe de revisión limitada.

#### **Sección General y Obligaciones Negociables**

- Ⓜ En los estados trimestrales las empresas que cotizan en la Sección General tienen la opción de presentar igual información que los de Sección Especial o bien limitarse a enviar

® La Reseña Informativa y

® El Acta del Directorio que aprobó dicha reseña Sin ningún tipo de informe de auditoría o de sindicatura

## **CONTENIDOS DE LOS BALANCES**

### **CRITERIOS DE VALUACIÓN Y EXPOSICION**

#### **1. De Valuación**

RT 16 – Marco General de Medición

RT 17 – Normas Particulares

RT 18 - Normas Especiales (Conversión, Leasing, Utilidad por acción, Reestructuraciones, etc.)

RT 19 – Adecuaciones a RT 8, 9 y otras.

RT 20 – Derivados

RT 21 – Consolidación, VPP y Partes Relacionadas.

RT 22 – Actividades agropecuarias

RT 23 – Beneficios a los empleados posteriores a la terminación de su relación laboral y otros beneficios a largo plazo

#### **Excepciones:**

- a) No se permite ajuste por inflación a partir de 01/03/03.
- b) No se permite activar intereses por capital propio.
- c) No se permite activar intereses por capital ajeno luego de concluidas las obras o añejamiento de vinos, etc.
- d) No se permiten revalúos técnicos a partir de 01/10/92.

## **2. De Exposición:**

RT 8 y RT 9 – Criterios Generales y Particulares

### Excepción:

E.O.A.F.: base Caja e Inversión C. P.

## **3. Del Dictamen del Auditor Externo:**

RT 7 - Anuales con opinión fundada.

Trimestrales e intermedios: Revisión limitada.

Todos certificados por el C.P.C.E.

## **Normas de la Bolsa de Comercio**

Art. 23: Deben informar

### **INMEDIATAMENTE**

- TODO HECHO NO HABITUAL
  - de la cotizante
  - de sus controlados directa e indirectamente
  - de su controlante
- INCIDA SUSTANCIALMENTE en la COTIZACIÓN

Ejemplos (enumerativos, no taxativos)

- Resoluciones sobre créditos litigiosos que producen resultados superiores al 15% del PN
- Medidas Bolsas del Exterior
  
- Decisiones del Directorio s/divid.; emisiones, capitalización
- Pedidos de quiebras notificados
- Contratos s/exclusividad de ventas
- Asesoramientos con pagos en función Producción, Ventas o Utilidades.
- Etc.

### **Dentro 2 días hábiles**

- Gravamen con HIPOTECAS o PRENDAS Superior al 10% del PN
- Vacantes Directorio o Sindicatura
- Compra-venta de participaciones en otras sociedades, si asume o pierde el CONTROL.

### **General**

Los cambios de todos esos hechos deben informarse en el mismo plazo.

### **Balances Anuales – Art. 62**

Dentro de 24 hs. hábiles de aprobado el Balance por el Directorio debe informar:

- a) Resultado del ejercicio, ordinario y extraordinario;
- b) Detalle del patrimonio neto por rubros y montos;

Capital ajustado;



Reservas;

Aportes irrevocables;

Resultados no asignados;

c) Sus propuestas respecto de:

Distribución de dividendos en efectivo y en acciones;

Capitalización de ajustes de capital y otros;

Si no efectuare propuestas los motivos que le impide ello.

Esta información del Art. 62 no se requiere para obligaciones negociables ni nuevos proyectos.

### **Balances Trimestrales – Art. 63**

Dentro de las 24 hs hábiles de aprobado el Balance por el Directorio se debe informar:

- Resultado del ejercicio (orden y extread)
- Detalle del patrimonio neto por montos

No es requerido p/O.N. ni p/ N.P.

### **MEDIOS BURSÁTILES DE DIFUSIÓN**

<u>Vías de Difusión</u>	<u>Denominación</u>
1. Internet	Bolsar
Página Web	
<a href="http://www.bcba.sba.com.ar">www.bcba.sba.com.ar</a>	

**PERMITE ACCESO A LA INFORMACIÓN DEL BOLETÍN DIARIO**

Prensa

- |    |                 |            |
|----|-----------------|------------|
| 2. | Boletín Diario  | “La Bolsa” |
| 3. | Boletín Semanal | “La Bolsa” |

Principales contenidos:

1. En Bolsar y Boletín Diario
  - Cotizaciones del día de títulos valores públicos y privados (cedear, acciones, fideicomisos, fondos comunes, obligaciones negociables)
  - Estadísticas diarias
  - Índices bursátiles diarios
  - Noticias relevantes sobre sociedades cotizantes (arts. 23, 62 y 63 del Reglamento, entre otros)
  - Balances ingresados
  - Balances esquematizados
  - Asambleas a realizar
  - Síntesis Resoluciones Asambleas
  - Pagos de dividendos
  - Situación Reglamentaria Sociedades cotizantes

- Información Calificadoras de Riesgo
- Prospectos de Sociedades

2. En el Boletín Semanal se publican, entre otros:

- Balances completos
- Estadísticas y cotizaciones semanales y mensuales Clase

Señor Carlos Attwell

## **FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN**

### **I.- Introducción**

Es un hecho irrefutable que la complejidad de los mercados financieros y el volumen de información relevante en cada uno de ellos es cada vez mayor.

Las interrelaciones entre regiones y mercados, la globalización, la velocidad en las comunicaciones y la influencia inmediata sobre los precios de los activos financieros de las noticias locales y globales hace cada vez más dificultosa la administración personal (y eficiente) de una cartera de activos financieros por razones de conocimientos necesarios, tiempo y recursos para mantenerse informado, así como de posibilidades de acceso a los mercados.

Por lo tanto, la tercerización de la administración del stock de ahorro de los individuos es una necesidad y una realidad, avalada por las cifras de crecimiento de los activos bajo administración de los esquemas de inversión colectiva en la gran mayoría de los países con mercados de capitales.

En este sentido debe tenerse en cuenta que el desarrollo de los esquemas de inversión colectiva, asimismo, tiene implicancias favorables para los dos objetivos fundamentales de toda política financiera exitosa, como son:

- 1) la eficiente asignación del ahorro público a las oportunidades de inversión, y
- 2) la eficiente gestión de administración de riesgos y la protección de los inversores menos informados.

En la República Argentina la administración del stock de **ahorro voluntario** utilizando esquemas de inversión colectiva se realiza,

principalmente, a través de los Fondos Comunes de Inversión constituídos bajo la Ley 24083.

## **II.- Qué es un Fondo Común de Inversión?**

Desde un punto de vista conceptual, un Fondo Común de Inversión es **un vehículo que permite a un grupo de personas con objetivos de inversión similares disponer de una administración profesional que se ocupa de analizar la mejor forma de alcanzar esos objetivos y llevar a la práctica las estrategias necesarias para lograrlo, custodiando a la vez los activos en los que se invierte.**

Analicemos ahora, desde la óptica legal, las posibilidades que brinda en la República Argentina este vehículo de inversión que está regulado por la Ley 24083.

En su Art. 1 esta Ley expresa:

**“Se considera FONDO COMUN DE INVERSION al patrimonio integrado por: valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuro y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina y dinero, pertenecientes a diversas personas a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotapartes cartulares o escriturales. Estos fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica.**

Los fondos comunes que se constituyen con una cantidad máxima de cuotapartes de acuerdo con el artículo 21 de esta ley, podrán tener objetos especiales de inversión e integrar su patrimonio con conjuntos homogéneos o análogos de bienes reales o personales, o derechos creditorios con garantías reales o sin ellas de acuerdo con lo que disponga la reglamentación del órgano de fiscalización previsto en el artículo 32 de esta ley. *(Párrafo incorporado por art. 78 inc. a) de la Ley N° 24.441 B.O. 16/01/1995)*

Los fondos comunes de inversión podrán emitir distintas clases de cuotapartes con diferentes derechos. Las cuotapartes podrán dar derechos de copropiedad de acuerdo con lo previsto en el primer párrafo de este artículo y también podrán emitirse cuotapartes de renta con valor nominal determinado y una renta calculada sobre dicho valor cuyo pago será sujeto al rendimiento de los bienes que integren el

**haber del fondo.** (Párrafo incorporado por art. 78 inc. a) de la Ley N° 24.441 B.O. 16/01/1995)”.

De la lectura del artículo se desprende entonces que se pueden ofrecer Fondos Comunes de Inversión cuyos objetivos de inversión busquen ser logrados a través de la administración profesional de carteras de:

- a) valores mobiliarios con oferta pública,**
- b) metales preciosos,**
- c) divisas,**
- d) derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuro y opciones,**
- e) instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina y**

**f) dinero**

o cualquier combinación de estos instrumentos.

Los Fondos Comunes de Inversión, que se constituyan invirtiendo en estos activos, pueden ser abiertos o cerrados. Si son **abiertos** esto quiere decir que los aportes de las personas que invierten en ellos pueden crecer sin limitaciones al tamaño del Fondo (salvo decisiones puntuales del Administrador), estos aportes pueden ser retirados parcial o totalmente en cualquier momento y su permanencia en el Fondo puede ser ilimitada. En cambio, si son **cerrados**, el volumen que pueden alcanzar los activos bajo administración está definido de antemano, al igual que la duración de los Fondos de este tipo.

Ahora bien, el segundo párrafo del Artículo 1º establece que, si el Fondo Común de Inversión es cerrado, entonces puede también tener otros objetivos:

- a) objetos especiales de inversión,**
- b) conjuntos homogéneos o análogos de bienes reales o personales, o derechos**
  - creditorios con garantías reales o sin ellas.**

Como se puede apreciar, las posibilidades de objetivo de inversión de estos Fondos son mayores al permitirse para ellos la inversión en activos de la economía real.

### **III.- Tipos de Fondos.**

En la República Argentina la oferta de Fondos Comunes de Inversión la podemos clasificar, siguiendo los lineamientos de la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión, por el objetivo de inversión (que determina el tipo de activos que componen la cartera) y por los atributos anexos: la moneda del Fondo, la región donde invierten y el horizonte de inversión

Siguiendo este esquema de tipificación encontramos Fondos de:

- 1) Renta Variable: son Fondos que invierten principalmente en acciones. Unos invierten en acciones listadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, otros lo hacen en otros mercados de Latinoamérica (especialmente Mercosur), Estados Unidos de Norteamérica o Europa (a través de inversiones directas o CEDEAR´s). La cuota parte está denominada en dólares o pesos y su horizonte de inversión es, por tratarse de Fondos que invierten en acciones, largo.
- 2) Renta Fija: son Fondos que invierten principalmente en títulos de deuda pública y/o privada (títulos públicos, obligaciones negociables, etc.). Unos invierten en instrumentos de deuda argentinos, otros lo hacen en activos del exterior en forma directa o a través de CEDEARs (tanto de acciones como de bonos corporativos extranjeros). La cuota parte está denominada en dólares o pesos y su horizonte de inversión puede ser corto, mediano, largo o flexible, dependiendo de las estrategias de inversión establecidas.
- 3) Renta Mixta; se trata de Fondos a través de los cuales se puede invertir en una combinación de acciones y títulos de deuda como los descriptos en los casos anteriores. La cuota parte está denominada en dólares o pesos y su horizonte de inversión puede ser corto, mediano, largo o flexible, dependiendo de las estrategias de inversión establecidas.

- 4) Mercado de Dinero: en esta categoría englobamos a los Fondos de Plazo Fijo y a los Fondos de Mercado de Dinero. Como ya se ha visto los dos tipos de Fondos tienen comportamientos comunes y la diferencia es regulatoria. Construyen sus carteras con depósitos en entidades financieras (principalmente depósitos a plazo fijo y colocaciones a la vista en Entidades Financieras) y deben mantener en todo momento, al menos, un cuarenta y cinco por ciento (45%) del Patrimonio en colocaciones totalmente líquidas. La cuota parte está denominada en pesos o en dólares, invierten en la República Argentina y su horizonte de inversión es, por el carácter de sus activos, corto; no obstante ello existen cuotapartistas que mantienen sus inversiones en estos Fondos por largos períodos de tiempo.
  
- 5) Cerrados: como se viera anteriormente, estos Fondos pueden tener variados objetivos de inversión que incluyen proyectos en la economía real (por ejemplo: proyectos agrícolas o inmobiliarios). El horizonte de inversión está relacionado al objetivo de inversión de cada uno de ellos pero, primordialmente, son de mediano o largo plazo.

#### **IV.- Ventajas de la inversión a través de Fondos Comunes de Inversión.**

Como dijéramos al principio, los Fondos Comunes de Inversión son una forma de inversión colectiva, no son comunes por “ordinarios” sino porque permiten crear una “comunidad” de intereses y alcanzar un “objetivo común” a todos los participantes.

Si bien las personas invierten en el Fondo, en realidad están invirtiendo “a través” de un Fondo en los activos que han elegido para cumplir un objetivo que es común a todos ellos.

Los beneficios de administrar el stock de ahorro o las inversiones de esta manera son varios y van más allá de la administración profesional (que es el primero de ellos), veamos cada uno de ellos:

- 1) Administración profesional: la complejidad de la administración eficiente de una cartera de activos financieros en un ambiente tan dinámico y complejo como el de los mercados financieros actuales hace necesaria la actuación de profesionales con dedicación exclusiva



para este fin. Los Fondos Comunes de Inversión, a través de la actuación de los Gerentes de Cartera actuantes, brindan este servicio, cubriendo de esta manera esa necesidad.

- 2) Acceso a Mercados e instrumentos: por tratarse de inversores institucionales con la estructura necesaria para lograrlo, los Fondos permiten, especialmente a los cuotapartistas pequeños y medianos, participar en inversiones en mercados e instrumentos que, por lejanía o montos necesarios, están prácticamente vedados a ese segmento de inversores.
- 3) Diversificación: una de las bases del correcto manejo de los riesgos asociados a una cartera, es la diversificación en los papeles que la componen. Esto permite disminuir el impacto de una disminución en el valor de uno de los instrumentos adquiridos (por razones específicas asociadas al emisor) sobre el total de las inversiones en esa cartera. Por los montos que administra una Gerente para un Fondo, por el análisis de riesgo sobre cada uno de los instrumentos adquiridos para su cartera, y por los límites mínimos de diversificación por emisor a los que están obligados como consecuencia de las reglamentaciones vigentes, los Fondos Comunes de Inversión son vehículos que aseguran diversificación y por lo tanto un correcto manejo de los riesgos que ésta evita.
- 4) Liquidez: las Sociedades Gerentes están obligadas regulatoriamente a proveer, en condiciones normales de mercado, la liquidez necesaria para que el cuotapartista que así lo deseen pueda hacer efectiva su inversión en los tiempos estipulados en el Reglamento de Gestión.
- 5) Información diaria: el resultado de la inversión se refleja diariamente (en un Fondo abierto) en el valor de la cuotaparte que determina la Sociedad Gerente; dicha información está disponible para el público en general en publicaciones varias: diarios de amplia circulación, Suplemento Diario del Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, páginas Web de los órganos de los Fondos, de la Comisión Nacional de Valores y de la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión o, incluso, telefónicamente dependiendo del Fondo del que se trate.
- 6) Montos mínimos reducidos: tratándose de una cartera que engloba inversiones de muchas personas, no son necesarios montos grandes para operar en Fondos. La mayoría de ellos opera con montos

mínimos cercanos a mil pesos (e incluso menores). Adicionalmente, por tratarse las compras y ventas de operaciones que engloban las decisiones de suscripción y rescate de todos los clientes que actúan, los importes de las comisiones que deben abonarse por las mismas son siempre las aplicables a operaciones mayoristas, disminuyendo el impacto de ellas sobre el rendimiento de la cartera, situación que no se verifica en una cartera pequeña administrada personalmente.

- 7) Simplicidad de operación: una vez decidido el tipo de inversión que se desea realizar y elegido el Fondo a través del que se desea efectuar la inversión se procede a la suscripción (en la Sociedad Depositaria, Gerente o Agentes Colocadores que en muchos casos pueden ser Agentes de Bolsa). Luego los órganos activos del Fondo se ocupan del resto de las tareas inherentes a la administración de la suma invertida. Una vez efectuada la primera operación es posible operar por medios electrónicos. En caso que el cuotapartista así lo desee podrá solicitar el traspaso de su inversión de un Fondo a otros, siguiendo sus preferencias o necesidades de cambio de objetivos de inversión. Asimismo, decidido el rescate de la operación, éste se puede efectuar tanto presencial como telefónicamente o, eventualmente, por otros medios electrónicos, dependiendo del Fondo del que se trate.
  
- 8) Ahorro de tiempo: lo expresado en el punto anterior no implica que una persona física no puede hacer esta tarea en forma eficiente, ***si dispone además de los conocimientos necesarios para hacerlo***, pero sí es cierto que deberá asignar a esta tarea una gran cantidad de tiempo para poder recopilar información y efectuar los análisis necesarios para tomar decisiones eficientes de inversión o desinversión. Asimismo, necesitará el tiempo necesario para efectuar tareas administrativas varias relacionadas a la cartera (cobros de rentas, dividendos y amortizaciones, presentaciones varias, concurrencia a Asambleas, cálculos, etc.). Todos estos servicios forman parte de las tareas desarrolladas por la Gerentes y/o Depositarias de los Fondos Comunes de Inversión.
  
- 9) Marco regulatorio: la actuación de la Comisión Nacional de Valores como Organismo Oficial dedicado a la supervisión y el control de la actividad de los Fondos y sus Organos Activos (Sociedad Gerente y Sociedad Depositaria), velando asimismo por los intereses de los cuotapartistas asegura transparencia en la actividad de los Fondos.

#### V.- Quién administra un Fondo Común de Inversión?

En el final del primer párrafo del Artículo 1 leíamos: “**Estos Fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica**”, por lo tanto deben ser administrados por personas jurídicas que son las que los generan y que, luego de las autorizaciones correspondientes por parte de la Comisión Nacional de Valores, los ofrecen a los inversores.

Estas Sociedades son:

La **Sociedad Gerente**, encargada de la administración del patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión que haya lanzado en conjunto con una Sociedad Depositaria.

Dentro de estas tareas se incluyen entre otras, la definición de las estrategias necesarias para lograr los objetivos de inversión propuestos para cada Fondo, el análisis de la situación de los mercados y de los instrumentos financieros que se pueden incorporar a la cartera de inversiones, la toma de decisiones de inversión y desinversión en dichos instrumentos, el cálculo del valor de la unidad de medida de las inversiones en los Fondos, llevar la contabilidad de cada Fondo bajo administración, la confección de los estados contables trimestrales y anuales de los Fondos y, en algunos casos, la distribución de cuotas partes.

La **Sociedad Depositaria**, encargada de la custodia de los activos bajo administración de los Fondos Comunes de Inversión que haya lanzado en conjunto con una Sociedad Gerente. Entre las tareas que tiene a su cargo la Sociedad Depositaria encontramos: la liquidación de todas las operaciones de compra y de venta de los activos que componen la cartera y su custodia en cuentas individualizadas a nombre de cada Fondo, el cobro de rentas, amortizaciones y dividendos provenientes de la tenencia de dichos activos, mantener actualizado el Registro de Cuotapartistas (quien es el propietario de las participaciones en el Fondo) y, tradicionalmente, la distribución de cuotas partes de los Fondos.

Estas dos Sociedades, comúnmente llamadas los “órganos activos” de los Fondos son las que, en un comienzo, definen el objetivo de inversión, otras características y la forma de operación de un nuevo Fondo y solicitan conjuntamente a la Comisión Nacional de Valores la autorización para su funcionamiento.

## **VI.- El Reglamento de Gestión.**

Todas estas características propias de un Fondo, así como las responsabilidades de la Sociedad Gerente, la Sociedad Depositaria y su relación con el Fondo y sus cuotapartistas (las personas que invierten en él) se establecen en un documento llamado “Reglamento de Gestión”.

Las características propias de un Fondo son, principalmente y más allá de su nombre, su objetivo de inversión, los mercados en los cuales actuará, los activos que incorporará a su cartera para cumplir con el objetivo propuesto, las limitaciones que se establezcan a las inversiones que puede realizar, los mecanismos y particularidades de la suscripción (compra) y rescate (venta) de cuotapartes, el nivel de los honorarios y comisiones que el Fondo o los cuotapartistas deberán abonar por la administración o negociación de las cuotapartes del Fondo, respectivamente, y si se trata de un Fondo cerrado o abierto.

El Reglamento de Gestión es un **contrato de adhesión**, por lo tanto quienes invierten en un Fondo adhieren a dicho contrato sin que existan posibilidades de modificación del mismo o acuerdos extracontractuales válidos para uno o más cuotapartistas en particular.

Todo Fondo que comienza a operar deberá disponer de la autorización expresa de la Comisión Nacional de Valores y de la aprobación de su Reglamento de Gestión. Asimismo, deberá inscribir el Reglamento de Gestión en la Inspección General de Justicia.

## **VII.- Las cuotapartes.**

En varias oportunidades hemos hablado de cuotapartes y cuotapartistas, esto es, la unidad de medida de la participación en un Fondo y las personas que invierten en él.

Ahora bien, cómo se calcula el valor de esta unidad de medida y cómo incide en las suscripciones y rescates de cuotapartes?

El cálculo es simple y para ilustrarlo mejor haremos un ejercicio.

1) Imaginemos un Fondo que comienza operaciones y, en el primer día invierten en él dos cuotapartistas, entregando cada uno de ellos \$ 1.000.- a la Sociedad Depositaria.

Si estos \$ 2.000 son invertidos por la Sociedad Gerente y al final del día el valor de los activos que se han adquirido no ha variado respecto de su valor de compra tendremos que el Patrimonio del Fondo (dejemos de lado para este ejemplo teórico honorarios y comisiones) será de \$2.000.- y, por convención se reconocerá a cada uno de los cuotapartistas la tenencia de 1.000 cuotapartes, o sea que el valor unitario de cada cuotaparte generada en ese primer día de operaciones será de \$ 1.-

Esquemmatizando:

Patrimonio del Fondo	\$ 2.000 = \$1.- Valor de la
cuotaparte	
Cuotapartes en circulación	2.000

2) Al día siguiente no existen operaciones de suscripción de cuotapartes pero encontramos que al final del día el valor de mercado de los activos adquiridos ha aumentado un diez por ciento (10%), el cálculo del valor de cuota parte será:

Patrimonio del Fondo	\$ 2.200 = \$1,10 Nuevo
valor de la cuotaparte	
Cuotapartes en circulación	2.000

3) Si el próximo día hábil no existen operaciones de suscripción de cuotapartes y al final del día el valor de mercado de los activos adquiridos ha disminuido un cinco por ciento (5%), el cálculo del valor de cuota parte será:

Patrimonio del Fondo	\$ 2.090 = \$1,045 Nuevo
valor de la cuotaparte	
Cuotapartes en circulación	2.000

4) Si el próximo día hábil existieran operaciones de suscripción de cuotapartes por \$ 1.000 y al final del día el valor de mercado de los activos se mantuviera estable, el cálculo del valor de cuota parte será:

Patrimonio del Fondo \$ 2.090 = \$1,045 Nuevo  
valor de la cuotaparte

Cuotapartes en circulación 2.000

Con este valor de cuotaparte se calcula la cantidad de cuotapartes que corresponde al nuevo cuotapartista, haciendo el siguiente cálculo ( $\$ 1.000 / 1,045 = 957$  cuotapartes); nótese que este nuevo cuotapartista, que ha entregado la misma cantidad de dinero que los anteriores no recibe la misma cantidad de cuotapartes. Esto se debe a que, tanto los cuotapartistas que ingresan como los que se retiran de un Fondo lo hacen al valor de cuotaparte calculado al cierre del día en que solicitó la suscripción o rescate respectivamente.

5) Si efectuamos el cálculo final de cuotaparte de ese mismo día (incluyendo los nuevos activos y las cuotapartes entregadas al nuevo cuotapartista) el cálculo será:

Patrimonio del Fondo \$ 3.090 = \$1,045 Nuevo  
valor de la cuotaparte

Cuotapartes en circulación 2.957

Como se puede apreciar el valor de la cuotaparte, que refleja la valorización del Patrimonio del Fondo, permite conocer con exactitud cuál es el valor de la participación de cada uno de los cuotapartistas al momento que se efectúa la valuación y no se ve afectado por la incorporación de nuevos cuotapartistas o la salida de otros.

Este sistema de cálculo de valor de cuotaparte no aplica a los llamados Fondos de Money Market, regulados por normas específicas de la Comisión Nacional de Valores, para los cuales se reglamentó que el valor de la cuotaparte es \$ 1, ajustándose la cantidad de cuotapartes en circulación para reflejar no sólo los ingresos y egresos de aportes de los cuotapartistas sino también las modificaciones patrimoniales que se produzcan por apreciación de los activos que conforman el Fondo. No obstante ello, y por tratarse en definitiva de un “pasaje de términos” en los factores de la ecuación, el comportamiento de un Fondo de “Money Market” y uno de “Plazo Fijo”, a

igualdad de administración y composición de la cartera, será el mismo en términos de rendimiento.

Obviamente, estos ejercicios son ilustrativos y no toman en consideración todas las variables que deben tenerse en cuenta al calcular el Patrimonio Neto del Fondo, entre las cuales encontramos el devengamiento diario de la parte proporcional de los honorarios que cobran las Sociedades Gerente y Depositaria y que resultan en un pasivo del Fondo hasta su liquidación de acuerdo a los términos del Reglamento de Gestión.

En el país, el valor de la cuotaparte de los Fondos abiertos se determina todos los días hábiles; para los Fondos cerrados la valuación puede efectuarse con otra periodicidad, dependiendo del tipo de activos que los conforman.

Estos valores de cuotaparte están diariamente a disposición del público: en periódicos, en sitios web como los de las propias Sociedades Gerentes o Depositarias de los Fondos, de la Comisión Nacional de Valores o de la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión, y en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

### **VIII.- Tratamiento impositivo de los Fondos Comunes de Inversión y los cuotapartistas.**

A continuación se esquematizan en cuadros separados los tratamientos impositivos aplicables a los cuotapartistas y a los Fondos Comunes de Inversión como entes separados de los Organos Activos que los administran, preparados por el Estudio Gonzalez Fischer & Asociados.

Si bien tanto para los Fondos Abiertos como para los Fondos Cerrados que invierten en activos financieros no existe impacto impositivo (recuérdese que se trata de vehículos que *canalizan* inversiones de terceros), sí existe un impacto impositivo sobre los Fondos Cerrados de Objeto Específico.

Por las complejidades propias de las cuestiones impositivas y las variadas alternativas que se generan en virtud de las situaciones individuales no se profundiza en el tema.

Cuadro 1

***Tratamiento Impositivo para el Inversor***

IMPUESTO	OPERACIÓN-CONCEPTO	TRATAMIENTO
Ganancias	Compraventa	Exenta. Excepto para los denominados "Sujeto Empresa"(Art 49º a) b) y c) Ley Ganancias (alícuota 35%)
	Distribución de utilidades	No gravada-exenta
	Resultados por tenencia	No alcanzado
Impuesto al Valor Agregado	Compraventa	No alcanzada
	Distribución de utilidades	No alcanzada
	Resultados por tenencia	No alcanzada
Sobre los Bienes Personales	Valor determinado al 31-12 de cada año	Gravado, en su caso, al 0,50% o al 0,75%
Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente	Débitos y créditos en cuenta Corriente	Exentos los débitos y los créditos por suscripciones y rescates

**Cuadro 2**



***Tratamiento Impositivo para Fondos Comunes de Inversión Abiertos***

IMPUESTO	OPERACIÓN-CONCEPTO	TRATAMIENTO
Ganancias	Utilidad	No gravada
Impuesto al Valor Agregado	Ingresos	No gravados
Ganancia Mínima Presunta	Activos del Fondo	No gravado
Bienes Personales	Patrimonio al 31-12 de cada año	No alcanzado
Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente	Cuenta del Fondo Común abierta en Entidad Depositaria	Exentos los débitos y los créditos. Uso exclusivo actividad

**Cuadro 3**

***Tratamiento Impositivo para Fondos Comunes de Inversión Cerrados de Activos Financieros***

IMPUESTO	OPERACIÓN-CONCEPTO	TRATAMIENTO
Ganancias	Utilidad	No gravada
Impuesto al Valor Agregado	Ingresos	No gravados
Ganancia Mínima Presunta	Activos del Fondo	No gravado
Bienes Personales	Patrimonio al 31-12 de cada año	No alcanzado
Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente	Cuenta del Fondo Común abierta en Entidad Depositaria	Exentos los débitos y los créditos. Uso exclusivo actividad

**Cuadro 4**

***Tratamiento Impositivo para Fondos Comunes  
de Inversión Cerrados de Objeto Especifico***

IMPUESTO	OPERACIÓN-CONCEPTO	TRATAMIENTO
Ganancias	Utilidad	Gravada. Alícuota 35%
Impuesto al Valor Agregado	Ingresos	Gravado. Se deben analizar exenciones de acuerdo con la actividad desarrollada
Ganancia Minina Presunta	Activos del Fondo (hay exenciones)	Gravado. Alícuota 1%. El Imp. a las ganancias es pago a cuenta
Bienes Personales	Patrimonio al 31-12 de cada año	No alcanzado
Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente	Cuenta del Fondo Común abierta en Entidad Depositaria (con requisitos art 70° D.R. Ley Impuesto a las ganancias)	Exentos los débitos y los créditos. Uso exclusivo actividad

**IX.- El rol de la Comisión Nacional de Valores.**

Ya hemos mencionado a la Comisión Nacional de Valores como ente autorizante de los Fondos y de su Reglamento de Gestión. En realidad, su función en cuanto a los Fondos, es mucho más amplia: no sólo autoriza su funcionamiento y sus Reglamentos de Gestión, sino que también supervisa y controla su actividad en forma continua, siendo asimismo el Ente Nacional que regula aspectos propios de la actividad que deben ser normados por no estar incorporados a la Ley y el Decreto Reglamentario o por actualización a las operatorias modernas.