



BOLSA DE VALORES DE CARACAS

COMPañIA ANONIMA

CAPITAL SUSCRITO: Bs. 2.580.000,00

CAPITAL PAGADO: Bs. 2.580.000,00

Esquina Santa Capilla - Edif. Banco Central de Venezuela
Torre Financiera - Piso 19 - Teléfono: 81.51.41 al 45

AÑO 28 - Nº 349 - JULIO 1976

JUNTA DIRECTIVA

Sr. José Manuel Sánchez, Presidente
Sr. Jacinto Gutiérrez, Vice-Presidente
Sr. Pedro Vicente Yanes Lecuna, Secretario
Dr. Isidro Morales Paúl, Vocal.
Dr. Fernando Lauría, Vocal

ASESORES

Sr. Arturo Ayala
Dr. Luis Enrique Otero

DIRECTORES SUPLENTES

Dr. Félix Martínez-Espino O.
Sr. Alfredo Wilson Castillo
Sr. Juan Domingo Cordero
Dr. José Arnaldo Puibó
Dr. Marcos Lucy Gamus

GERENTE

Dr. Hugo Azpuruá Q.

SUB-GERENTE CONTRALOR

Sr. Vladimir Chelminski G.

SUB-GERENTE CONTADOR

Sr. Francisco Moscat I.

JEFES DE SECCION

Sr. Carlos Núñez Troconis
Sra. Rosalba Martín de Núñez
Sra. Praxedes de García

S U M A R I O

Notas sobre las Obligaciones Convertibles, por el Dr. James Otis Rodner	2
Declaración del Dr. Braulio Jatar Dotti: La mejor decisión de un ahorrista previsor, es adquirir Acciones en el Mercado Bursátil	22
Índice de Precios de las Acciones en la Bolsa de Valores de Caracas	24
Movimiento Histórico Bursátil	26
Movimiento de Valores durante el mes de Julio	28
Volumen de Operaciones Enero-Julio 1976	31
BANCA COMERCIAL. Comparación del primer semestre de 1976 contra el segundo de 1975	32
SOCIEDADES FINANCIERAS. Comparación del primer semestre de 1976 contra el segundo semestre de 1975	34
BANCA HIPOTECARIA. Cifras comparativas del primer semestre de 1976	37
Detalle de las Acciones Vendidas de Enero a Julio de 1976	38
Detalle de los Bonos negociados de Enero a Julio de 1976	40
Información Básica sobre las Acciones y los Bonos más negociados, inscritos en la Bolsa de Valores de Caracas	42
Vencimiento de los Cupones de las Cédulas Hipotecarias	61
Fecha de vencimiento de los Cupones	62

Obligaciones Convertibles

to en un derecho de participación, reuniendo en un solo instrumento atributos de acción común y de bono ordinario: porque es convertible en acción común, una mejora en el valor de ésta se reflejará igualmente en el valor de la obligación convertible; simultáneamente, el tenedor goza de la mayor seguridad que representa un instrumento de crédito con renta fija.

En Venezuela sólo pueden emitir obligaciones convertibles las Sociedades Anónimas. El derecho de conversión es en acciones de la misma sociedad emisora, por lo cual no abarca acciones de una tercera sociedad y el mismo es siempre facultad del tenedor del título. En los últimos 15 años sólo se conocen dos emisiones públicas de obligaciones convertibles en Venezuela, la emisión de Protinal de 1968 y la emisión Venepal de 1970. Sin embargo, ha sido práctica frecuente, aún de las sociedades financieras, el uso de cláusulas de conversión en contratos de crédito a largo plazo, donde el prestamista tiene la facultad de convertir una parte de su crédito en acciones del prestatario. Esta práctica refleja un interés en nuestros medios financieros en la figura del crédito convertible, donde el acreedor conservando la seguridad del cobro de sus intereses fijos, al mismo tiempo tiene la facultad de participar en el negocio si el transcurso del tiempo lo justifica.

El uso del crédito convertible demuestra que las obligaciones convertibles son una modalidad de financiamiento capaz de generar aceptación en el mercado venezolano. Recientemente se realizó una emisión de acciones preferidas convertibles en acciones comunes, emisión Sideroca 1974, la cual es semejante en muchos aspectos a la emisión de obligaciones convertibles.

En el extranjero la obligación convertible es un instrumento bien conocido. En 1972 existían más de 16 mil millones de dólares en colocaciones en obligaciones convertibles, en el mercado norteamericano, representando las mismas un 12% del total de colocaciones en instrumentos de renta fija en ese mercado.(1) Igualmente, en Europa la figura de la obligación convertible se viene usando desde principios de 1950 especialmente en los financiamientos de empresas nuevas. La exposición de motivos de la Ley de Mercado de Capitales venezolana resume las ventajas del uso de obligaciones convertibles así:

"El proyecto regula expresamente esta modalidad de las obligaciones convertibles, de amplio uso en los mercados más desarrollados y que puede ser un instrumento muy efectivo para fomentar la participación del pequeño inversionista en la propiedad de grandes empresas.

En el mismo se toma en cuenta tanto el interés de la sociedad como el del obligacionista. El de la sociedad porque es un medio eficaz para atraer inversiones aparte de que la libera (eventualmente) de la carga de las amortizaciones y posibilita la obtención al final del plazo estipulado, de un aumento de capital. El de los obligacionistas, porque asegura un interés fijo y garantiza el reembolso del capital y presenta, además un interés especulativo pues para la época de la conversión puede ocurrir que las acciones tengan un valor de mercado superior al fijado como tipo de conversión; también les

da la posibilidad de convertirse en accionistas de una empresa en condiciones suficientes para esperar ganancias ilimitadas en el futuro, producto del rendimiento de las inversiones hechas gracias al empréstito obligacionista".(2)

La emisión de obligaciones convertibles en Venezuela está sujeta a dos normativas legales diferentes según sea realizada mediante colocación pública o colocación privada. En el caso de las colocaciones privadas rige el Código de Comercio, el cual no contiene norma especial relativa a la emisión de obligaciones convertibles, limitando a cuatro artículos, las normas relativas a las emisiones de obligaciones ordinarias.(3) Dichas normas establecen un límite al monto de las emisiones totales de obligaciones, así como la fórmula para la redacción de un prospecto y la necesidad de una aprobación en asamblea. Esta falta de disposición especial presenta una serie de problemas legales para las colocaciones privadas de obligaciones convertibles, entre los cuales se enumeran la necesidad de una posterior autorización por parte de la asamblea de la sociedad emisora para autorizar la emisión de acciones necesarias para la conversión. En la Doctrina Italiana, basada en la falta de disposiciones especiales, al igual que nuestro Código de Comercio, se llegó a considerar como imposible la modalidad de la obligación convertible.(4)

Las colocaciones que se hacen mediante oferta pública están regidas por la Ley de Mercado de Capitales de 1973, reformada en 1975, donde se introducen por primera vez en Venezuela normas especiales para la emisión de obligaciones convertibles.

La Ley de Mercado de Capitales sujeta al emisor de obligaciones convertibles a una serie de requisitos para la protección del derecho de conversión: no podrá decretar dividendos sino sobre utilidades obtenidas a partir del momento de la emisión; los aumentos de capital social deberán pagarse en efectivo; la suscripción de nuevas acciones sólo podrá hacerse a un valor igual o superior al valor de conversión; no se podrá disminuir el capital social. Asimismo, se sujeta a la aprobación de los obligacionistas toda nueva emisión de obligaciones convertibles, el decreto de dividendo extraordinario, el aumento de capital con cargo a utilidades no distribuidas así como la modificación del valor nominal de sus acciones. Igualmente con la Ley de Mercado de Capitales la sociedad anónima que haga oferta pública de obligaciones convertibles puede asumir la forma de sociedad de capital autorizado, o sea una sociedad donde las asambleas delegan a los administradores la facultad de emitir acciones.

SECCION II

GENERALIDADES FINANCIERAS DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES

(A) LA OBLIGACION CONVERTIBLE FRENTE AL INVERSIONISTA Y A LA SOCIEDAD EMISORA.

Las obligaciones convertibles constituyen, tanto para el tenedor como para la sociedad emisora, un híbrido con características de las acciones comunes y de las obligaciones ordinarias. Como explicamos en la introducción, la obligación convertible consiste esencialmente en bonos emitidos con un

Notas sobre las Obligaciones Convertibles

derecho de conversión. Antes de la conversión, el bono se comporta como un crédito contra la sociedad y como tal tendrá derecho al cobro de intereses mediante cupones, igual que un bono ordinario. Al momento de la conversión, el tenedor abandonaría su posición de acreedor y pasaría a la posición de accionista. Esta expectativa de ser accionista, da al tenedor de la obligación convertible un interés en la sociedad emisora mayor que la del tenedor de la obligación ordinaria, quien sólo está interesado en que la sociedad produzca fondos suficientes para el pago de sus intereses y amortizaciones de capital.

El derecho de conversión del tenedor puede expresarse en términos de un número determinado de acciones por bono o tasa de conversión, o como un derecho de adquirir un número determinado de acciones a un precio prefijado conocido como precio de conversión.⁽¹⁾ Por ejemplo, en una emisión se puede expresar que cada tenedor de un bono con un valor nominal de un millón de bolívares (Bs. 1.000,00), tendrá derecho a canjear su bono por un número equivalente de acciones comunes, a un valor de canje de cincuenta bolívares (Bs. 50,00) por cada acción, o expresarse como el derecho a canjear cada bono por veinte acciones comunes de la compañía. Si la conversión se expresa como tasa, ésta se convierte en un precio dividiendo el valor nominal del bono entre el número de acciones en las cuales es convertible.

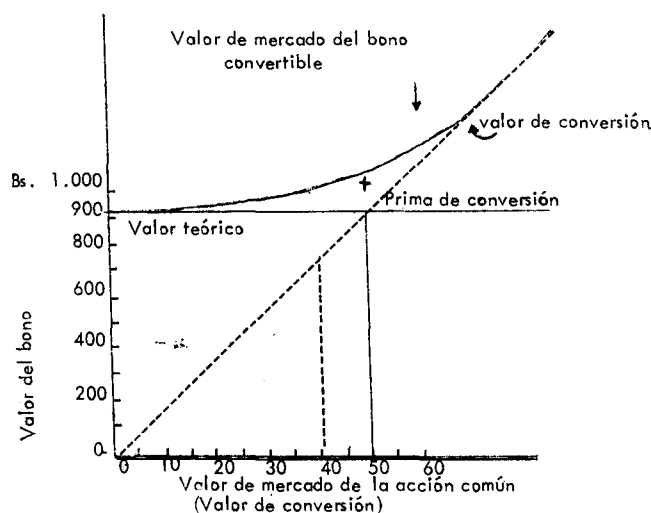
$$\text{Precio de conversión} = \frac{\text{Valor nominal del bono}}{\text{acciones a recibirse}} = \frac{\text{Bs. 1.000}}{20} = \text{Bs. 50}$$

La obligación convertible, vive entre dos valores: el valor de la obligación como bono ordinario denominado "valor teórico" del bono convertible, y el "valor de conversión" o sea el valor de mercado de las acciones en las cuales es convertible el bono. En una simplificación, si el valor de un bono ordinario emitido por la misma sociedad que emite el bono convertible y con la misma tasa de intereses y las mismas garantías, es de Bs. 1.000, el bono convertible tendrá por lo menos un valor teórico de Bs. 1.000, ya que independientemente de su convertibilidad representa para el tenedor el equivalente del bono ordinario. En ese momento si la acción común se cotiza a Bs. 40 y el bono es convertible en 20 acciones comunes, el valor del bono expresado en las acciones objeto de la conversión será de Bs. 800 (Bs. 40 x 20 acciones), por lo cual el bono se cotizará a su valor teórico de Bs. 1.000. Si la acción común llegare a valer Bs. 60, el bono pasará a cotizarse a su valor de conversión, o sea Bs. 1.200 (Bs. 60 x 20 acciones). Si la acción cae en su valor por debajo de Bs. 50 (Bs. 50 x 20 acciones), el bono siempre continuará valiendo Bs. 1.000 (el valor teórico). El valor teórico siempre sirve como un cojín a las fluctuaciones en el valor de la acción común. (Los límites entre el valor teórico del bono y el valor de conversión se pueden apreciar en el gráfico del Apéndice A).

En los mercados que tradicionalmente han negociado bonos convertibles, la relación entre el valor teórico del bono y el valor de conversión no es tan simple como la expresada. En efecto, el derecho que tiene el tenedor de convertir el bono, crea un valor adicional o "prima", la cual consiste en el valor que se le atribuye al derecho mismo de conversión, llamado también el valor de la opción. Obviamente que, el tenedor del bono convertible, tiene una expectativa de un valor superior a la de un tenedor de un bono ordinario, ya que además de su derecho de crédito tiene la expectativa de un futuro aumento

en el valor de las acciones comunes por encima de su precio de conversión. Esta expectativa se puede reflejar en el valor del bono convertible y la misma constituye el precio (o prima) que una persona está dispuesta a pagar para obtener el derecho u opción de conversión.

La prima permite en ciertas circunstancias, la colocación primaria del bono convertible, a un valor superior a su valor teórico, sin ofrecer en el momento de la colocación un valor de conversión que lo compense. Siguiendo el ejemplo, si en el momento de la emisión la acción común se está cotizando a Bs. 40, o sea por debajo de la tasa de conversión, pero existen expectativas de que la misma logre un valor superior al valor teórico del bono, la sociedad emisora tratará de aprovechar esta expectativa, colocando el bono a un valor teórico por debajo de la par. Si en momento de la colocación, el valor teórico del bono es de Bs. 910, debido a que se ofrece un interés más bajo que el de mercado, pero la prima de conversión es de 10%, o sea que una persona está dispuesta a pagar Bs. 90 por el derecho a una opción para comprar 20 acciones. La sociedad podrá colocar el bono a la par, o sea Bs. 1.000. El adquirente del bono en efecto, estaría pagando Bs. 910 por el bono, y Bs. 90 por la opción para comprar acciones. Una representación gráfica de la relación incorporando la prima sería:



(Tomado de Johnson, Financial Management, Boston 1966, cifras adaptadas).

Valor teórico Bs. 910

Valor de conversión Bs. 800 (40 x 20)

Derecho de conversión 20 acciones comunes por cada bono con valor nominal de Bs. 1.000 (o sea un precio de conversión de Bs. 50 por acción).

Prima Bs. 90.

La prima de conversión es más acentuada al momento de la colocación primaria. A medida que transcurre el tiempo, y el momento de la conversión se acerca, el bono tiende a cotizarse más cerca de su valor de conversión. Un efecto fundamental de un lapso de conversión demasiado corto es el de borrar la prima de conversión. Esto se observa en las dos emisiones venezolanas de obligaciones convertible (Protinal y Venepal), donde el plazo de conversión era sólo cinco años (ver cuadro comparativo de valores Venepal, Apéndice B).

(B) VALORACION DE LA OBLIGACION CONVERTIBLE

1) Determinación del precio de conversión:

El precio o valor de conversión consiste en el número de acciones comunes que resultan de la conversión. Excepto en raras excepciones, el precio de conversión no se fija por debajo del valor de mercado de la acción para el momento de la emisión.

Si el precio de conversión es extremadamente alto en relación al valor de la acción común en el mercado, el derecho de conversión tendrá poco valor para el tenedor del bono convertible. En el otro extremo, si el valor de conversión es demasiado bajo, o sea que el mismo está muy cerca del valor de la acción común para el momento de la colocación, la sociedad estará entregando demasiadas acciones comunes a los futuros accionistas (tenedores de bonos). Del mismo modo, si el valor de conversión es demasiado bajo se corre un riesgo de conversión anticipada y por ende perdiendo las ventajas que existen para la sociedad por la circulación de los bonos como instrumento de deuda.

Cuando la sociedad juzga que el valor de conversión debe acercarse demasiado al valor de la acción común, para que tenga éxito la colocación, debe considerar seriamente en optar desde un principio en una emisión de acciones comunes.

2) La prima de conversión y la prima de opción:

La fijación del precio de colocación dependerá de las dos primas que aparecen en las emisiones de obligaciones convertibles: la prima sobre el valor teórico del bono llamada también prima de opción y la prima sobre el valor de conversión, o prima de conversión. Ya nos hemos referido a la posibilidad de que el bono convertible se coloque inicialmente por un precio superior a lo que realmente vale ya sea como bono, ya sea como conversión, constituyendo este sobre precio la prima. Esta prima se puede relacionar con el valor teórico (valor del bono como tal) o con el valor de conversión.

La prima sobre el valor teórico se presenta como el valor por encima del valor teórico que el mercado está dispuesto a pagar por el bono. Si el valor teórico del bono es de Bs. 910, y el bono se coloca en Bs. 1.000 el mercado está pagando una prima sobre el valor teórico de Bs. 90 (10%). La prima sobre el valor de conversión consiste en el sobre valor que el mercado reconoce al bono convertible por encima del valor de conversión, por ejemplo si la acción común se cotiza en Bs. 40 y la tasa de conversión es de 20 acciones por cada bono de Bs. 1.000, el valor de conversión es de Bs. 800 si el bono se coloca a Bs. 1.000, el mercado está reconociendo una prima sobre el valor de conversión de Bs. 200.

Normalmente, existe una relación inversa entre la prima sobre el valor teórico y la prima de conversión: para una mayor prima de valor teórico, el mercado exigirá que el valor de conversión se acerque más al valor de mercado de la acción ya que valorará el bono más por su convertibilidad que por su naturaleza de un bono. Del mismo modo, si el valor de conversión es muy alto en relación al valor de mercado de la acción, el tenedor se enfrentará a una espera larga para que el valor de mercado de la acción alcance el valor de conversión, y por ende él exigirá que el valor de colocación del bono esté cerca del valor teórico del mismo, teniendo así una protección en el bono como tal.(2)

En los mercados con historias de colocaciones en bonos convertibles, es posible determinar con alguna precisión la relación entre la prima de conversión y la prima sobre el valor teórico, usando experiencias de colocaciones similares. Entre nosotros con prácticamente ninguna historia será sumamente difícil. Probablemente, en nuestras primeras colocaciones. La tendencia será de acercar mucho el valor teórico del bono al valor de colocación, con una prima elevada sobre el

valor de conversión. Esta tendencia se observó en la colocación Protinal de 1968 y la cual se colocó en condiciones idénticas a las de una colocación de bonos ordinarios, o sea sin prima sobre el valor teórico. Esto probablemente está justificado en vista del total desconocimiento en nuestro mercado de este tipo de instrumento, además de la preferencia tradicional en el mismo, por instrumentos de renta fija, lo cual exige que el bono esté cerca de su valor teórico como bono.

(C) VENTAJAS EN EL USO DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES

1) Ventajas y desventajas de la obligación convertible para la sociedad emisora.

a) La obligación convertible, debido a la aceptación bastante generalizada del uso de primas sobre el valor teórico, permite que una sociedad realice una colocación de bonos a un costo inferior, en intereses, que el de una emisión de bonos ordinarios. Esta diferencia, puede oscilar entre 1% y 3% por debajo del interés corriente, dependiendo por supuesto de las condiciones de la emisión. A pesar de que esta afirmación es bastante universal, en las limitadas emisiones realizadas en Venezuela, no se ha observado la existencia de una prima sobre el valor teórico.

b) Para el accionista común la obligación convertible representa una disminución en el futuro, de su participación de las ganancias de la empresa, en proporción al número de acciones objeto de la conversión, compensada en parte por la ventaja de la colocación de la obligación a un interés más bajo que el interés de mercado.

c) La obligación convertible puede afectar adversamente el valor de la acción común en el mercado, por ello generalmente la tasa de conversión es mayor que el valor de la acción en el momento de la colocación.

d) La emisión de obligaciones convertibles constituye una alternativa generalmente, más favorable que la emisión de acciones comunes, ya que la conversión produce eventualmente una emisión en acciones inferior en número al que hubiera sido necesario, si los fondos se obtienen inicialmente con una colocación de acciones comunes. Por ejemplo, una sociedad requiere fondos por Bs. 2.000.000. En ese momento su acción se está cotizando a Bs. 40 por acción. Si obtiene los fondos con una emisión de acciones comunes tendrá que emitir 50.000 acciones. Si en cambio hace una emisión de obligaciones convertibles a Bs. 50 como precio de conversión, el efecto definitivo será sólo 40.000 acciones.

e) Desde un punto de vista fiscal la sociedad tendrá, mientras no ocurra la conversión, el derecho de deducir los intereses que se le pagan a los tenedores. Si la emisión desde el principio fuera en acciones comunes no tendría el emisor la deducción por el pago de dividendos. Para el tenedor desde el punto de vista fiscal la recepción del dividendo es más favorable.(3)

f) La obligación convertible da a la sociedad la expectativa futura de una ampliación de su base capital y una disminución de su endeudamiento a largo plazo, en el momento de la conversión. El acto de conversión duplica en Venezuela la capacidad de la sociedad de hacer nuevas emisiones de obligaciones.(4)

g) Debido al incentivo futuro de conversión, la obligación convertible permite colocar emisiones de bonos bajo condiciones de garantía normalmente no aceptables para obligaciones ordinarias. Así veremos, (infra sección IV), la subordinación que limita el derecho del tenedor en caso de liquidación.

2) Ventajas para el adquirente

a) La obligación convertible da al tenedor la posibilidad de adquirir un valor de renta fija con la seguridad que ello le representa, aprovechando al mismo tiempo la posibilidad de participar en el futuro crecimiento de la sociedad a través de su derecho de opción.

