

Obligaciones negociables con recurso limitado y obligaciones negociables para el financiamiento de proyectos

Limited-recourse bonds and bonds issued for project finance

Ramón Augusto Poliche^{} y Lucía de Luca[†]*

Resumen

El presente ensayo analiza el régimen legal y la evolución normativa aplicable a las obligaciones negociables con recurso limitado y las obligaciones negociables destinadas al financiamiento de proyectos (*project bonds*) en Argentina. Se describen las características principales de ambos instrumentos, sus diferencias estructurales y regulatorias y los requisitos específicos para su emisión, haciendo especial hincapié en el impacto de la Ley de Financiamiento Productivo y las Normas de la CNV. El trabajo destaca la importancia de estos instrumentos para canalizar inversiones hacia proyectos de infraestructura y desarrollo productivo, así como la necesidad de vehículos especializados y garantías adecuadas. Asimismo, se examinan los precedentes de mercado y se identifican los desafíos y oportunidades que enfrenta el mercado de capitales argentino para la consolidación de estos mecanismos de financiamiento.

Palabras clave: Obligaciones negociables – recurso limitado – financiamiento de proyectos – bonos – mercado de capitales

Abstract

This essay analyzes the legal framework and regulatory evolution applicable to limited recourse bonds and bonds aimed at project financing (*project bonds*) in Argentina. It describes the main characteristics of both instruments, their structural and regulatory differences, and the specific requirements for their issuance, with particular emphasis on the impact of the Productive Financing Law and CNV regulations. The essay highlights the importance of these instruments for channeling

^{*} Abogado (Universidad Nacional de Tucumán). Magister en Derecho y Economía (Universidad Torcuato Di Tella). Asociado Senior en el Estudio Jurídico Bruchou & Funes de Rioja.

[†] Abogada (Universidad de Buenos Aires). Asociada en el Estudio Jurídico Bruchou & Funes de Rioja.

investments into infrastructure and productive development projects, as well as the need for specialized vehicles and adequate guarantees. It also examines market precedents and identifies the challenges and opportunities faced by the Argentine capital market for the consolidation of these financing mechanisms.

Keywords: Negotiable obligations – limited recourse – project finance – project bonds – bonds – market capital

I. Introducción

El objeto de este ensayo es analizar el régimen legal aplicable a dos tipos de obligaciones negociables (en adelante, “ON”): (i) las ON con recurso limitado (las “ONRL”); y (ii) las ON destinadas al financiamiento de proyectos (también conocidas como “*Project Bonds*”) (las “ONFP”); así como la evolución de dicho régimen.

Comenzaremos por describir brevemente y de manera general a las ON como instrumento, para luego introducirnos en las ONRL y finalmente profundizar en las ONFP y el régimen aplicable a ellas. A modo de cierre, esbozaremos unas breves líneas de conclusión.

Cabe hacer la salvedad de que, por razones de espacio y conveniencia, el presente ensayo se referirá únicamente a ON con oferta pública.

II. Obligaciones Negociables

A. Introducción. Concepto

Resulta necesario, para los fines de este trabajo, caracterizar de manera somera a las ON como instrumento legal.

En la actualidad, las ON constituyen un medio usual de obtención de financiamiento y canalización del ahorro por distintos participantes del mercado, incluyendo empresas, bancos, compañías de seguros y ahorristas.

Villegas define a las ON como

títulos valores emitidos en serie, por una compañía o ente autorizado, representativos de un empréstito a corto, mediano o largo plazo, (...) que confieren al titular el derecho del reembolso del capital y una renta, conforme a las condiciones de emisión.¹

B. Características

De conformidad con la citada definición, las ON son préstamos representados a través de un valor negociable que puede –sujeto a la autorización de la Comisión Nacional de Valores (la “CNV”)– ser ofrecido por el emisor a las personas en general o a grupos determinados.

Las ON otorgan a sus tenedores el derecho a la devolución del capital, más los intereses y cualquier otro eventual montos, de acuerdo con lo que establezcan los términos

¹ Carlos G. Villegas y Carlos M. Villegas, Régimen de Obligaciones Negociables. Ley 23.576 (Buenos Aires: Astrea, 1992), p. 32.

ENSAYO	Obligaciones negociables con recurso limitado...
--------	--

y condiciones del título valor según se determine en los documentos de la emisión.

A continuación, se describen los principales caracteres de las ON:

a. Valores Negociables

Las ON son valores negociables.

De conformidad con la Ley de Mercado de Capitales N.º 26.831 (la “Ley de Mercado de Capitales”), los valores negociables son

títulos valores emitidos en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, (...), y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. (...).²

Cabe resaltar que la definición transcripta refiere a la transmisibilidad de manera generalizada e impersonal en los mercados financieros. Este aspecto constituye uno de los atractivos principales para un acreedor ya que le otorga la posibilidad de transferir fácilmente su crédito en caso de necesitar deshacerse de este.

b. Sujetos Autorizados

El art. 1 de la Ley de Obligaciones Negociables N.º 23.576 (la “Ley de ON”) establece quiénes pueden contraer empréstitos mediante la emisión de ON de conformidad con dicha ley. Entre ellos se incluyen: las sociedades por acciones; las sociedades de responsabilidad limitada, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país; y sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley General de Sociedades N.º 19.550 (la “LGS”).³

En efecto, el mercado de capitales local ha visto emisiones de ON por compañías constituidas bajo todas las formas societarias antes mencionadas. A modo de ejemplo, se pueden mencionar Banco Macro S.A., Plaza Logística S.R.L., la Asociación Civil Sumatoria Para una Nueva Economía y Pan American Energy S.L., Sucursal Argentina.⁴

Asimismo, se establece que aplicarán las disposiciones de la Ley de ON a entidades del Estado nacional, provincias y municipalidades regidas por la Ley N.º 13.653

² Ley N.º 26.831 de Mercado de Capitales (B.O 28/12/2012 y sus modificatorias), art. 2.

³ Ley N.º 23.756 de Obligaciones Negociables (B.O. 27/07/1988 y sus modificatorias), art. 1.

⁴ Para mayor información véase la autopista de información financiera de la CNV (<https://www.argentina.gob.ar/cnv/empresas>).

(derogada), la LGS, las sociedades del estado (derogada) y por leyes convenios, conforme reglamento el Poder Ejecutivo. A su vez, la Ley de Mercado de Capitales excluye de su alcance la oferta pública de valores negociables emitidos por la República Argentina, las Provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los municipios, los entes autárquicos y los organismos multilaterales de crédito.⁵ En consecuencia, dichos valores no requieren la aprobación de la CNV ni se encuentran sujetos a las obligaciones de la Ley de Mercado de Capitales, ni las normas de la CNV (según su texto ordenado de 2013, las “Normas de la CNV”).

c. *Emitidos en Serie*

Implica que los títulos serán homogéneos y que sus titulares tendrán los mismos derechos y estarán sujetos a las mismas condiciones de emisión y repago. Además, estas son fungibles entre sí ya que representan una fracción idéntica del empréstito total.

Esta característica resulta esencial para facilitar la negociación y circulación de las ON ya que aporta al carácter de transmisibilidad generalizada e impersonal a través de los mercados.

d. *Representativas de un empréstito*

Las ON son títulos que representan un empréstito. En efecto, estas otorgan a los tenedores el derecho a percibir montos en concepto de capital e intereses y cualquier otro eventual concepto aplicable. Incluyen, por ejemplo, primas de rescate anticipado⁶ o intereses compensatorios adicionales⁷ en un plazo determinado y de conformidad con las condiciones establecidas en los documentos de la emisión.

Como veremos a continuación, y como regla general, en caso de incumplimiento a ciertos términos y condiciones de las ON, los tenedores tendrían derecho a atacar todos los bienes del deudor en general, en igualdad de condiciones con otros acreedores (aun con créditos diferentes contra el deudor). Sin perjuicio de ello, si la ON fuese una obligación garantizada los acreedores podrían ejecutar las garantías con eventual prioridad por sobre el resto de los acreedores ante un incumplimiento del deudor.

5 Ley N.º 26.831 de Mercado de Capitales (B.O. 28/12/2012 y sus modificatorias), art. 83 y concordantes.

6 Véase, por ejemplo, el rescate anticipado de las Obligaciones Negociables Clase 30 de Compañía General de Combustibles S.A. realizado por dicha compañía con fecha 16 de junio de 2024 con una prima del 1% sobre su valor nominal conforme fuera anunciado en un Hecho Relevante de fecha 8 de julio de 2024 disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

7 Véase, por ejemplo, las Obligaciones Negociables Clase XI y XII de Vista Energy Argentina S.A.U. 10 Ley. Ley de Mercado de Capitales N.º 26.831 (y modificatorias). Art. 131.

ENSAYO	Obligaciones negociables con recurso limitado...
--------	--

e. Representadas por Certificados Globales

Las ON colocadas por oferta pública están representadas por uno o más certificados globales que deben cumplir con los requisitos dispuestos por el art. 7 de la Ley de ON, las Normas de la CNV y los requisitos que establezca el sistema de depósito colectivo de dicho certificado. Estos certificados globales incluyen la participación de parte de o todos los tenedores de la ON en cuestión.

Esto es así ya que las ON son títulos transmisibles de manera generalizada en los mercados y no sería conveniente hacer un certificado para cada tenedor y solicitar su reemplazo ante cada venta. Es decir, habrá una entidad depositaria que custodiará bajo su poder el título representativo de la ON y llevará un registro de tenedores de este.

De conformidad con el artículo 131 de la Ley de Mercado de Capitales, podrán expedirse comprobantes de los valores negociables representados en certificados globales a favor de las personas que tengan una participación en ellos.⁸ Con dichos comprobantes, los titulares quedarían legitimados para iniciar reclamos, presentar solicitudes de verificación de crédito o participar en procesos universales. El comprobante será título suficiente sin necesidad de autenticación u otro requisito.⁹

Los comprobantes serán emitidos por la entidad del país o del exterior que administre el sistema de depósito colectivo en el cual se encuentren inscriptos los certificados globales. En Argentina, el rol de Agente Depositario Central de Valores Negociables es desempeñado por Caja de Valores S.A., una entidad creada de conformidad con la Ley N.º 20.643 y el Tit. VIII de las Normas de la CNV.

f. Nominatividad

Cabe destacar que con anterioridad al dictado de la Ley N.º 24.587 de Nominatividad de los Títulos Privados, las ON podían ser emitidas al portador. A partir del dictado de dicha ley, todos los títulos privados emitidos en el país debieron ser nominativos no endosables.¹⁰

g. Acción Ejecutiva

Otro de los atractivos de este tipo de instrumentos es que, de acuerdo con la Ley de ON, los certificados que los representan otorgan acción ejecutiva a los tenedores a efectos de reclamar el capital, actualizaciones e intereses y la ejecución de garantías (en su

8 Ley N.º 26.831 de Mercado de Capitales (B.O. 28/12/2012), art. 131.

9 Ley N.º 26.831 de Mercado de Capitales (B.O. 28/12/2012), art. 129.

10 Ley N.º 24.587 de Nominatividad de Títulos Valores Privados (B.O. 22/11/1995), art. 1.

caso).¹¹

El juicio ejecutivo permite obtener una sentencia de cobro de manera expeditiva y, entre otras, con defensas limitadas para el deudor. Esto es un beneficio adicional si miramos las ON contra otro tipo de instrumentos de financiamiento, como por ejemplo un préstamo. En ese caso, los acreedores que quieran demandar al deudor deberán acudir por la vía ordinaria, lo que implica un proceso más lento y costoso.

C. Modalidades

Las ON podrán ser emitidas de conformidad con alguna de las modalidades que se desarrollan a continuación, según lo dispongan los documentos de la emisión.

a. Oferta pública y oferta privada

Las ON podrán ser colocadas de manera privada o con oferta pública.¹² En ese caso, deberán tenerse en cuenta todas las normativas pertinentes relativas a la oferta pública, incluyendo la Ley de Mercado de Capitales y las Normas de la CNV, entre otras.

En Argentina, antes del dictado de la Resolución General N.º 1016/2024¹³ de la CNV, la doctrina y las leyes definían a la oferta privada por la vía negativa, en contraposición a la oferta pública. En rigor, Carassai y Fernández Madero entendían que “[h]abrá oferta privada cuando los actos que se ejecuten (ya sea considerados en forma singular o conjuntamente) no constituyan una oferta pública de valores de acuerdo con la definición legal”¹⁴ de oferta pública.

A partir del dictado de la mencionada Resolución General, la CNV ha incluido parámetros sobre lo que se consideraría una oferta privada de valores negociables. Esto brinda un puerto seguro a efectos de evitar que los oferentes incurran en una oferta pública irregular, incluyendo consecuencias penales.¹⁵

Por su parte, como bien explica Videla, “(...) [e]l concepto de oferta pública es el pilar fundamental en el que se basa toda la regulación del mercado de capitales en Argentina y la competencia e intervención de la CNV”.¹⁶ Esto es un concepto transversal

11 Ley N.º 23.756 de Obligaciones Negociables (B.O. 27/07/1988), art. 29.

12 Para mayor información sobre la evolución del concepto de oferta pública véase, por ejemplo, Videla, Felipe Luis María. “La Oferta Privada de Valores Negociables en la Argentina”. Capítulo II. Editorial Albremática S.A. 2021.

13 Comisión Nacional de Valores (CNV), Resolución General N.º 1016/2024 (B.O. 19/09/2024).

14 Hernán C. Carassai y Nicolás Fernández Madero, “Oferta privada de valores negociables”, El Derecho (ED), t. 205, p. 662 (Buenos Aires, 2003).

15 Para mayor información véase Paolantonio, Martín Esteban. “La oferta pública irregular en el mercado de valores y la ley 26.831”. Editorial La Ley. 2013. AR/DOC/2111/2013. LALEY2013-E.

16 Felipe Luis María Videla, La oferta privada de valores negociables en la Argentina (Buenos Aires:

ENSAYO	<i>Obligaciones negociables con recurso limitado...</i>
--------	---

a régimen penal, tributario y comercial.¹⁷

Nótese que la colocación de ON por oferta pública con autorización de la CNV que cumplan con determinados requisitos traerá aparejados ciertos beneficios impositivos,¹⁸ entre los que se incluyen exenciones al impuesto al valor agregado, al impuesto sobre la transferencia de títulos valores y al impuesto a las ganancias (para determinados sujetos), entre otros.¹⁹ Los requisitos para la aplicabilidad de los beneficios impositivos se encuentran descriptos principalmente en el art. 36 de la Ley de ON junto con otras disposiciones complementarias establecidas en dicha ley y en las Normas de la CNV— incluyendo, el art. 25, Secc. IV, Cap. V, Tit. II—. ²⁰

Estos beneficios hacen de las ON un instrumento atractivo tanto para emisores como para inversores y constituyen uno de los principales motivos por los cuales las ON son una forma de financiamiento muy utilizada. En particular, si se contrastase a las ON con otras formas de financiamiento tales como un préstamo, sería fácil notar que la carga impositiva de estos últimos es mayor. Por ejemplo, la alícuota aplicable de impuestos a las ganancias en aquellos préstamos en donde el prestamista sea una entidad financiera será de 15,05%,²¹ y esta podría incrementarse dependiendo, entre otras, del carácter o el domicilio del prestamista.

Sin embargo, el tratamiento fiscal de las ON ha sido objeto de una interesante evolución que varios autores han retratado con precisión. Este desarrollo comenzó con tímidos incentivos desde el proyecto de julio de 1983 y fue variando en sus sucesivas versiones —incluyendo, entre otras, exenciones de sellos para la emisión de acciones subyacentes a ON convertibles. La evolución culminó con el proyecto de reforma de julio de 1990 (luego convertido en ley en 1991), cuyo núcleo eje fue la introducción de grandes reformas impositivas.²²

Albremática S.A., 2021).

17 Véase supra nota 16.

18 Para mayor información véase, por ejemplo, Trejo, Horacio. Tratamiento impositivo de las Obligaciones Negociables en el Ámbito de la Oferta Pública. Editorial Errepar. 2023.

19 Ley N.º 23.756 de Obligaciones Negociables (B.O. 27/07/1988 y sus modificatorias), arts. 36 y 36 bis.

20 Adicionalmente, la normativa no estaba exenta de cuestionamientos sobre qué constituiría oferta pública y, en consecuencia, cuándo aplicarían los beneficios impositivos, hasta el dictado de la Resolución Conjunta 470/2004 CNV y 1738/2004 AFIP. Al respecto, sugerimos leer Kenny y Villegas “Oferta pública de valores negociables: requisito de colocación por oferta pública, emisiones internacionales y contratos de underwriting”. Editorial La Ley. 2005. LaLey 2005-C.

21 Ley de Impuesto a las Ganancias (t.o. por Decreto N.º 824/2019 y sus modificatorias), arts. 103 y 104, inc. c), pto. 1.

22 Para mayor detalle sobre la evolución del tratamiento impositivo de las ON véase, por ejemplo, Yomha, Carlos Gabriel. Tratado de las Obligaciones Negociables. Cap. X (El Tratamiento Fiscal de las Obligaciones

b. *Simples y Convertibles en Acciones*

Las ON podrán ser obligaciones simples o convertibles en acciones.²³ En este caso, serán aplicables una serie de disposiciones adicionales dispuestas a lo largo de la Ley de ON, la LGS, las Normas de la CNV y la Ley de Mercado de Capitales, entre otras.

La diferencia radica en que las ON simples representan el empréstito contraído por su emisor. En cambio, las ON convertibles en acciones conceden al tenedor la opción de transformar su crédito representado por las ON en acciones de la sociedad emisora, según los precios, términos y mecanismos determinados en los documentos de la oferta.²⁴

c. *Garantía Común, Especial o Flotante*

Las ON podrán contar con garantía común, especial o flotante.²⁵ En caso de ser emitidas con garantía común, estarán respaldadas con todo el patrimonio del emisor y en igualdad de condiciones con respecto al resto de los restantes acreedores quirografarios. A su vez, la garantía especial podrá estar dada por uno o más bienes específicos del emisor o de algún tercero. Por ejemplo, una prenda sobre un bien mueble²⁶ o una hipoteca sobre un bien inmueble.²⁷

Por último, la garantía flotante podrá estar compuesta por un conjunto de bienes del emisor que podrán variar a lo largo del tiempo tanto en su valor como en su composición. Cabe destacar que la Ley de ON dispone que las garantías deben inscribirse en los registros pertinentes y que dicha inscripción debe ser acreditada ante la CNV con anterioridad al comienzo del período de colocación.²⁸

Negociables). Ediciones Depalma Buenos Aires. 1994.

23 Véase, por ejemplo, las ON convertibles en acciones emitidas por GCDI S.A. (anteriormente denominada TGLT S.A.) el 3 de agosto de 2017 y que fueron convertidas en acciones el 10 de febrero de 2020. La información relativa a la emisión y conversión de estas ON, así como a ciertos procesos judiciales posteriores, se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

24 Véase Kenny, Mario Oscar. "Obligaciones Negociables". Cap. III (Tipos de Obligaciones Negociables). Editorial Abeledo Perrot. 1991.

25 Ley N.º 23.756 de Obligaciones Negociables (y sus modificatorias), art. 3.

26 Véase, por ejemplo, las ON Clase I y II de Generación Litoral S.A., garantizadas, entre otras, por una prenda en primer grado de privilegio sobre las acciones de la emisora de propiedad de sus accionistas, y cuyo Suplemento de Prospecto, conforme fuera enmendado, se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

27 Véase, por ejemplo, las ON Clase G de Mastellone Hermanos S.A., garantizadas por una hipoteca en primer grado de privilegio sobre todos los derechos y titularidad de la Planta V de la emisora para la producción de leche en polvo y depósito de leche en polvo ubicada en General Rodríguez, Provincia de Buenos Aires, Argentina, y cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

28 Ley N.º 23.576 de Obligaciones Negociables (B.O. 18/09/1987 y sus modificatorias), art. 3. En la práctica, esto ha generado complicaciones operativas ya que algunos registros requieren la existencia del crédito para registrar la garantía. Al inicio de la colocación, la ON aún no ha sido emitida ni existe.

ENSAYO	Obligaciones negociables con recurso limitado...
--------	--

d. Emisiones por Clases y Series

Atento a las disposiciones del art. 2 de la Ley de ON, pueden emitirse diversas clases con derechos diferentes, pero dentro de cada clase de ON se otorgarán los mismos derechos. Asimismo, la emisión puede dividirse en series.²⁹

e. Monedas y Unidades de Denominación

Las ON podrán estar denominadas en pesos, en moneda extranjera o en unidades de medida o de valor. En efecto, los emisores podrán disponer que el monto de denominación se encuentre establecido en pesos,³⁰ en otras monedas (por ejemplo, en dólares estadounidenses)³¹ o en unidades de medida o de valor (por ejemplo, en unidades de valor adquisitivo o UVAs).³²

Inclusive, las ON podrían estar denominadas en una moneda y ser pagaderas en otra a un tipo de cambio determinado para cada fecha de pago. Eso es lo que ocurre en el caso de las ON bajo las modalidades *dollar-linked*³³ o *peso-linked*³⁴. A su vez, las ON podrán ser pagaderas en el país o en el exterior.

f. ON Temáticas

Recientemente se han emitido ON “temáticas”. Esto implica que podrán contener cláusulas que las caractericen como verdes,³⁵ sustentables,³⁶ sociales³⁷ o vinculadas a la sostenibilidad,³⁸ entre otras. En su caso, estas deberán cumplir con las pautas establecidas por la CNV y los mercados correspondientes.

Cabe destacar que, a modo de dotar de mayor liquidez a estos instrumentos, ByMA

29 Ley N.º 23.576 de Obligaciones Negociables (B.O. 18/09/1987 y sus modificatorias), art. 2.

30 Véase, por ejemplo, las ON Clase 8 de Pampa Energía S.A., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

31 Véase, por ejemplo, las ON Serie X de MSU S.A., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

32 Véase, por ejemplo, las ON Clase XIX co-emitidas por Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

33 Véase, por ejemplo, las ON Clase 9 de Aeropuertos Argentina 2000 S.A., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

34 Véase, por ejemplo, las ON Clase B de Banco Macro S.A., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

35 Véase, por ejemplo, las ON Clase XLVIII de Genneia S.A., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

36 Véase, por ejemplo, las ON Clase XLVIII de Genneia S.A., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

37 Véase, por ejemplo, las ON Serie I de Club Atlético River Plate Asociación Civil, cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

38 Véase, por ejemplo, las ON Serie IX de S.A. San Miguel A.G.I.C.I.Y.F., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

ha constituido un panel especial para ON verdes, sustentables y sociales y otro separado para ON vinculadas a la sostenibilidad.³⁹ Corresponde evaluar si la creación de un panel específico para ONRL y ONFP generaría un efecto similar, lo que a su vez podría incentivar la emisión de este tipo de instrumentos.

g. Otras características y modalidades de emisión

Las ON podrán estar sujetas a ley y jurisdicción aplicables argentinas o del exterior.⁴⁰ Además, podrán ser emitidas en el marco de un Programa Global de emisión o individualmente.⁴¹ En el primer caso, la CNV autorizará la creación del programa y ejercerá un contralor *ex post* sobre la emisión de cada clase de ON en concreto. Por su parte, si se emitiesen de manera individual, la autorización de la CNV deberá obtenerse con anterioridad a la emisión.

Por último, las ON podrán tener recurso contra todo el patrimonio del emisor o contar con recurso limitado contra ciertos activos de este. En este punto, remitimos al capítulo III. Obligaciones Negociables con Recurso Limitado del presente ensayo para mayor información.

III. Marco Regulatorio. Lineamientos Generales

Las ON aparecieron por primera vez en el anteproyecto de bonos convertibles en acciones elaborado por la CNV en 1981, pero no fue hasta el dictado de la Resolución General CNV 85 de 1983 que se resolvió su creación.⁴²

En la actualidad, el principal marco normativo aplicable a las ON está conformado por la Ley de ON, que regula todo lo relativo a su emisión; las Normas de la CNV, que establecen los requisitos para la oferta pública y otros aspectos vinculados a la emisión; y la Ley de Mercado de Capitales.

Asimismo, ciertos aspectos de las ON son complementados por otras disposiciones normativas. Por ejemplo, las cuestiones tributarias se complementan con disposiciones de la ley de impuestos a las ganancias. A su vez, los aspectos societarios y requisitos de

39 Disponibles en la página web de ByMA (<https://www.byma.com.ar>).

40 Véase, por ejemplo, las ON Clase XVI de Banco de Galicia y Buenos Aires S.A., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

41 Véase, por ejemplo, las ON Clase 1 de AES Argentina Generación S.A., cuyo Suplemento de Prospecto se encuentra disponible en la Autopista de Información Financiera de la CNV.

42 Sonia S. Jaimez, “Modificaciones a la Ley de Obligaciones Negociables según el Proyecto de Ley de Desarrollo del Mercado de Capitales Argentinos”, La Ley (Buenos Aires, 2017), TR LALEY AR/DOC/3616/2017.

autorización se encuadran en algunas disposiciones de la LGS.

Por otra parte, pueden resultar aplicables regímenes especiales según el tipo de emisor. Por ejemplo, si se tratase de una entidad financiera, el destino de los fondos quedará condicionado a la normativa del Banco Central de la República Argentina.⁴³ También serán aplicables los reglamentos de listado de aquellos mercados en donde se listen las ON en cuestión.

Cabe destacar que la Ley de Financiamiento Productivo N.º 27.440 (la “Ley de Financiamiento Productivo”) incorporó una serie de cambios trascendentales a gran parte del marco normativo aplicable a las ON,⁴⁴ lo cual inauguró, al decir de Serrano Redonnet, “una nueva época en el derecho argentino”.⁴⁵

IV. Obligaciones Negociables con Recurso Limitado

A. Introducción

La Ley de Financiamiento Productivo introdujo modificaciones relevantes a la Ley de ON y a la Ley de Mercado de Capitales, entre otras.⁴⁶ Entre dichos cambios, se incluyó el párrafo final del art. 3 de la Ley de ON que introduce la posibilidad de emitir ONRL. Este artículo dispone que

se podrán emitir obligaciones negociables con recurso limitado y exclusivo a determinados activos del emisor pero no a todo su patrimonio, pudiendo constituirse o no garantías sobre dichos activos. En caso de incumplimiento del emisor, los acreedores tendrán recurso únicamente sobre dichos activos.⁴⁷

Antes de profundizar en el concepto de ONRL, es importante recordar la regla general del art. 743 del Código Civil y Comercial de la Nación, conforme a lo cual “[l]os bienes presentes y futuros del deudor constituyen la garantía común de sus acreedores” y “[t]odos los acreedores pueden ejecutar estos bienes en posición igualitaria, excepto que exista una causa legal de preferencia”.⁴⁸ Estas normas sostienen el andamiaje jurídico del derecho de las obligaciones. Como consecuencia, ante un incumplimiento, cualquier

43 Ley de Obligaciones Negociables (t.o. y mod.), art. 36.

44 Véase, a modo de ejemplo y en relación con la oponibilidad de garantías prendarias y cesiones, Tavarone, Marcelo Rafael. *La Ley de Financiamiento Productivo y una nueva aproximación al perfeccionamiento de la cesión de créditos*. Editorial la Ley. 2018. TR LALEY AR/DOC/3194/2018.

45 Diego M. Serrano Redonnet, “Modificaciones a la Ley de Obligaciones Negociables”, *La Ley Online* (Buenos Aires, 2018), TR LALEY AR/DOC/1803/2018.

46 Para mayor información véase, por ejemplo, Fushimi, Jorge F. *Títulos Valores Nuevos y Modificados a Tenor de la Ley 27.440. Obligaciones Negociables. Un Análisis Comparativo*. Editorial Errepar. 2018.

47 Ley N.º 23.756 de Obligaciones Negociables (y sus modificatorias), art. 3.

48 Código Civil y Comercial de la Nación, art. 743.

acreedor puede atacar todos los bienes presentes y futuros del deudor en igualdad de condiciones con otros acreedores (excepto que exista alguna causal de preferencia en virtud de alguna ley, como por ejemplo aquellos privilegios otorgados a los créditos por impuestos y tasas adeudados al fisco de acuerdo con la Ley N.º 24.522 de Concursos y Quiebras).⁴⁹

B. Concepto

Si tuviésemos que ensayar una definición de ONRL, podríamos decir que se trata de un título valor representativo de un empréstito que confiere al titular el derecho al reembolso del capital y una renta, conforme a las condiciones de emisión.

El derecho de crédito se limita exclusivamente a un conjunto patrimonial previamente individualizado, tanto en sede contractual como concursal. En consecuencia, ante la falta de pago de capital, intereses o cualquier otra prestación asumida, el titular sólo podrá satisfacer su acreencia mediante la ejecución de esos activos específicos, sin posibilidad de extender su acción al resto del patrimonio del deudor ni de invocar privilegios o preferencias fuera de ese ámbito patrimonial.

C. Características

En primer lugar, las ONRL son una especie de ON, por lo tanto, comparten las características esenciales descriptas en el apartado precedente.

En segundo lugar, otorgan al tenedor el derecho a atacar únicamente una parte determinada del patrimonio del deudor en caso de incumplimiento. Estos bienes deberán estar claramente individualizados en los documentos de la emisión, y los acreedores no podrán extender su acción a otros bienes del emisor. A su vez, el citado artículo de la Ley de ON prevé la posibilidad de constitución de garantías sobre los activos en cuestión. Esto otorgaría a los tenedores prioridad por sobre terceros respecto de dichos bienes.

Por otra parte, cabe destacar que cierta parte de la doctrina⁵⁰ entiende que los bienes afectados a las ONRL quedan alcanzados dentro de la excepción del artículo 744 inciso h) del Código Civil y Comercial de la Nación (que excluye de la garantía común de los acreedores mencionada precedentemente a “los demás bienes declarados inembargables o excluidos por otras leyes”).

49 Ley N.º 24.522 de Concursos y Quiebras (y sus modificatorias), art. 246.

50 Véase, por ejemplo, Fernández Madero, Nicolás; Catuogno, Juan Luis. *Nuevas Obligaciones Negociables con Recurso Limitado*. Editorial La Ley. 2018.

ENSAYO	Obligaciones negociables con recurso limitado...
--------	--

Entendemos que dicha conclusión no es correcta salvo en caso de que sobre los bienes en cuestión se constituyan garantías que otorguen privilegios a los tenedores de las ON conforme se mencionó anteriormente. Ello, toda vez que la letra del artículo 3 *in fine* de la Ley de ON no excluye de la garantía común de los acreedores a aquellos bienes afectados a las ONRL. Por el contrario, dicha norma limita a los tenedores de este tipo de ON la posibilidad de atacar el resto del patrimonio de los emisores.

En rigor, entendemos que dicha interpretación puede derivar de la utilización del vocablo “exclusivo”, y que la antedicha conclusión sería correcta si la norma utilizase la expresión “excluyente”. Sin embargo, bajo su redacción actual, la referencia a “exclusivo” califica al derecho de los tenedores como “exclusivamente entendido a esos bienes” y no como “con exclusión de la posibilidad de terceros de ejecutar dichos bienes”.

Por otra parte, coincidimos con la lectura que hacen Fernández Madero y Catuogno⁵¹ en que no debería haber limitaciones cualitativas respecto de aquellos bienes pasibles de afectación a una ONRL más allá de (i) que sean bienes presentes o futuros que se encuentren en el comercio; y (ii) que sean bienes de propiedad del emisor.

Es decir, habría amplitud para que el emisor afecte cualquier bien de su propiedad que se encuentre en el comercio al repago de las ONRL, independientemente de sus características estructurales, su origen o su valor, entre otras. Desde luego, el emisor estará condicionado por lo que el mercado eventualmente le demande para el otorgamiento del financiamiento.

En efecto, para dar prioridad a los acreedores por sobre los bienes, el emisor debería otorgar garantías a favor de estos. Para aislar completamente los bienes del deudor de la acción de otros acreedores, una alternativa jurídicamente conveniente sería la constitución de un fideicomiso en garantía en los términos de los Capítulos 30 y 31 del Título IV del Libro Tercero del Código Civil y Comercial de la Nación. Este tipo de fideicomisos resulta compatible con la letra del art. 3 *in fine* de la Ley de ON y de la práctica reciente, como podrá observarse a continuación.

D. Precedentes

Existen unos pocos casos de ONRL emitidos en el mercado de capitales local. La primera emisión de una ONRL en Argentina tuvo lugar el 12 de enero de 2018, cuando

51 Nicolás Fernández Madero y Juan Luis Catuogno, “Nuevas Obligaciones Negociables con Recurso Limitado”, Editorial La Ley (Buenos Aires, 2018).

Compañía General de Combustibles S.A. emitió sus ON clase 10 sin recurso y con garantía, por un valor nominal de US\$100.000.000 a una tasa fija del 9,7% y con vencimiento a los 42 meses desde su fecha de emisión y liquidación (las “ONRL CGC”).

En este caso, se estableció como única fuente de repago de dicha ON a ciertos flujos de fondos. Por un lado, aquellos resultantes del pago de dividendos y otras distribuciones bajo las acciones de Gasinvest S.A., Gasoducto GasAndes (Argentina) S.A. y Gasoducto GasAndes S.A. afectadas en garantía. Por el otro, a los provenientes de la venta y/o subasta pública de estas acciones.⁵²

Cabe destacar que esta primera emisión se hizo con anterioridad a la entrada en vigencia de las modificaciones a la Ley de ON, lo cual ocurrió en mayo de 2018.⁵³ Las ONRL CGC fueron canceladas en su totalidad el 12 de julio de 2021.

Por otra parte, con posterioridad a la entrada en vigencia de las modificaciones de la Ley de Financiamiento Productivo, existe un único precedente de ONRL emitidas en los términos del artículo 3 *in fine* de la Ley de ON.

Este precedente consistió en la emisión realizada por Generación Mediterránea S.A. con fecha 23 de mayo de 2022. Sus términos y condiciones fueron enmendados de conformidad con las solicitudes de consentimiento finalizadas por la emisora con fecha 13 de agosto de 2025) de las siguientes ON: (i) Obligaciones Negociables Clase XV, por un valor nominal de 36.621.305 UVAs a una tasa de interés fija escalonada, con vencimiento el 28 de enero de 2028; (ii) Obligaciones Negociables Clase XVI por un valor nominal de U\$S98.772.758 a una tasa de interés fija escalonada, con vencimiento el 28 de julio de 2032; (iii) Obligaciones Negociables Clase XVII, por un valor nominal de U\$S24.262.044 a una tasa de interés fija escalonada, con vencimiento el 28 de noviembre de 2028; (iv) Obligaciones Negociables Clase XVIII, por un valor nominal de 14.925.833 UVAs (equivalente en ese entonces a US\$15.027.956) a una tasa de interés fija escalonada, con vencimiento el 28 de noviembre de 2028; y (v) Obligaciones Negociables Clase XIX, por un valor nominal de U\$S85.710.000 a una tasa de interés fija escalonada, con vencimiento el 28 de noviembre de 2028 (conjuntamente, las “ONRL GEMSA”).⁵⁴

52 Para mayor información véase el Suplemento de Prospecto de las ON Clase 10 Sin Recurso y Con Garantía de Compañía General de Combustibles S.A. de fecha 29 de diciembre de 2017, disponible en AIF.

53 Nótese que la Ley de Financiamiento Productivo fue publicada en el Boletín Oficial de la República Argentina de fecha 11 de mayo de 2018.

54 Para mayor información véase el Suplemento de Prospecto de las ON Clase XVII, XVIII y XIX de

A diferencia de las ONRL CGC, las ONRL GEMSA no sólo prevén recurso limitado contra ciertos activos, sino también garantías. Estas consisten en un fideicomiso en garantía y prendas sobre determinados equipos del proyecto y sobre el 75% de las acciones de Generación Litoral S.A. (“GELI”). Se encuentran cedidos en garantía al fideicomiso, entre otros, ciertos derechos de cobro de la emisora contra la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A. -CAMMESA-).

Sin embargo, este precedente —a diferencia de las ONRL CGC— comparte ciertas particularidades con un *project bond*. En este caso, el flujo de fondos para el repago consiste únicamente en aquel proveniente de los derechos de cobro cedidos al fideicomiso en garantía, así como un seguro de caución y el producido de la ejecución de los activos en garantía.

En rigor, los documentos de la emisión establecieron expresamente que estas ON tendrán recurso limitado y exclusivo en los términos del art. 3 de la Ley de ON, y que el capital, intereses y demás conceptos adeudados serán pagados exclusivamente con los flujos antes mencionados.

V. Obligaciones Negociables para el Financiamiento de Proyectos

A. Introducción

La CNV ha desarrollado un marco normativo específico para las emisiones de ONFP. Su objeto es el financiamiento de proyectos en línea con las tendencias internacionales de *project finance* y la necesidad de canalizar recursos hacia iniciativas de infraestructura y desarrollo productivo.

Estas normas fueron dictadas por primera vez en junio de 2018⁵⁵ para crear un marco aplicable a instrumentos que permitan financiar proyectos de largo plazo. En particular, estas normas se pensaron para aquellos proyectos que requieren grandes inversiones iniciales y cuyos retornos dependen de la generación de flujos de fondos futuros. Entre los considerandos de la Resolución General N.º 747 de la CNV se destaca que, en el ámbito internacional, los denominados *Project Bonds* han demostrado ser herramientas eficaces, ya que vinculan el repago de la deuda exclusivamente al éxito del proyecto y no al patrimonio general del emisor.

Generación Mediterránea S.A. de fecha 12 de mayo de 2022, disponible en AIF.
55 Resolución General CNV N.º 747, publicada en el Boletín Oficial de la República Argentina el 26 de junio de 2018.

A la fecha del presente ensayo no se han emitido ONFP bajo el régimen creado por la CNV. Entendemos que esto se debe, en parte, a los vaivenes económicos y a las dinámicas propias del mercado de capitales argentino.

B. Concepto

Una ONFP podría definirse como un tipo de ON emitido por un vehículo jurídico constituido exclusivamente para el desarrollo de uno o más proyectos determinados. Este instrumento confiere al titular el derecho al reembolso del capital y una renta conforme a las condiciones de emisión. El derecho de crédito y su repago se limitan y vinculan de manera directa y exclusiva a los flujos de fondos, activos y derechos generados por el proyecto, sin alcanzar al patrimonio general del emisor ni de sus patrocinadores.

C. Características. Régimen Normativo

Este régimen⁵⁶ introduce una serie de requisitos y particularidades que distinguen a este tipo de emisiones dentro del mercado de capitales argentino.

En primer lugar, la normativa exige que las emisiones bajo este marco sean realizadas por sociedades constituidas exclusivamente para el desarrollo de uno o más proyectos determinados.⁵⁷ Así, queda vedada la posibilidad de que dichas sociedades desarrollen actividades ajenas al objeto del proyecto. Esta especialización busca garantizar la transparencia y la trazabilidad de los fondos, así como la adecuada identificación de los riesgos inherentes a cada proyecto.

Adicionalmente, la normativa requiere que el vehículo que emita las ONFP bajo estas normas específicas cuente con una estructura organizativa y tecnológica adecuada. Ésta podrá ser propia o contratada y deberá estar informada y detallada en los documentos de la emisión.⁵⁸

Por otra parte, el artículo 80 de esta sección de las Normas de la CNV prevé que este régimen es facultativo, ya que las sociedades pueden optar por financiar sus proyectos bajo el régimen general de oferta pública. En ese caso, las emisoras que opten por dicho régimen no estarán sujetas a las disposiciones de la Sección IX.⁵⁹ Adicionalmente, las Normas de la CNV prevén que puedan emitir ONFP tanto personas del sector público

⁵⁶ Que se encuentra plasmado en la Sección IX (Financiamiento de Proyectos), Capítulo V, Título II de las Normas de la CNV.

⁵⁷ Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 81 y ss., Sección IX, Capítulo V, Título II.

⁵⁸ Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 82, Sección IX, Capítulo V, Título II.

⁵⁹ Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 80, Sección IX, Capítulo V, Título II.

ENSAYO	Obligaciones negociables con recurso limitado...
--------	--

como del sector privado.⁶⁰ Asimismo, la CNV establece que el repago de las ONFP debe provenir exclusivamente de los flujos de fondos generados por el propio proyecto⁶¹ o de los activos afectados a este.

Esto refuerza el principio de aislamiento patrimonial característico del *project finance*. En este sentido, la normativa requiere que la sociedad emisora acredite la titularidad de los activos o derechos cedidos en el marco del proyecto, libres de gravámenes y embargos.⁶² Asimismo, se deberá informar detalladamente el plan de inversión, la estructura de financiamiento y los aportes patrimoniales iniciales, incluyendo la identificación de los patrocinadores y su grado de involucramiento.⁶³ A su vez, los flujos del proyecto deben consistir en ingresos conocidos o pasibles de ser estimados, y estar debidamente informados en el Prospecto.⁶⁴

En este aspecto, puede advertirse un punto de contacto con las ONRL, ya que los acreedores tendrían recurso únicamente contra determinados activos, los cuales serían de propiedad exclusiva del emisor. La diferencia principal, como veremos en la siguiente sección, está dada por el hecho de que la CNV dispone que, en el caso de las ONFP, el flujo para el repago debe provenir del mismo proyecto (a diferencia de las ONRL, en donde la emisora puede utilizar fondos de cualquier origen para el repago de estas).

Por otra parte, los proyectos objeto de las financiaciones bajo estas normas tienen que ser proyectos que se encuentren territorialmente dentro de Argentina. De acuerdo con la normativa, una vez que la emisora registre su primera emisión, no podrá incluir nuevos proyectos que no se encuentren originalmente incluidos, salvo que estos fuesen necesarios a causa de alguna causa imprevista o que fuesen conexos al proyecto inicial.

El detalle general del proyecto debe estar definido en el acto constitutivo de la sociedad. Es decir, la sociedad debe no sólo tener objeto exclusivo de desarrollo de proyectos, sino también prever la explotación del proyecto concreto.⁶⁵ Las Normas de la CNV permiten que el proyecto se encuentre en cualquier etapa de avance, desde el diseño hasta su finalización, comprendiendo también la posibilidad de refinanciaciones de deuda.

60 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 80, Sección IX, Capítulo V, Título II.

61 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 81 y ss., Sección IX, Capítulo V, Título II.

62 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 84, Sección IX, Capítulo V, Título II.

63 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 92, Sección IX, Capítulo V, Título II.

64 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 86, Sección IX, Capítulo V, Título II.

65 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 83, Sección IX, Capítulo V, Título II.

Adicionalmente, en caso de que sea necesaria la realización de aportes iniciales para dar comienzo al proyecto, las normas requieren la individualización de estos, de sus características y de la identidad de quiénes los realizan (si hubiese patrocinadores o *sponsors*). La norma delimita cuáles pueden ser estos activos, pero incluye una mención amplia toda vez que dispone que “[s]e considerarán como aportes iniciales, las sumas en efectivo, bienes muebles o inmuebles, pagos (...) para la adquisición de bienes específicos del proyecto y derechos cedidos a tales efectos”.⁶⁶ Asimismo, se aclara expresamente que si el objeto de la emisión fuese la refinanciación de pasivos del vehículo societario, se considerará como aporte inicial al delta entre los activos y pasivos incurridos hasta la presentación del pedido de autorización ante la CNV.⁶⁷

Por su parte, las Normas de la CNV permiten que se constituyan garantías de pago de las ON. En este caso, deberá informarse sus características, así como los mecanismos de ejecución y modos de uso de los bienes, en el Prospecto.⁶⁸

El proceso de autorización previsto en esta sección consiste en la solicitud de autorización previa del vehículo societario, con el correspondiente control ex ante por parte de la CNV. La normativa no establece disposiciones expresas sobre la posibilidad de constituir programas globales para la emisión de ONFP, ni sobre la eventual facultad de emitir nuevas ONFP con control ex post bajo este. Sin embargo, de una interpretación armónica de esta sección y dadas las particularidades del régimen, entendemos que no cabría posibilidad de crear programas globales bajo esta sección de las Normas de la CNV.

A su vez, la CNV impone a las sociedades sujetas a este marco regulatorio la obligación de dar cumplimiento al régimen informativo periódico general y el deber de remitir informes de avance del proyecto. El objetivo es mantener debidamente informados a los inversores respecto del desarrollo y eventuales contingencias que puedan afectar la viabilidad del proyecto, entre otra información.⁶⁹ También cabe destacar que la normativa limita la adquisición de estos valores negociables a inversores calificados (de conformidad con las disposiciones de las Normas de la CNV)⁷⁰, en atención a la complejidad y el perfil de riesgo de este tipo de instrumentos.

En suma, el régimen de la CNV aplicable a ONFP constituye un avance relevante en

66 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 84 in fine, Sección IX, Capítulo V, Título II.

67 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 85, Sección IX, Capítulo V, Título II.

68 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 93, Sección IX, Capítulo V, Título II.

69 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 91, Sección IX, Capítulo V, Título II.

70 Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), art. 12, Sección I, Capítulo VI, Título II.

la sofisticación del mercado de capitales argentino, alineando la regulación local con los estándares internacionales y facilitando el acceso a financiamiento de largo plazo para proyectos estratégicos.

VI. Principales diferencias entre las obligaciones negociables con recurso limitado y las obligaciones negociables para el financiamiento de proyectos

Como se pudo observar de las caracterizaciones precedentes, si bien existen una serie de coincidencias, hay diferencias estructurales y legales fundamentales entre las ONRL y las ONFP que cabe destacar.

En primer lugar, notamos una diferencia en lo que hace a la estructura del patrimonio afectado. Por un lado, los tenedores de las ONRL tendrán la posibilidad de ejecutar determinados bienes específicamente individualizados de propiedad del emisor (y no todo el patrimonio del deudor), y estos bienes pueden o no estar relacionados con un proyecto en concreto. Asimismo, no existe un requisito de que el emisor cuente con un objeto único o exclusivo de explotación de un proyecto determinado.

Por otro lado, la estructura misma de las ONFP implica que la emisora de estos títulos sea una sociedad exclusivamente dedicada a la explotación de un proyecto determinado. Los activos de dicha sociedad y del proyecto estarán afectados al repago de los títulos, constituyendo su flujo.

En segundo lugar, los fondos provenientes de la colocación de las ONRL pueden ser utilizados por el emisor para financiar cualquier tipo de actividad o necesidad no vinculada a un proyecto concreto. En cambio, el producido de la colocación de los *project bonds* deberá ser utilizado específicamente para financiar inversiones relacionadas con un proyecto en particular. En este último caso, el régimen está pensado para proyectos de infraestructura o de gran escala.

En tercer lugar, si bien las normas pertinentes específicamente prevén la posibilidad de constitución de garantías para ambos casos, la constitución de estas toma particular relevancia en el contexto de un *project finance*. En general, estos proyectos suelen contar con garantías reales (por ejemplo, prendas o hipotecas) sobre los activos del proyecto, cesiones de derechos de cobros, cuentas en *escrow*, cuentas de garantía, y otros mecanismos de protección. El repago de estos dependerá, en gran medida, del nivel de éxito del proyecto.

Por otra parte, respecto del riesgo crediticio, en el caso de las ONRL este se vincula al valor y la liquidez de los activos afectados: si estos resultan insuficientes, los acreedores no tendrían recurso para reclamar al emisor ni atacar el resto de su patrimonio. En cambio, en los *project bonds*, el riesgo está dado por la viabilidad y el éxito del proyecto: si este fracasa, los acreedores pueden ejecutar las garantías y atacar el patrimonio del vehículo, pero no tienen recurso contra el *sponsor*.

En quinto lugar, en lo relativo al marco regulatorio, las ONRL están comprendidas dentro del régimen general, quedando sujetos los emisores a las obligaciones allí establecidas, y teniendo mayor flexibilidad que en el caso de las ONFP. Por su parte, el régimen de las ONFP es específico y más estructurado, imponiéndose obligaciones y requisitos concretos que no resultan aplicables a emisores bajo el régimen general.

Cabe destacar a modo de ejemplo que, bajo el régimen general, los emisores de ON que cuenten con programas globales autorizados mantienen la flexibilidad temporal de no necesitar la autorización previa de la CNV para cada clase concreta, cosa que no ocurre bajo el régimen de ONFP.

Por último, las ONFP son títulos orientados a un público inversor institucional que esté interesado en proyectos de largo plazo, lo que se evidencia en el requisito establecido en las Normas de la CNV que dispone la colocación de estos instrumentos únicamente entre inversores calificados. Por su parte, las ON emitidas bajo el régimen general, incluidas las ONRL, pueden ser dirigidas a un público más amplio, sujeto al apetito que pueda tener el mercado por este tipo de productos.

VII. Conclusiones

Los avances normativos desde la Ley de Financiamiento Productivo y la Resolución General de la CNV N.º 747 han representado un hito significativo en la evolución del mercado de capitales argentino al incorporar instrumentos innovadores como las ONRL y las ONFP.

Las ONRL ofrecen flexibilidad y pueden adaptarse a diversas necesidades de financiamiento, lo cual permite a los emisores aislar ciertos activos para respaldar la deuda. Por su parte, los *project bonds*, bajo un régimen más estricto, están orientados a proyectos de gran envergadura y largo plazo, con un marco de transparencia y control reforzado, y acceso restringido a inversores calificados.

Ambos productos, con sus diferencias estructurales y particularidades —incluidos

ENSAYO	<i>Obligaciones negociables con recurso limitado...</i>
--------	---

sus distintos propósitos y públicos destinatarios—, representan una alternativa, actualmente poco utilizada, pero interesante para futuras emisiones. Su potencial para dinamizar el financiamiento de proyectos estratégicos es considerable y su desarrollo futuro dependerá de la estabilidad normativa, la confianza de los inversores y la consolidación de un ecosistema de mercado sofisticado y transparente.

En este sentido, resulta fundamental continuar promoviendo la difusión, comprensión y perfeccionamiento de estos instrumentos a fin de potenciar su impacto en el crecimiento económico y la modernización de la infraestructura nacional. No descartamos que ciertas medidas tales como la constitución de paneles especiales de cotización en los mercados —en donde listen a las ONRL o a las ONFP— puedan contribuir a incrementar su visibilidad, popularidad y liquidez, siguiendo la experiencia positiva observada con los paneles de ON verdes, sociales y sustentables.

Bibliografía

- Carassai, Hernán C., y Fernández Madero, Nicolás. “Oferta privada de valores negociables”. El Derecho (ED), t. 205 (2003).
- Fernández Madero, Nicolás, y Catuogno, Juan Luis. “Nuevas Obligaciones Negociables con Recurso Limitado”. Editorial La Ley, 2018.
- Fushimi, Jorge F. “Títulos Valores Nuevos y Modificados a Tenor de la Ley 27.440”. Editorial Errepar, 2018.
- Jaimez, Sonia S. “Modificaciones a la Ley de Obligaciones Negociables según el Proyecto de Ley de Desarrollo del Mercado de Capitales Argentinos”. Editorial La Ley, 2017.
- Kenny, Mario Oscar. “Obligaciones Negociables”. Editorial Abeledo Perrot, 1991.
- Kenny, Mario Oscar, y Villegas, Carlos. “Oferta pública de valores negociables: requisito de colocación por oferta pública, emisiones internacionales y contratos de underwriting”. Editorial La Ley, 2005.
- Paolantonio, Martín Esteban. “La oferta pública irregular en el mercado de valores y la ley 26.831”. Editorial La Ley, 2013.
- Serrano Redonnet, Diego M. “Modificaciones a la Ley de Obligaciones Negociables”. Editorial La Ley Online, 2018.
- Tavarone, Marcelo Rafael. “La Ley de Financiamiento Productivo y una nueva aproximación al perfeccionamiento de la cesión de créditos”. Editorial La Ley, 2018.
- Trejo, Horacio. “Tratamiento impositivo de las Obligaciones Negociables en el Ámbito de la Oferta Pública”. Editorial Errepar, 2023.
- Videla, Felipe Luis María. “La Oferta Privada de Valores Negociables en la Argentina”. Editorial Albremática S.A., 2021.
- Villegas, Carlos G. Villegas y Villegas, Carlos M. “Régimen de Obligaciones Negociables. Ley 23.576”. Buenos Aires: Astrea, 1992.
- Yomha, Carlos Gabriel. “Tratado de las Obligaciones Negociables”. Ediciones Depalma Buenos Aires, 1994.