

ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO

Adrián Tarallo

Universidad Nacional de Rosario

SUMARIO: 1.Introducción; 2. Principales instrumentos de financiamiento de empresas en el mercado argentino.

Para comentarios: finanzas@tarallo.com.ar

1. Introducción

Mercado financiero. Como en cualquier clase de mercado donde se intercambian productos y se establecen sus precios, en el mercado financiero se intercambia dinero y se fija su precio.

El *Mercado Financiero* está formado por el conjunto de instituciones, medios, instrumentos y operadores que vinculan la oferta de dinero con los demandantes de dineros, canalizando el ahorro de aquellos que poseen excedentes financieros con aquellos otros que poseen déficit o necesidades de financiamiento. Es decir que el Mercado Financiero tiene dos objetivos principales: 1- captar los excedentes de efectivos y transferírselos a los demandantes de dinero y 2- favorecer el desarrollo y crecimiento económico

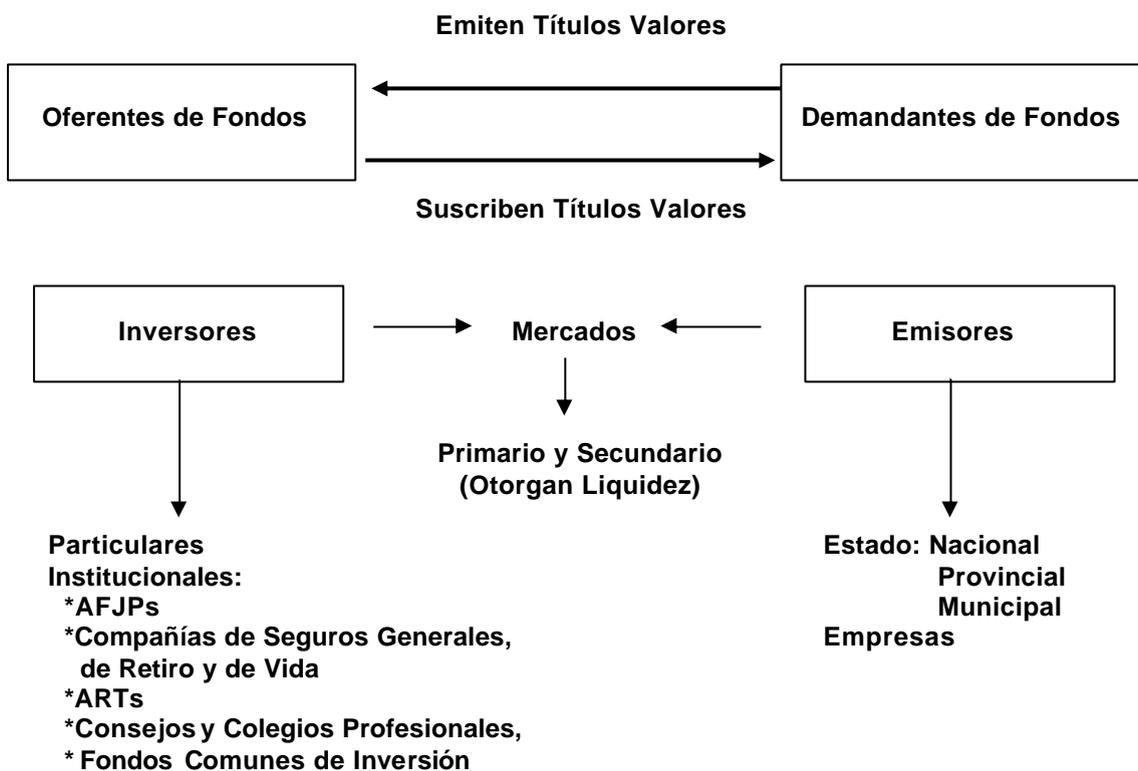
Conformación del mercado financiero. El Mercado Financiero está conformado por:

- ◆ el Mercado de Dinero, y
- ◆ el Mercado de Capitales.

El *Mercado de Dinero* está destinado a financiar necesidades de corto o mediano plazo, nunca de largo plazo. Es un mercado líquido y de bajo riesgo. Sirve para cubrir necesidades coyunturales de fondos de los agentes económicos. En los mercados internacionales las empresas no recurren a este mercado para financiar sus proyectos. Las entidades financieras, los bancos comerciales, son las que representan a este mercado.

El *Mercado de Capitales* es un mercado al que recurren las empresas para financiarse a mediano o largo plazo, excepcionalmente para financiarse en el corto plazo. Los principales instrumentos disponibles en el Mercado de Capitales Argentino son las Obligaciones Negociables, los Fideicomisos Financieros y los Valores de Corto Plazo. Los Mercados de Capitales están formados por las Bolsas de Comercio y los Mercados de Valores, siendo estos últimos los que le dan liquidez a los instrumentos.

Flujos de fondos en los mercados de capitales



Estructura del mercado bursátil en Argentina. El sistema Bursátil en la República Argentina está formado por:

- ◆ La Comisión Nacional de Valores,
- ◆ Las Bolsas de Comercio,
- ◆ Los Mercados de Valores, y
- ◆ La Caja de Valores.

2. Principales instrumentos de financiamiento de empresas en el mercado de capitales

El financiamiento empresarial se puede dar a través de:

Capital	Acciones
Deuda	Obligaciones Negociables Régimen General Obligaciones Negociables Régimen Pyme Valores de Corto Plazo Negociación de Cheques de Pago Diferido (patrocinados y avalados)
Titulización	Fideicomiso Financiero Fondo Cerrado de Inversión

2.1 Instrumentos de capital

Las acciones representan el capital social de una empresa. Quien posee acciones de una empresa esta participando en resultado de las operaciones de esa empresa. Su resultado es incierto y variable, depende del éxito de los negocios que tiene como objeto la empresa.

Las empresa pueden emitir: a) *acciones ordinarias*, donde el accionista o poseedor de este tipo de acciones tiene derecho a participar del resultado de la empresa en función de su tenencia accionaria, su renta es variable, esta clase de acciones son las más comunes, o b) *acciones preferidas*, con las cuales sus tenedores tendrán un derecho preferente sobre el cobro de dividendos por los accionistas con acciones ordinarias.

Las acciones otorgan dos clases de derechos:

- ◆ Los *corporativos*, significa que los accionistas tienen derecho a voz y voto en las decisiones de la empresa y también tienen derechos a ocupar cargos directivos.
- ◆ Los *patrimoniales*, que le otorgan derecho a participar en las utilidades de que obtenga la empresa. Están relacionados con su carácter de dueño.

2.2 Instrumentos de deuda

a) **Obligaciones negociables.** Son títulos de deuda emitidos por las empresas para ser ofrecidos y colocados entre inversores particulares o Institucionales. Estos títulos pueden ser emitidos para ser colocados públicamente o privadamente. Públicamente significa que ha sido autorizada su oferta pública por parte de la Comisión Nacional de Valores y su cotización por parte de una Bolsa de Comercio con Mercado de Valores adherido.

Las obligaciones Negociables fueron creadas por la Ley N° 23.576/89, modificada por la Ley N° 23.962/91. La modificación incorporó beneficios impositivos que la ley original no contemplaba, por dicha razón fueron pocas la empresas que bajo la primera ley emitieron obligaciones negociables.

¿*Quiénes pueden emitir Obligaciones Negociables?* Las sociedades por acciones, las cooperativas, las Asociaciones Civiles radicadas en el país, las Sucursales de Sociedades constituidas en el exterior y las Sociedades Anónimas con participación estatal mayoritaria.

Clasificación de las Obligaciones Negociables

1. Por su tipo

- a. *Simples.* Son aquellas emitidas por la empresa para lograr financiamiento, y por el cual se compromete a pagar una determinada tasa de interés por el tiempo de vida de la Obligación Negociable. Es el tipo de emisión mas frecuente.
- b. *Convertibles:* son aquellas que combinan dos instrumentos financieros en uno, por un lado son un instrumento de deuda simple (como el descrito en el punto anterior) y por otro lado otorgan una opción al inversor a transformarse en accionista de la empresa al vencimiento del plazo que fueron emitidas. El derecho a elegir le corresponde al inversor.
- c. No han sido muy utilizadas, recientemente y después del default argentino algunas empresas recurrieron a este instrumento como propuesta a acreedores como forma de salir de esa condición. Con estas ONs las empresas pudieron establecer condiciones conveniente para las empresas (en cuanto a la deuda) pero le otorgaron a sus acreedores beneficiarse en el futuro con la opción en la medida que la empresa recuperase rentabilidad.
- d. *Subordinadas:* son aquellas en las cuales sus inversores tienen un derecho de cobro de sus inversiones o crédito subordinado al derecho de otros, que pueden ser también acreedores. Fueron muy utilizadas por los Bancos.

2. Por su Garantía

La ley no determina que las ONs deben emitirse con garantías, no obstante estas pueden emitirse con las siguientes garantías:

- ◆ Con *Garantía Simple.* El patrimonio neto del emisor es la garantía de cobro de los inversionistas, no existen bienes o flujos de fondos que garanticen la emisión.

- ◆ Con *Garantías Reales*, las hay bajo las siguientes formas:
 - -Especial, en el caso de garantías hipotecarias.
 - -Flotante, la empresa se compromete a mantener una situación patrimonial determinada, ejemplo determinado índice de endeudamiento.
 - -Prendaria, sobre bienes de uso (maquinarias) o bienes de cambio (mercaderías), se la suele utilizar en emisiones de poco monto.
 - -Fiduciaria, en la cual la empresa separa de su patrimonio uno o varios bienes para entregarlos en garantía.
- ◆ Con *Aval*
 - -Bancario. En esta modalidad una institución financiera garantiza los pagos de la empresa emisora.
 - -De una *Sociedad de Garantía Recíproca*. Las SGR son instituciones creadas con el fin de otorgar garantías a sus socios, denominados participes (ley 25.300)

3. Por el destino de los fondos

La ley establece un destino amplio en cuanto a lo utilización de los fondos que se obtienen con la colocación de ONs constituyendo una de las ventajas que estas tienen. Expresamente establece como destino:

- ◆ Inversiones en activos fijos,
- ◆ Incremento de capital de trabajo.
- ◆ Reestructuración de pasivos.

4. Por la modalidad de amortización

En función de la forma en que las ONs amortizarán su capital, estas pueden ser:

- ◆ *Cupón Cero*, en esta modalidad la devolución del capital es al vencimiento y desde la fecha de emisión hasta la de vencimiento no existe ningún pago. Usualmente se compran a descuento
- ◆ *Bullet*, la ON no realiza pagos por amortizaciones de capital hasta el vencimiento, pero si realiza pagos en concepto de intereses.
- ◆ *Cuotas Parciales y Periódicas*, la ON está estructurada con pagos intermedios de amortización y renta hasta la fecha de vencimiento.

Según sea el perfil del inversor preferirá una u otra modalidad de amortización. Los inversores particulares son proclives a invertir en ONs que contemple la modalidad de pago de cupones parciales, en tanto que los Institucionales prefieren ONs que no tengan pagos subperiódicos.

5. Por la tasa de interés que paga

- ◆ Tasa de descuento, caso de los bonos con cupón cero
- ◆ Tasa variable, generalmente se toma como referencia la tasa Libor
- ◆ Tasa Fija

¿En qué moneda se las puede emitir? La ley contempla la posibilidad de emisión en moneda local o extranjera.

Formas de colocación. Dos son las alternativas de colocación, una en forma Directa, mediante la cual la emisora coloca directamente las ONs, y otra Indirecta por medio de un especialista, Agentes o Sociedad de Bolsa. Dentro de esta última modalidad existen tres alternativas:

- ◆ *Best Effort*, el o los Agentes Colocadores se comprometen a realizar sus mejores esfuerzos para colocar las Obligaciones Negociables, tratando de identificar inversores interesados en suscribir la ONs emitidas por la empresa. Los Agentes colocadores no asumen ningún tipo de responsabilidad por el resultado de la colocación.

- ◆ *Underwriting*: el o los Agentes Colocadores adquieren la totalidad de las Obligaciones Negociables, adelantando el dinero de la emisión a la empresa asumiendo el riesgo de la colocación.
- ◆ *Underwriting stand by*: el o los Agentes Colocadores establecen un periodo con la empresa durante el cual no asumen ninguna responsabilidad en la colocación, utilizan sus mejores esfuerzos para tratar de identificar inversores dispuestos a suscribir las ONs, pero una vez vencido ese plazo se comprometen a suscribir el remanente, es decir aquellas ONs que no pudieron colocar durante el periodo de colocación.

La diferencia entre las tres alternativas está dada en la certeza de ingreso de los fondos que la empresa puede tener, así como en el costo que tendrá cada una de las propuestas.

Cabe destacar que estas formas de colocación sirven para cualquier tipo de título valor, no solo para las ONs.

Tratamiento Impositivo

Para las empresas:

- ◆ Exención del impuesto a los sellos y al Impuesto al Valor Agregado para todos los actos y contratos relacionados con una emisión de ON. Este beneficio alcanza al IVA que se debería pagar sobre los intereses, a los honorarios generados, etc.
- ◆ Todos los gastos relacionados con una emisión son deducibles del Impuesto a las Ganancias.

Para los Inversores:

- ◆ Exención del pago de impuesto a las ganancias sobre los intereses que se cobren en tanto y en cuanto el inversor sea persona física, esta exención no alcanza a las personas jurídicas.

b) Obligaciones negociables régimen pyme. El marco regulatorio está representado por el decreto 1087/93 del poder ejecutivo nacional, las resoluciones 401/89, 208/93 y 52/94 del Ministerio de Economía y la Resolución 368/01 de la Comisión Nacional de Valores. Si bien no existen topes mínimos de emisión de Obligaciones Negociables, sí existe un tope máximo fijado en cinco millones de pesos.

Categorización de empresas como Pyme. El Ministerio de Economía, por medio de sus resoluciones N° 401/89 y 208/93 estableció la fórmula de cálculo y los topes máximos para definir una Pyme. Agrupados por sectores los factores a considerar son:

	<i>Industria</i>	<i>Comercio y Servicios</i>	<i>Minería</i>	<i>Transporte</i>
Personal	300	100	300	100
Ventas anuales	16 millones	12 millones	18 millones	15 millones
Activos	10 millones	2,5 mill (PN)	10 millones	

Ahora bien, estos topes son relativos, ya que lo que se determina es un coeficiente entre estos máximos y los reales de cada empresa. De esta manera se permite exceder algunos de los máximos siempre que se compense con los registros bajos de alguno o algunos de ellos.

Fórmula de cálculo

$$P = \sqrt[3]{10 \frac{PO_e}{PO_m} \times 10 \frac{VA_e}{VA_m} \times 10 \frac{AP_e}{AP_m}}$$

donde

P es el "puntaje Pyme" asignado a la empresa

PO es el personal ocupado

VA son las ventas anuales sin, IVA ni impuestos internos

AP son los activos productivos o patrimonio neto, según corresponda
e indica el dato real de la empresa

m indica los topes máximos establecido por la resolución del Ministerio de Economía

Cuando el puntaje calculado mediante la fórmula anterior, arroje un valor inferior o igual a 10, se considerará que la unidad productiva es pequeña o mediana.

La Secretaria Pyme de la Nación contempla otros parámetros en cuanto a la categorización de este sector, es de esperar que estos sean unificados.

c) Valores de corto plazo. Los valores de corto plazo son títulos de deuda que emiten las empresas pero con la particularidad que el plazo no puede superar los 12 meses, son muy utilizados por las Pymes y dentro de la emisión de Programas Globales de emisiones. Este instrumento puede ser utilizado por las Sociedades de Responsabilidad Limitada, constituyendo el único instrumento de deuda del Mercado de Capitales al que pueden recurrir, no obstante el requisito es que esté avalado por una sociedad de garantía recíproca.

d) Negociación de cheques de pago diferido. En diciembre de 2003 la Bolsa de Comercio de Buenos Autorizó la negociación de cheques de pago diferido, de esta forma otorga a las empresas la posibilidad de recurrir al financiamiento de corto plazo. Las Pymes son las principales destinatarias de este instrumento, ya que lo que busca es que empresas Pymes proveedoras de grandes empresas puedan negociar estos cheque a costos razonables en el mercado.

Existen dos alternativas de negociación de cheques de pago diferido:

- ◆ **Cheques patrocinados.** Las sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales y fundaciones podrán solicitar la autorización para cotizar cheques que libren a favor de terceros. Los requisitos que se le exigen es que sean por un monto mínimo de \$ 1.000 y estén endosados a favor de Caja de Valores. La custodia de los valores la tiene Caja de Valores.
- ◆ **Cheques avalados.** Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) podrán solicitar la autorización para cotizar cheques por ella avalados a favor de sus socios partícipes. El aval prestado por una SGR debe constar en el mismo cheque

Marco Regulatorio. Resolución 452 del 1º de octubre de 2003 de la Comisión Nacional de Valores, Reglamento Operativo de Caja de Valores S.A., aprobado por la Comisión Nacional de Valores por Resolución 14.688 de fecha 20 de noviembre de 2003, Resoluciones de Consejo de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires 2 y 3/2003.

2.3 Titulización

Antecedentes. La Titulización es un proceso que permite que un conjunto de activos ilíquidos, reales o financieros y con un flujo de fondos predecible, pueda ser transformado en un título valor para su venta en el mercado de capitales.

De este modo se alcanzan simultáneamente dos importantes objetivos: se recupera la liquidez y se deriva a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos.

Procedimiento de la titulización. La empresa (titulizante u originante) separa de su patrimonio los activos ilíquidos a titularizar y los transfiere a un patrimonio separado (vehículo).

El administrador o titular del vehículo emite valores negociables y los coloca entre inversores (CNV autoriza si tienen oferta pública).

Con el producido de la colocación de los valores negociables, se paga al titular (u Originante) el precio acordado por los activos.

Cuando se emiten clases subordinadas, es muy común que se la asigne al titular.

Beneficios de la Titulización

- ◆ No constituye una emisión de deuda por lo cual esta fuente de financiamiento no figura en el Balance (no se registra como pasivo en el balance) ya que con la titulización sale un activo no corriente e ingresa uno corriente. El monto por el cual ingresa difiere del monto por el cual egresa por el monto de los intereses que lleva implícita la operación y que va al estado de resultado como todo resultado financiero
- ◆ Amplía la capacidad prestable de las Entidades Financieras. Cuando una institución financiera realiza una titulización de sus hipotecas o prendas genera una liquidez capaz de ser prestada nuevamente.
- ◆ Aumenta la posibilidad de venta a crédito ya que permite que la empresa se haga de liquidez mediante la titulización
- ◆ Permite que los Bancos utilicen sus carteras de prendas e hipotecas para hacerse de liquidez
- ◆ Aumenta rentabilidad al poder hacerse de liquidez e incrementar la rotación de activos.
- ◆ Permite emitir valores con mejor calificación que la originante, aún empresas concursadas pueden utilizarla.
- ◆ Elimina la intermediación Financiera reduciendo costos.

a) Fideicomisos. Los Fideicomisos están regulados por la Ley N° 24.441 y la Resolución General N° 368/2001 de la Comisión Nacional de Valores

La nobleza de la garantía ha hecho de este instrumento la herramienta de financiamiento más utilizada a partir del default de los bonos privados emitidos por las empresas Argentinas, no obstante, el sector que más lo ha utilizado es el de comercio. Las industrias no han recurrido a este instrumento y si están en forma insipiente retornando a la emisión de ONs.

Tipos de Fideicomisos. Existen dos tipos de Fideicomisos:

- ◆ Fideicomisos Ordinarios Públicos. Este tipo se le exige a los Fiduciarios un patrimonio neto de \$ 500.000 más \$ 5.000 por cada nuevo contrato y no admiten la emisión de Títulos Valores por parte del Fiduciario, por ende los Inversores Institucionales (AFJP, Compañías de Seguros de Retiro, Vida, etc.) no pueden invertir en este tipo de instrumento.
- ◆ Fideicomisos Financieros. En este tipo el Fiduciario debe tener un Patrimonio Neto \$ 2.000.000 y si pueden emitir Títulos Valores pudiendo por lo tanto ser un instrumento en el cual pueden invertir los Inversores Institucionales.

Conceptos. La ley define de la siguiente forma a los dos tipos de Fideicomisos:

- ◆ Fideicomisos Ordinarios Públicos. “Habrà fideicomiso ordinario público cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirla al fiduciante, al beneficiario o a terceros (fideicomisarios), al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato”.
- ◆ Fideicomisos Financieros. “Habrà contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores repre-

sentativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato”.

La diferencia fundamental entre los fideicomisos ordinarios públicos y los financieros radica en la posibilidad que tiene el Agente Fiduciario de emitir títulos susceptibles de ser colocados en el mercado.

¿Quiénes pueden emitir Títulos valores representativos de Deuda?

- ◆ El Fiduciante
- ◆ El Fiduciario
- ◆ Un tercero

¿Qué Títulos Valores pueden ser emitidos en un Fideicomiso Financiero?

- ◆ Títulos de Deuda Fiduciaria, tienen como destinatarios a los inversores, a aquellos particulares o inversores institucionales que invierten en estos instrumentos como forma de obtener una renta, generalmente fija (no variable).
- ◆ Certificados de Participación, tienen como destinatario a los originantes de los proyectos o a aquellos inversores que participan en el resultado del proyecto que busco financiamiento por este medio. En el caso de proyectos inmobiliarios pueden tener como destinatarios a los aportantes del proyecto y del terreno donde se llevará adelante el emprendimiento; en el caso de un fideicomiso que tenga por objeto dotar de liquidez a las cuentas por cobrar de una empresa, la porción de los títulos subordinados.

b) Fondos cerrados de crédito. Estos fondos se constituyen para un fin u objeto determinado y por un plazo determinado. Están integrados por una cantidad máxima de cuotas partes que no pueden ser rescatadas hasta la disolución del fondo o cumplimiento de su objeto.

Si el cuotapartista quiere hacerse de efectivo antes de la fecha de rescate deberá vender su cuotaparte en el Mercado a la cotización vigente a esa fecha.

El vehículo es la Sociedad Gerente, encargada de la administración del fondo, y la Sociedad Depositaria, quien custodia los activos.