

Nota de Actualidad Número 9-Febrero de 2008

La dinámica del mercado de negocios en Argentina 2008

Rodolfo G. Papa
Profesor de Principios de Derecho Empresarial
Graduate School of Business
Universidad de Palermo

El objetivo de este trabajo es formular un análisis de los que, a nuestro criterio, han sido los temas que dominaron la agenda del mercado legal de negocios corporativos y financieros en Argentina durante el año 2007, y que ante el mantenimiento del actual contexto de las principales variables de nuestra economía, sustentadas en: (a) crecimiento del PBI por quinto año consecutivo; (b) doble superávit fiscal y comercial; (c) estabilidad en el tipo de cambio; (d) incremento de las reservas del BCRA; y, (e) aumento del precio internacional de nuestros commodities, deberían proyectarse en forma consistente durante el presente año.

Debemos tener en consideración, en forma adicional, que el posicionamiento de una serie de productos corporativos y financieros en nuestro mercado, había sido anticipado en previos trabajos de nuestra autoría ⁽¹⁾

1. La generación de negocios corporativos:

Estadísticas del sector privado han señalado que durante los primeros nueve meses del año 2007, se realizaron transacciones de "M&A" ⁽²⁾ en nuestro país por un total de U\$S 11.152 Millones, comparados con los U\$S 7.000 Millones correspondiente al total operado bajo este específico segmento de negocios durante el año 2006.

¹ A los fines de corroborar lo indicado precedentemente, nos remitimos a nuestros trabajos "*Algunas reflexiones sobre la actualidad y perspectivas del mercado legal corporativo y financiero Argentino*", publicado en el Suplemento de Derecho Económico de El Dial (Abril 2006); y, "*Perspectivas del mercado legal de negocios Argentino*", publicado en el Suplemento de Derecho Económico de El Dial (Marzo 2007).

² El término "M&A" comprendería en forma genérica a todas aquellas operaciones por las cuales se transfieren "negocios en marcha", o bien organizados jurídicamente como un vehículo corporativo, en cuyo caso se vende el control accionario sobre este último, o bien, en forma alternativa, dichos activos constituyen una universalidad sin personalidad jurídica propia, teniendo en cuenta que bajo el Derecho Argentino dichos activos podrían venderse en forma directa con o sin la observancia del procedimiento estatuido bajo la Ley de Fondos de Comercio (Nro. 11867).

Con relación al crecimiento cuantitativo bajo este tipo de operaciones, corresponde explicitar los siguientes aspectos:

- (i) Existen en vigencia una serie de restricciones normativas a la inversión extranjera, con impacto en la estructuración de estas transacciones (p.ej. (1) el registro en nuestro país de sociedades constituidas en el extranjero, acreditando que dichas sociedades poseen activos u otras actividades comerciales fuera de Argentina; (2) la aplicación de encajes –inmovilización forzosa- por un plazo mínimo dentro del sistema bancario respecto al ingreso de capitales bajo determinadas circunstancias; (3) controles de cambio; y, (4) el deber de informar/registrar inversiones extranjeras ante el BCRA);
- (ii) Se vislumbra un continuo interés en ciertos sectores para el ingreso de inversores extranjeros (p.ej.: agro; real estate; servicios financieros; industria textil, medios, minería, entre otros);
- (iii) Una particularidad de nuestro mercado reside en la coexistencia de distintos tipos de “compañías target” en operaciones de “M&A”, las cuales podrían agruparse en tres grandes categorías:
 - (a) sociedades líderes en distintos sectores de la producción y servicios de nuestro país (con prescindencia de si dichas compañías negocian secundariamente parte de su capital en el mercado de valores doméstico o del exterior);
 - (b) compañías privatizadas concesionarias de un servicio público a nivel nacional o provincial; y,
 - (c) empresas de pequeño y mediano tamaño, las cuales podrían ser calificadas como PYMES.

Es evidente que la evolución de los distintos modelos de “M&A” para el año 2008, liderados por inversores locales o del exterior, dependerá de cómo evolucionen ciertas variables claves de nuestra economía, que han sido objeto de evaluación permanente durante el año pasado, entre las que destacamos:

- (i) la evolución del índice de inflación;
- (ii) negociaciones salariales realizadas por cámaras empresariales en forma colectiva con sindicatos;
- (iii) creación de mecanismos para poder sobrellevar la crisis energética; y,
- (iv) acceso al financiamiento de mediano y largo plazo.

2. Las distintas fuentes de financiamiento empresario a través del mercado de capitales:

El año 2007 ha sido muy positivo en lo que se refiere al uso de distintos productos del mercado de capitales para posibilitar el acceso al financiamiento en beneficio de empresas de capital privado de nuestro país.

Al respecto, debemos destacar que un informe preparado por la Comisión Nacional de Valores (en adelante, la "CNV"), señaló que durante el período Enero/Noviembre 2007, las emisiones de obligaciones negociables, fideicomisos financieros y acciones (en este último caso, vía apertura del capital social) representaron un incremento equivalente al 76%, comparado con el mismo período correspondiente al año 2006 ⁽³⁾.

La mayor parte de estos nuevos financiamientos (exactamente un 91%) correspondieron a emisiones "genuinas", es decir no resultantes de procesos de reestructuración financiera, toda vez que como había sido ya anticipado en previos trabajos de este Suplemento, las complejas refinanciamientos de pasivos del sector privado Argentino han quedado casi totalmente concluidas.

Por otra parte, también debemos destacar el crecimiento por quinto año consecutivo del uso de fideicomisos financieros, el cual en la actualidad constituye la principal fuente alternativa de financiamiento, sustentado en el principio de "cash flow lending", como contrapartida del financiamiento tradicional o "corporate lending". ⁽⁴⁾

En un gran porcentaje las emisiones de valores negociables bajo fideicomisos financieros han correspondido a securitizaciones de carteras de créditos personales para el consumo.

Este análisis de la realidad en la generación de nuevos negocios fiduciarios, reafirma la tendencia por la cual un porcentaje sustancial –alrededor de la mitad- del financiamiento al consumo se realiza a través de "entidades no financieras", lo cual también puede verificarse con observar la composición del ranking de entidades fiduciantes en la estructuración de fideicomisos financieros en nuestro mercado, que se encuentra liderado por empresas cuyo principal negocio consiste en la venta financiada de bienes en el sector minorista de nuestra economía.

También debemos resaltar la utilización de otros activos subyacentes, que han sido elegibles para estructurar negocios fiduciarios, tales como: derechos creditorios originados bajo contratos de leasing; préstamos garantizados; títulos públicos; créditos

³ Dicha cifra fue extraída del Suplemento de Finanzas y Mercado de El Cronista, de fecha 6/12/2007, página 2.

⁴ Sobre un análisis detallado con relación a las principales características del uso del fideicomiso en el mercado Argentino, nos remitimos a nuestro trabajo "*Consideraciones jurídicas sobre la evolución del fideicomiso en nuestro mercado de capitales*", publicado en el Newsletter del Mercado de Capitales de la Fundación Capital, Año II, Número 5, páginas 5/11.

generados por una explotación agropecuaria; préstamos hipotecarios y prendarios; y, ventas financiadas a través del uso de tarjetas de crédito.

Finalmente, es importante tener en consideración que, de acuerdo a recientes informaciones periodísticas, existe en análisis un proyecto legislativo cuyo objetivo sería eliminar las exenciones impositivas que posee el fideicomiso financiero, en particular, la posibilidad que tienen los fiduciantes de deducir de la base imponible del Impuesto a las Ganancias los ingresos que los mismos perciben a través de sus tenencias en certificados de participación emitidos bajo fideicomisos financieros.

Al respecto, de sancionarse durante el año 2008 dicho proyecto, el cual tendería a evitar en forma genérica posibles escenarios de elusión tributaria, entendemos que afectaría de manera adversa el uso del fideicomiso financiero como herramienta eficiente para el financiamiento empresario. ⁽⁵⁾

3. El financiamiento de las PYMES desde el mercado local de capitales:

Para concluir este trabajo, no podemos dejar de tratar –en base a un análisis de su actual grado de evolución- el constante aumento del uso de distintos productos del mercado de capitales, específicamente diseñados para posibilitar el financiamiento de las PYMES Argentinas.

Recordemos sobre esta materia que existen disponibles para este tipo de compañías las siguientes alternativas de financiamiento en el ámbito de dicho mercado:

- (i) El lanzamiento de una oferta pública inicial de acciones (vía apertura del capital social), al amparo de un régimen legal de documentación e información específico. Es dable destacar que desde hace un año se encuentra operando en el ámbito de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires un “Panel Pyme”, en el cual si bien en la actualidad cotiza una sola empresa, es de esperar que durante el año 2008 se incremente el número de cotizantes;

⁵ Con el propósito de realizar mayores controles respecto a la utilización que las partes del negocio fiduciario realizan sobre los certificados de participación, en particular con respecto a su impacto impositivo, la CNV ha dictado recientemente la Resolución General 522, que prescribe la obligación de ofrecer al público en forma general los certificados de participación emitidos bajo fideicomisos financieros, debiendo los mismos contar con una calificación de riesgo.

- (ii) La estructuración de una “obligación negociable para PYMES”, la cual también posee un régimen especial de documentación e información. Teniendo en cuenta que el monto máximo que se podría emitir bajo dicho valor negociable asciende en la actualidad a 5 Millones de Pesos ⁽⁶⁾;
- (iii) La posibilidad de constituir un fideicomiso financiero bajo pautas tradicionales; y,
- (iv) La emisión de cheques de pago diferidos, los cuales son negociados secundariamente en el mercado de valores ⁽⁷⁾.

Adicionalmente, y en relación al uso de las alternativas de financiamiento referidas en los puntos (ii), (iii) y (iv), las PYMES cuentan con la posibilidad de obtener el fondeo necesario garantizado a través del aval otorgado por una Sociedad de Garantía Recíproca (en adelante, la “SGR”), el cual conferiría una serie de ventajas para aquellas PYMES usuarias de este mecanismo específico de garantía, que detallamos a continuación:

- (a) menores costos de endeudamiento, toda vez que el incumplimiento del deudor se reduce, al contar con la garantía conferida por una SGR;
- (b) beneficios de naturaleza tributaria específicamente reconocidos por el marco legal que gobierna a las SGR;
- (c) no se califica en forma directa el riesgo crediticio de la PYME que recurre a alguna de las alternativas de financiamiento garantizadas por una SGR, descriptas precedentemente; y,
- (d) las “contra-garantías” que debe otorgar la PYME para beneficio de la SGR, pueden también instrumentarse mediante activos intangibles.

Finalmente, bajo una reciente normativa reglamentaria dictada por la CNV, se posibilita el financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas mediante la estructuración de fideicomisos financieros, o bien alternativamente, fondos comunes de inversión cerrados, los cuales deberán contar con un plazo de amortización no inferior a los dos años, y los valores negociables a ser emitidos bajo alguno de dichos dos productos deberán ser adquiridos por “inversores calificados”, tal como dicha categoría es tipificada bajo las normas de la CNV. ⁽⁸⁾

Entendemos que la implementación de este nuevo marco normativo debería potenciar el acceso de nuevas PYMES a nuestro mercado de capitales durante el año 2008.

“Publicado en Infobae Profesional, 21 de Febrero de 2008”

⁶ No obstante que existe una iniciativa por parte de la propia CNV de aprobar –vía modificación reglamentaria- el aumento de hasta 15 Millones de Pesos como máximo a ser emitido bajo este tipo de valores negociables representativos de deuda.

⁷ Nos remitimos a nuestro trabajo “Nuevas estructuras legales para posibilitar el financiamiento de PYMES a través del mercado de capitales Argentino”, publicado en el Newsletter del Mercado de Capitales de la Fundación Capital, Año I, número 2, páginas 7/13, el cual analiza en detalle los aspectos de naturaleza jurídica tipificantes de cada uno de los productos referidos precedentemente.

⁸ Conforme a lo establecido por la Resolución General 519, dictada por la CNV, que regula esta alternativa de financiamiento para las micro, pequeñas y medianas empresas.

**Center for Business Research and Studies
Graduate School of Business
Universidad de Palermo**

Av. Madero 942, 8° piso
C1106ACV – Buenos Aires, Argentina
Tel. (5411) 5199-1399
www.palermo.edu/gsb

Director:

Daniel Seva
dseva@palermo.edu

Coordinador general de investigación:

Diego Gauna
dgauna@palermo.edu

Finanzas y economía:

Conrado Martínez
cmarti1@palermo.edu

Rubén Ramallo
rramal1@palermo.edu

Marketing:

Gabriel Krell
gkrell@palermo.edu

Management:

Patricio O' Gorman
pogorman@palermo.edu

