

Algunas reflexiones sobre la actualidad del mercado legal corporativo y financiero Argentino ^[1]

*Por Rodolfo G. Papa ^[2]
rodolfopapa@hotmail.com*

Ante el inicio del año 2007, entendemos que resultaría de interés para los lectores del Suplemento, formular una reseña de los principales temas legales de naturaleza corporativa y financiera que -a nuestro criterio- dominaran la agenda del mercado Argentino en lo que respecta a la generación de nuevos negocios.

De manera preliminar, debemos recordar que hace un año realizamos un trabajo de investigación –que fuera publicado en esta misma tribuna-, en el que destacamos las perspectivas y desafíos de nuestro mercado legal de negocios, y a cuyas conclusiones nos remitimos. ^[3]

En primer lugar, y en lo que respecta al segmento de las “M&A” ^[4], el recientemente concluido año 2006 se ha destacado por una recuperación en la realización de este tipo de operaciones, no solamente por un notable incremento en los montos transados bajo las mismas ^[5], sino fundamentalmente por el posicionamiento de nuevos modelos de negocios instrumentados –como principio general- mediante las transferencias de empresas en marcha organizadas jurídicamente bajo el paraguas del “vehículo corporativo”.

Entendemos que esta evolución cuantitativa en nuestro mercado de M&A debe ser necesariamente complementada con la descripción de ciertos nuevos escenarios alternativos bajo los cuales estas transacciones se estructuran actualmente en Argentina.

En este sentido, un análisis de la realidad en la generación de negocios nos conduciría a sostener la coexistencia de “M&A tradicionales”, segmento exclusivamente limitado a empresas líderes en distintos sectores de la producción y servicios de nuestra economía, junto con diversos modelos de “reestructuraciones corporativas sobre compañías privatizadas”, por una parte, y –por la otra- con la venta del control sobre pequeñas y medianas empresas, que -en la práctica- podrían ser calificadas como PYMES y cuya forma jurídica de organización se tipifica mayoritariamente como sociedades anónimas, o bien, como sociedades de responsabilidad limitada, según las particularidades del caso individual objeto de una proyectada operación. A continuación nos referiremos a estos dos nuevos escenarios.

Es importante destacar que una “reestructuración corporativa sobre una compañía privatizada”, siendo la propia privatizada la sociedad “target” de la transacción, incluye distintos modelos, los cuales han sido testeados exitosamente en nuestro mercado. ^[6]

Al respecto, podrían puntualizarse en forma genérica los siguientes casos. Por un lado, la transferencia del control sobre compañías privatizadas por parte de holdings multinacionales que inicialmente habían estado a cargo de la explotación y operación de dicho servicio público privatizado, a favor de grupos empresarios locales. Por otro lado, dentro de esta categoría también debemos resaltar ciertas operaciones por las que se instrumentó el ingreso a la estructura del capital social en otras compañías privatizadas de sus principales acreedores financieros –vía capitalización total o parcial de sus respectivas acreencias-.

La flexibilidad en el uso de esta nueva estructura legal condujo en otros casos a considerar la posible incorporación del propio Estado Argentino como accionista de una compañía privatizada, originada como consecuencia de la necesaria renegociación del contrato de concesión celebrado con esta última,

siendo importante puntualizar que la implementación de este modelo no derivaría en la re-estatización de la sociedad target.

Corresponde poner de resalto que la participación de los asesores legales que representen los intereses de cada una de las partes en una transacción con estas características: accionistas vendedores, el potencial comprador y los asesores financieros, respectivamente, resultará esencial para posibilitar su instrumentación de manera razonable.

Dicho protagonismo del asesor legal se exterioriza en la ejecución de una serie de actos correspondientes a cada una de las etapas por las que se desarrollan estos negocios, entre los que destacamos:

- (i) la redacción y/o revisión de toda la documentación aplicable a la transacción;
- (ii) la realización de una auditoría integral ("Due Diligence") sobre el estado de los activos y pasivos de la sociedad target, en combinación con la investigación que paralelamente debería realizar el auditor contable e impositivo;
- (iii) el análisis del impacto regulatorio de la proyectada transacción^[7]; y
- (iv) finalmente, como resultado de dichos relevamientos, la detección en forma pormenorizada de aquellas contingencias (pasivos ocultos/pasivos eventuales/litigios) que impacten adversamente en forma directa sobre la sociedad target, y cuya ocurrencia post-cierre afectaría la valuación económico-financiera del precio pagado por el comprador.

Una consideración adicional merece formularse respecto al otro nuevo modelo de M&A que impera en nuestro mercado, referido anteriormente, vinculado al cambio de control sobre pequeñas y medianas empresas tipificadas como PYMES.

Al respecto, estadísticas del sector privado han indicado que durante el año pasado, 7 de cada 10 transacciones de M&A realizadas en nuestro país, han tenido como target a este tipo de compañías, por lo cual, e independientemente del grado de complejidad de la propuesta operación, o bien, del tamaño de la propia sociedad target, según sea el caso, la actuación de los asesores legales seleccionados por cada una de las partes en este tipo de negocios corporativos a ser instrumentados, resulta también materialmente relevante para permitir su exitosa conclusión, y de ese modo contribuir al fortalecimiento de la seguridad jurídica en la negociación, celebración y ejecución de este tipo de transacciones.

En segundo lugar, y en lo que respecta a un análisis de las distintas fuentes de acceso al crédito para beneficio de nuestras compañías, debemos referirnos a la continua evolución y creciente utilización del fideicomiso financiero, el cual constituye en la actualidad la principal fuente de financiamiento empresario.

En este sentido, estadísticas del sector privado indican que durante el año 2006 se emitieron 7615 millones de Pesos en valores negociables bajo este tipo de productos, representando un aumento de un 49% respecto al total emitido durante el año 2005. Asimismo, dicha cifra total correspondiente al año 2006 englobó la constitución de 205 fideicomisos de tal naturaleza.

La estructuración de fideicomisos financieros durante el año 2006 se ha caracterizado por su gran diversidad en la elección de los activos fideicomitados subyacentes concentrados mayoritariamente en préstamos personales para el consumo minorista, derechos de cobro futuros, cobranzas a través de tarjetas de crédito, derechos creditorios originados bajo contratos de leasing, títulos públicos en poder de entidades financieras y créditos hipotecarios y prendarios.

Las nuevas emisiones de valores fiduciarios se han realizado con una progresiva extensión del duration de dichos valores negociables (títulos de deuda y/o certificados de participación en el activo fideicomitado).

Dentro de la sofisticación en el uso del fideicomiso financiero, debemos poner de resalto la reciente estructuración del primer fideicomiso “project finance” en nuestro mercado de capitales, bajo el cual se ha financiado el primer tramo de la expansión de los Gasoductos Norte y Sur de Argentina, operados por compañías privatizadas, incorporando 4,7 millones de metros cúbicos diarios a la capacidad instalada de transporte de gas.^[8]

Adicionalmente, el inicio de esta nueva generación de fideicomisos, exhibe un esquema de “asociación público-privada”, en atención a la participación que ha tenido el sector público tanto en su desarrollo como en la provisión indirecta de financiamiento.

En lo que respecta a la estructura legal a nivel “macro” de este tipo específico de vehículo fiduciario, se han asumido las siguientes posiciones jurídicas:

Fiduciante: son las propias compañías licenciatarias del servicio público del transporte de gas, las cuales han transferido la propiedad fiduciaria de ciertos activos afectados en forma exclusiva al desarrollo y conclusión de cada proyecto. Adicionalmente y de manera conjunta, las licenciatarias ejercen las siguientes funciones: (i) responsables de la operación y mantenimiento de cada proyecto; (ii) tener a su cargo el gerenciamiento del proyecto, actuando en tal carácter no a título personal, sino por cuenta y orden del Fiduciario;

Fiduciario Financiero: es la entidad designada para actuar como tal bajo cada uno de dichos proyectos. En el ejercicio de sus funciones como fiduciario, dicha entidad no actuará a título personal, sino en representación de cada fideicomiso financiero de gas.

Esencialmente, el fiduciario financiero se obliga a: (i) ejercer la propiedad fiduciaria del conjunto de activos fideicomitados afectados al desarrollo del proyecto de infraestructura, durante la vida del fideicomiso; y, (ii) emitir –bajo el fideicomiso financiero de gas- los valores negociables representativos de deuda colocados bajo el régimen de oferta pública en nuestro mercado de capitales;

Beneficiarios: (i) los proveedores, contratistas, así como todos aquellos sujetos que presten servicios y/o bienes a favor del fideicomiso; (ii) líneas especiales de crédito otorgadas; y, (iii) al momento en que se realice la oferta pública de los valores negociables emitidos bajo cada fideicomiso financiero de gas, serán beneficiarios los inversores particulares/institucionales que adquieran los mismos;

Fideicomisario: será el propio fiduciante, como destinatario final de la obra, una vez que se cancele el financiamiento obtenido, adquiriendo en consecuencia la titularidad plena de la misma, como resultado de la extinción del fideicomiso; y

Organizador del Programa: la Secretaría de Energía de la Nación.

Bajo esta nueva estructura se ha transferido al fideicomiso financiero de gas así constituido, la propiedad fiduciaria de los siguientes activos:

(i) cargos tarifarios específicos a ser cobrados a todos o parte de los destinatarios de la obra;

Debemos tener en consideración sobre este tema, la reciente sanción de la ley de “cargos específicos” que autorizó la creación de este tipo de recursos financieros para posibilitar la financiación de estas obras en el sector energético^[9];

(ii) líneas de créditos otorgados por entidades financieras locales y/o internacionales; y,

(iii) el producido de la colocación entre el público inversor de los valores negociables emitidos bajo el fideicomiso financiero de gas.

Corresponde reiterar que el fiduciario financiero de cada proyecto, exclusivamente responderá con el patrimonio fideicomitado con respecto al pago de los servicios correspondientes a las compañías licenciatarias como gerencadoras del proyecto, y al de los contratistas y proveedores bajo los contratos de locación de obras y servicios y de suministros que fueron ejecutados a tales fines, y a las demás obligaciones de naturaleza financiera asumidas con motivo de la ejecución del fideicomiso financiero de gas.

Finalmente, este nuevo producto desarrollado por el mercado de capitales Argentino se distingue por constituir el primer “caso testigo” bajo el cual las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (“AFJP”), financian el desarrollo de un proyecto de nuestra economía real.

El cuarto año consecutivo de crecimiento sostenido del Producto Bruto Interno Argentino –a una tasa promedio de un 9% anual- ha sentado las bases respecto al regreso del “mercado de deuda tradicional”, para de ese modo posibilitar el financiamiento de la expansión de las actividades de las grandes empresas locales a través de la toma de “deuda nueva”, sea mediante el sistema bancario local o internacional, o bien vía el mercado de capitales, a través de la emisión de obligaciones negociables.

Existen, en este sentido, nuevas características que tipifican a esta “deuda nueva” contraída por el sector privado Argentino, que se diferencian sustancialmente del mercado de deuda que rigió hasta la caída del sistema de la convertibilidad.

Al respecto, debe puntualizarse la emisión de nuevos endeudamientos en una proporción relevante en moneda local, con el propósito de evitar el descalce entre los ingresos del deudor Argentino y la moneda “dura” eventualmente elegida para el repago de la deuda contraída, y por otro lado, el diseño de posibles mecanismos que permitan su indexación/actualización -esencialmente en empréstitos de mediano y largo plazo-, teniendo en consideración que como principio general bajo la legislación Argentina rige –en la actualidad- la prohibición de establecer este tipo de ajustes entre partes privadas ^[10].

Asimismo, durante el año 2006, los complejos procesos de reestructuraciones financieras de la deuda privada Argentina han quedado casi totalmente concluidos ^[11]. Dichos procesos también han introducido novedosas estructuras legales para proceder a su instrumentación, tales como:

- (i) capitalización de deudas;
- (ii) reemplazo de inversores estratégicos por acreedores en su estructura de capital, esencialmente en el caso de compañías privatizadas;
- (iii) sustitución de acreedores financieros por nuevos acreedores con estrategias especulativas;
- (iv) estructuración de canjes de deuda mediante un proceso de sustitución de deuda vieja por deuda nueva a través del mercado de capitales, ofreciendo a los acreedores un menú de opciones elegibles, consistente en diferentes bonos a ser emitidos por el deudor con términos y condiciones particulares en lo referido a su tasa de interés, conversión a equity, moneda, plazo de amortización; y,
- (v) la posible combinación de alguna de las opciones descriptas precedentemente en conjunto con la instrumentación de un acuerdo preventivo extrajudicial (APE), como alternativa a los tradicionales sistemas concursales para enfrentar la insolvencia (concurso preventivo y quiebra) ^[12].

En lo concerniente a la generación de nuevos negocios en el mercado local de capitales como otra fuente del financiamiento empresarial, luego de 6 años de ausencia, se ha procedido recientemente a

completar una oferta pública inicial de acciones de una compañía bajo standards tradicionales, y se proyectan similares procesos de apertura de capital por parte de compañías privatizadas.

Debemos también explicitar la potenciación de ciertos productos del mercado de capitales disponibles para el financiamiento de las PYMES, teniendo en consideración la incidencia que este tipo de compañías ejerce en lo referido a la generación de empleo y crecimiento económico de nuestro país.

Al respecto, la práctica del mercado en conjunción con su respectivo marco regulatorio ha desarrollado los siguientes tres productos ya testeados exitosamente durante el año 2006:

(i) la estructuración de una “oferta pública inicial” de acciones o bonos, específicamente diseñados para PYMES ^[13];

(ii) la constitución de un fideicomiso financiero; y,

(iii) la emisión por parte de las PYMES de cheques de pago diferido avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), los cuales son negociados secundariamente en el mercado de capitales, que actúan como otra atractiva alternativa de financiamiento para estas compañías por el menor costo de endeudamiento y los beneficios tributarios generados por este esquema especial de garantía de las obligaciones asumidas por PYMES ante terceros ^{[14][15]}.

En síntesis, entendemos que un mantenimiento del actual contexto de la macro-economía Argentina caracterizado por un superávit fiscal primario, un superávit comercial, una disminución de la tasa de desempleo, incluyendo un incremento sostenido en los índices del consumo e inversión pública y privada, conducirían al desarrollo de nuevos negocios corporativos y financieros durante el año 2007, con características sustancialmente similares a los descriptos en este trabajo.

[1] La información incluida en este trabajo se sustenta en un análisis exclusivamente académico –y a título personal- basado en la interpretación de noticias materialmente relevantes de naturaleza pública relacionadas con nuestro mercado de negocios corporativos y financieros, y en consecuencia, no constituye ni debe interpretarse como una opinión legal sobre los temas aquí analizados.

[2] Abogado (UBA. Graduado con Diploma de Honor). Master of Laws (Universidad de Warwick. Inglaterra). En el sector público se desempeñó como regulador del mercado de capitales, integrando la Comisión Nacional de Valores, mientras que en el sector privado trabajó activamente ocupando distintas posiciones en firmas legales, consultoras financieras y en la banca de inversión. También adquirió experiencia profesional trabajando en el distrito financiero de la ciudad de Londres (Inglaterra).

Profesor Titular a cargo del curso “Principios de Derecho Empresario” del MBA de la Universidad de Palermo (Graduate School of Business).

[3] Al respecto, sugerimos a los interesados consultar nuestro trabajo “Algunas reflexiones sobre las perspectivas y desafíos del mercado legal corporativo y financiero Argentino”. Publicado en el

Suplemento de Derecho Económico de EL DIAL, del mes de Abril del año 2006. Entendemos que los términos de dicha investigación –y en particular sus conclusiones- conservan plena vigencia en la actualidad.

[4] Bajo el presente trabajo, se entenderá por “M&A” a todas aquellas operaciones por las cuales se transfiere -de manera indirecta- el control o una participación accionaria relevante sobre negocios en marcha organizados jurídicamente como un vehículo corporativo.

[5] Es dable destacar que durante el año 2006, de conformidad a estadísticas no oficiales, se realizaron operaciones de M&A en nuestro mercado por un monto total de US\$ 7000 millones, reflejando dicha cifra un incremento del 50% respecto al monto total transado dentro de esta categoría de negocios durante el año 2005.

[6] Sobre un análisis de la realidad en la generación de este tipo de negocios en nuestro mercado, nos remitimos a nuestro trabajo: “Nuevos escenarios para la estructuración de negocios corporativos”, publicado en El Cronista (sección tribuna), de fecha 24/01/2007.

[7] Esencialmente en este punto, el asesor legal debería determinar: (a) si la proyectada transacción se subsume como un “evento de concentración económica” bajo los términos de la Ley de Defensa de la Competencia (Conf. Artículo 8, ley 25156), y por ende, de ser afirmativa la respuesta, quedará sujeta a la previa aprobación por parte de la autoridad competente en la materia; y, (b) la obtención de otras aprobaciones gubernamentales de la transacción proyectada, de la autoridad reguladora específica de las actividades de la compañía “target” de la transacción.

[8] Respecto al análisis de la estructura legal del fideicomiso financiero de gas en nuestro mercado, nos remitimos a nuestro trabajo: “Un nuevo producto desarrollado por el mercado de capitales Argentino: el fideicomiso project finance”, publicado en el Newsletter del mercado de capitales de la Fundación Capital, Año I, número 3 (Octubre 2006).

[9] La referida ley 26095, incluye entre sus disposiciones, los siguientes principios esenciales: (i) autorizó la creación de “cargos específicos” para el desarrollo de obras de infraestructura energética que atiendan la expansión de los sistemas de generación, transporte y/o distribución de los servicios de gas natural, gas licuado y/o electricidad, (ii) dichos cargos se aplicarán al desarrollo de las obras mencionadas anteriormente como aporte a los fondos del fideicomiso constituido o a constituirse, (iii) dichos cargos tarifarios no constituirán ni se computarán como base imponible de ningún tributo de origen nacional, con excepción del Impuesto al Valor Agregado (I.V.A), (iv) faculta al Poder Ejecutivo a fijar el valor de los cargos específicos; y, (v) los cargos específicos se mantendrán vigentes hasta que se verifique el pago en forma íntegra de los valores negociables emitidos bajo el fideicomiso constituido o que se constituya.

[10] Ante el estado actual de evolución del Derecho Argentino, tanto el Estado Nacional como las entidades bancarias se encuentran –de manera exclusiva y bajo ciertas circunstancias- exentas de aplicar dicha prohibición en establecer mecanismos de actualización/indexación.

Recordemos sobre el particular que la Ley de Emergencia Económica, sancionada a comienzos del año 2002, si bien derogatoria de gran parte de las disposiciones de la Ley de Convertibilidad, mantuvo la vigencia de la prohibición de establecer mecanismos de indexación/actualización en obligaciones de naturaleza patrimonial entre partes privadas, que había sido dispuesta por esta última.

[11] En la actualidad, y sobre un monto total aproximado de U\$S 35000 millones de endeudamiento externo contraído por el sector privado Argentino hasta el año 2001, han quedado en situación de default aproximadamente un 5% sobre el total de dicho monto. Este porcentaje representaría aquellos pasivos empresarios cuyos procesos de reestructuración no han sido concluidos al presente.

[12] Es dable señalar que la evolución jurisprudencial en el tratamiento del APE podría conducir a ciertos ajustes legislativos en la regulación de este novedoso instituto en el Derecho Argentino. Adicionalmente, el APE no ha sido admitido jurisprudencialmente como un instrumento idóneo para ser utilizado por entidades bancarias.

[13] Recientemente se ha instrumentado la primer apertura de capital de una PYME en el mercado de capitales Argentino, originando de esa forma la creación de un panel PYMES en el ámbito de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Existen al menos otras dos PYMES que estarían lanzando en breve su apertura de capital en nuestro mercado.

[14] A su vez la SGR, vehículo de naturaleza corporativa en el cual la PYME cuyas obligaciones son garantizadas por dicha SGR debe incorporarse previamente como socio partícipe de la misma, también podría garantizar el cumplimiento de otras obligaciones asumidas por una PYME ante terceros en el mercado de capitales, ya sea mediante la emisión de una “obligación negociable para PYMES”, o bien, respecto a las obligaciones asumidas por una PYME ante un fideicomiso financiero, en caso de estructurarse este último producto.

[15] Para un más detallado análisis de las alternativas de financiamiento para PYMES a través del uso de una SGR desde el mercado de capitales, nos remitimos a nuestro trabajo: “Una nueva alternativa de financiamiento para PYMES a través de su participación en una Sociedad de Garantía Recíproca”. Publicado en el Suplemento de Derecho Económico de El Dial, del mes de Mayo del año 2006.

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

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

Director:

Daniel Seva
dseva@palermo.edu

Coordinadores de investigación:**Finanzas y economía:**

Conrado Martínez
cmarti1@palermo.edu

Rubén Ramallo
rramal@palermo.edu

Marketing:

Diego Regueiro
dregue@palermo.edu

Management:

Guillermo Edelberg
gedelb@palermo.edu

Recursos Humanos:

Emilia Montero
emonte@palermo.edu

Guillermo Occhipinti
gocchi@palermo.edu