

**LA LIBERTAD DE CREACIÓN DE TÍTULOS VALORES EN
EL MARCO DE SU OFERTA PÚBLICA COMO IMPORTANTE
FUENTE DE FINANCIACIÓN PARA LAS PYMES.
LA FINANCIACIÓN BURSÁTIL CON CAPITAL PROPIO**

Daniel Vergara del Carril

SUMARIO:

Esta ponencia describe la evolución legal de los denominados títulos valores y los positivos efectos del principio de libertad de creación de dichos títulos dedicados a la oferta pública adoptado por el artículo 1820 del Código Civil y Comercial. Se describe luego el importante campo abierto de financiación de pymes en la oferta pública bursátil con intereses menores a los que regularmente se pagan en otras áreas financieras, destacando el notable incremento de operaciones en el Mercado Argentino de Valores (MAV) que funciona en Rosario. Finalmente, se aborda la escasa utilización de los títulos de deuda convertibles en acciones que obran como cuasi capital y se propugna un necesario incremento en la oferta pública y cotización de acciones, muy disminuida en nuestro país, a pesar de los sorprendentes beneficios que ha otorgado a los inversores en renta variable, no solo aquí, sino en el resto del mundo.



El Código Civil y Comercial (CCC) dedica la primera sección del capítulo 6 del título V a regular con carácter general las características y la categorización de los títulos valores. El antiguo Código de Comercio carecía de un contenido específico de regulación genérica de estos títulos, si bien regulaba específicamente algunos, como ocurría con los denominados títulos cambiarios, vales, pagarés, cheques y papeles de comercio al portador. A partir del año 1963 fueron sancionadas normas específicas sobre letra de cambio y pagaré (decreto ley 5965/63) y cheque (decreto ley 4776/ 63), ambos ratificados por leyes posteriores que se incorporaron como normas complementarias de dicho código. Lo mismo ocurrió con títulos valores de deuda causales como las obligaciones negociables en

la ley 23.576, mientras que las acciones como título valor de renta variable, ya contempladas en el antiguo Código de Comercio, tuvieron su entonces nuevo respaldo normativo en la ley de sociedades 19.550.

La denominación legal de títulos valores es la que terminó prevaleciendo sobre otras que utilizaba la doctrina, por ejemplo la de títulos de crédito o títulos circulatorios. Ello ocurrió a partir de la sanción de la ley 17.811 en 1968, conocida precisamente como ley de oferta pública de títulos valores. Su artículo 17 dice que pueden ser objeto de oferta pública los títulos valores emitidos en masa que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase, se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo.

Dicha denominación vuelve a aparecer en el decreto delegado 677/ 2.001, cuyo art. 2 establece que se entenderá por valores negociables a los “títulos valores” mencionados en el art. 17 de la ley 17.811. La denominación comprendía a aquellos títulos destinados a ser ofertados públicamente a través de su cotización bursátil, pero terminó siendo aplicada a otras variantes de títulos valores de circulación privada. El tratamiento genérico de los títulos valores en el CCC comprende genéricamente a todos los que encuadren en tal denominación, sean abstractos o causales, emitidos por personas físicas o jurídicas y coticen o no en Bolsa.

Nos concentramos específicamente en el artículo 1820 del CCC que consagra la libertad de que cualquier persona pueda crear y emitir títulos valores en los tipos y condiciones que elija. Queda incurso en esa libertad, entre otras, la denominación del título, su circulación con arreglo a las leyes generales, plazos, rescates y eventual conversión, con advertencia de que sus derechos deben expresarse con claridad para no ser confundidos con títulos valores ya previstos en la legislación vigente.

El art. 3 del mencionado decreto 677/2.001 ya había consagrado el principio de libertad de creación mediante el cual cualquier persona jurídica podía crear para su circulación valores negociables emitidos y agrupados en serie para su negociación en mercados de valores, siempre que no se confundieran con valores previstos específicamente por la legislación vigente. Conforme a lo dispuesto en el segundo párrafo del art. 1820, la inclusión de esta libertad de creación en el CCC se extiende a la emisión de títulos valores abstractos destinados a su oferta pública con cumplimiento de la legislación específica, que esencialmente se encuentra plasmada en la ley de mercado de capitales 26.831 y su modificatoria, ley 27.440, como así también en la normativa de la Comisión Nacional de Valores. Es así como el CCC ha venido a respaldar y elevar el marco normativo del principio de libertad de creación, agregando que también pueden pedir autorización de oferta pública de títulos valores no legislados los emisores que

sean entidades financieras, de seguros o fiduciarios financieros registrados ante el organismo de contralor de los mercados de valores negociables.

Esta aplicación del principio de libertad de creación, que naturalmente deberá contar con la autorización de los respectivos órganos de control, ha permitido el ingreso a la oferta pública de una variante de títulos de crédito abstractos y causales que en buena e impensada medida, específicamente abastecen la financiación de las pymes. Entre los instrumentos activos podemos mencionar el cheque de pago diferido, el pagaré bursátil en pesos o en dólares, valores de corto plazo, acciones y obligaciones negociables para pymes con o sin garantía y también instrumentos emitidos por fideicomisos financieros. Recientemente se ha legitimado para transacciones bursátiles a la factura de crédito que aún requiere de cierta regulación para tener vigencia en el mercado de valores negociables.

Cabe apuntar que el mercado para algunos de estos instrumentos se ha tornado sólido y fluido merced a la existencia de avales otorgados por las sociedades de garantía recíproca que han funcionado muy eficientemente o por el respaldo que representa el libramiento o endoso de estos títulos valores (cheques, facturas o pagarés) por sociedades emisoras sólidas para ser entregados en pago diferido a sus proveedores, que en su mayoría resultan pymes. Es así como desde hace un tiempo las pymes han logrado financiarse en ámbitos bursátiles a tasas menores que las que rigen en el sector bancario como lo revela el importante movimiento desarrollado en esta materia por el Mercado Argentino de Valores (MAV) que funciona con sede en Rosario y que canaliza un muy destacable grado de financiación de pymes del interior del país.

En el mes de mayo pasado las pymes se financiaron en el mercado de capitales del MAV por un monto total de alrededor de 11.010 millones de pesos, de los cuales 9.645 millones correspondieron a cheques de pago diferido con un crecimiento interanual del 276%, mientras que los pagarés avalados en dólares que debutaron en el curso de este año superaron el monto de 31 millones de dólares, comparado con los 14 millones de dólares operados en el mes de abril. Las tasas de interés para los cheques de pago diferido avalados por sociedades de garantía recíproca fueron sensiblemente menores que las obtenidas en otros ámbitos.

Frente a este alentador panorama, cabe lamentar que el progreso experimentado en la financiación a través de la disponibilidad y expansión de títulos valores crediticios, incluidas las obligaciones negociables, para ser negociados en el mercado bursátil, no sea igualmente relevante en el marco de la emisión de acciones a ser destinadas a oferta pública y cotización, que constituye la financiación más sólida y menos comprometida para las sociedades emisoras y podría resultar la más rentadora para los inversores aportantes.

La realidad demuestra que en el mediano y largo plazo, la inversión en capital accionario e incluso la efectuada en títulos de deuda convertibles en acciones,

puede rendir bastante más al inversor en comparación con la renta fija y aún con la compra de moneda extranjera. En nuestro país se ha hecho poco uso de las obligaciones negociables convertibles en acciones que representan un cuasi capital. Hubo una muy buena experiencia cuando en plena crisis del año 2.002, Acindar, una sociedad cotizante en Bolsa de la provincia de Santa Fe, lanzó una emisión de obligaciones negociables convertibles en un momento en que sus acciones cotizaban debajo de la par. Tres años después los tenedores de esos títulos que habían cobrado las rentas estipuladas en las condiciones de emisión pudieron convertirlos en acciones que cotizaban en Bolsa diez veces por arriba del precio de la época de emisión de las obligaciones convertibles.

Las sociedades emisoras de capital se fortalecen con el significativo respaldo que representa el aumento de capital propio que baja la relación deuda/capital, lo que de otro lado torna elegibles sus acciones para los portafolios de los fondos de inversión e incluso para abrir el capital en mercados del exterior. Un reciente artículo en la sección Economía del diario La Nación del 9 de junio de 2019 revela en una evolución de variables de inversión en el largo plazo desde el crítico mes de febrero de 2.002, como evolucionaron las variables de inflación y rendimiento de inversiones desde entonces hasta mayo de 2.019. La inflación promedio de precios alcanzó el 2.821%, un depósito en plazo fijo renovable rindió el 1.241%, un ahorro a través de la compra de dólares hubiera rendido el 2.124% y, finalmente, una inversión en el mercado de acciones representativo del índice líder del mercado de valores bursátil rindió un 10.353%. Como ya muy bien lo describía Carlos Alberto Olivieri en su libro “Cuánto vale una empresa”, Editorial La Ley, 2005, pág. 9 y siguientes, esta notable evolución de rendimientos de las acciones ya se ha dado en otros países, especialmente en Estados Unidos.

Nuestro país padece de un prolongado letargo de inversiones de capital. Los proyectos pendientes para movilizar sus posibilidades en ámbitos como los sectores energéticos, agropecuarios, mineros, materiales de construcción, servicios públicos, energía eólica y medios de transporte y comunicación no pueden financiarse solo con deuda. Necesitan de capital accionario. En el país se han generado importantes empresas de desarrollo tecnológico que han batido records de colocación de acciones, pero solo en mercados internacionales, a pesar de que la normativa de nuestro país en materia de oferta pública de acciones y gobierno corporativo es tan avanzada como la de esos mercados. Aspiremos a remover las trabas para que resulte elegible.