

LOS VALORES DE CORTO PLAZO. COMENTARIOS A LA RESOLUCIÓN GENERAL 462/2004 DE COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

**TOMÁS CAPDEVILA,
MARÍA NOEL CLAUDIANI
DOLORES GUZMÁN**

1) INTRODUCCIÓN

El proceso de desregulación del Mercado de Capitales en la Argentina se ha asentado, básicamente, en la eliminación de las restricciones para emitir títulos causales atípicos, la flexibilización de las normas reglamentarias correspondientes a la oferta pública de títulos valores, y la creación de nuevos instrumentos financieros.

La Resolución General 462 (RG 462), emitida por la Comisión Nacional de Valores (CNV) el día 23 de abril de 2004, compone otro mojón de relevancia en el sendero antes resaltado. Aún más, ella denota un firme designio del órgano de regulación en los mercados de capitales nacionales acerca del fomento del acceso de las Pequeñas y

Medianas Empresas a fuentes genuinas de financiamiento externo.

Ya a través del Decreto 1087/93, se establecieron excepciones para facilitar el acceso al Régimen de Obligaciones Negociables (O.N.), en el caso en que el sujeto emisor estuviese abarcado dentro del concepto de PyME.

2) ANÁLISIS DE LA RESOLUCIÓN GENERAL 462

a) Los Instrumentos Financieros de Corto Plazo.

Tanto en los mercados de dinero como en los mercados de capitales, se ofrecen y demandan activos financieros de corto plazo.

La esencia de estos instrumentos viene aplicada a la cobertura de requerimientos temporarias de las compañías.

Entre otros, es dable tomar como especies de este género a las Obligaciones Negociables, Valores Representativos de Deuda, Pagars Seriados, amortizables a Corto Plazo.

Tratase de instrumentos dotados generalmente de elevada liquidez y bajo riesgo.

Generalmente, estos activos representan medios de financiamiento que posibilitan a las sociedades la obtención de fondos que aplicarán a la dinámica empresaria, debido a necesidades de cobertura de sus actividades.

El fin de estas modalidades de financiamiento se aprecia como esencialmente contingente.

En verdad, la emisión de esta clase de papeles de deuda subviene necesidades de carácter coyuntural de la sociedades, por lo que los fondos tomados de los inversores calificados que suscriben la emisión se emplean, inmediatamente, al fin tenido en cuenta por la sociedad emisora.

La esencia de los Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo (VCP) se enmarca dentro del género de **valor negociable**.

La evolución de la desmaterialización, atipicidad y expansión de los instrumentos financieros emitidos por las sociedades en los mercados de capitales ha exigido del legislador un esfuerzo de adaptación a la realidad de la economía.

Así, el Decreto 677/2001 tuvo como **Valores Negociables** a

cualquier especie de título o instrumento emitido por las sociedades, respaldado por activos subyacentes que consolidaran no sólo su valor sino su homogeneidad e idoneidad para circular seriada y generalizadamente¹.

Esos activos subyacentes otorgarán certeza a los inversores acerca de la posibilidad de cobertura de los títulos por parte de la sociedad emisora y evitarán los costos de transacción, información y agencia que requeriría un negocio individual de financiamiento.

b) La Esencia de los Instrumentos Financieros Regulados por la RG 462.

Los Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo han de emitirse bajo programas globales, con plazo de amortización de cada serie menor a 365 días.

Según la tendencia manifestada en los mercados internacionales, la RG 462 cataloga a los VCP como pagarés seriados, valores representativos de deuda de corto plazo u obligaciones negociables.

Se infiere con claridad la intención de CNV, encaminada a excluir a las Obligaciones Negociables (ON) de las especies susceptibles de ser consideradas títulos de deuda a corto plazo.

Empero, al igual que los VCP las ON constituyen un título valor representativo de una deuda financiera por parte de la sociedad emisora.

Ambas especies de instrumentos financieros conforman sustancialmente valores negociables, susceptibles de cotización y negociación en el Mercado de Valores.

En ese sentido, podría deducirse cierta identidad entre las ON

¹ Art. 2º Se entenderá por Valores negociables: A los "títulos valores" mencionados en el artículo 17 de la Ley N° 17.811 y sus modificatorias, emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, a los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, a las acciones, a las cuotas partes de fondos comunes de inversión, a los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, a 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. Son aplicables a los valores negociables todas las disposiciones de la Ley N° 17.811 y sus modificaciones relativas a los títulos valores.

de corto plazo y esta novedosa categoría de instrumentos financieros.

La diferencia específica entre los VCP y las ON, además de la limitación de sus plazos de amortización a 365 días, viene dada por la exigencia de presentación de prospecto con información básica del emisor y por la reducida documentación que deben presentar ante la CNV la entidad emisora de VCP.

Otra de las notas de distinción entre ambos consiste en la restricción de los sujetos autorizados para la suscripción de la emisión de VCP.

El artículo 1º de RG 462 dirige la emisión a inversores calificados.

Así, se requeriría que CNV, al autorizar la emisión de VCP, se pronuncie sobre los inversores susceptibles de tomar la emisión. Debería considerarse que serán inversores institucionales, previamente sujetos a calificación por parte de CNV.

La RG 462 deja irresuelta la eventualidad de renovación del plazo de amortización.

Si bien los VCP se connotan por la exigencia de financiamiento coyuntura, ello no obsta a que la compañía decida un roll-over de la emisión, con el fin de solventar un nuevo requerimiento de financiación o ante la conveniencia financiera de prorrogar los términos de cobertura de la deuda.

En cualquier evento, se necesitará de una autorización expresa de CNV y de la entidad autorregulada que aprueba la emisión.

Tampoco se deduce un pronunciamiento del regulador respecto a la posibilidad de Conversión de los VCP en derechos de participación societaria de las compañías autorizadas a su emisión.

He aquí uno de los rasgos tipificantes de sus diferencias sustantivas con las ON, títulos que legitiman no sólo su conversión sino también la limitación del derecho de suscripción preferente.

No obstante, la potestad de conversión de estos títulos podría fundarse en el artículo 84 del decreto 2284/91 de Desregulación Económica, en su Capítulo V, atinente al Mercado de Capitales².

² Art. 84. — Los derechos de suscripción preferente y de acrecer respecto de emisiones de títulos valores, establecidos en los Artículos 194, 197 y concordantes de la Ley Nº 19.550 y sus modificatorias, serán de aplicación a las sociedades que hagan oferta pública de aquéllos

En ese sentido, se fomentaría la iniciativa tanto de la entidad emisora como de los inversores, dejando de restringirse expectativas sobre resultados beneficiosos a sus intereses; si se trata de una sociedad con potencial de financiamiento y gestión operativa eficiente. En verdad, puede ser echada a mano la pauta de conducta contenida en el art. 1071 del C.C., en tanto el uso de instrumentos y ejercicio de técnicas lícitas no constituye como ilícito ningún acto.

La RG 462 ordena a las SRL que emitan VCP la previa obtención de una fianza prestada en forma expresa por una sociedad de garantía recíproca u otras modalidades de garantía previstas en la ley 25.300, como pagador principal y solidario, comprendiendo el monto afianzado la totalidad del capital con más sus intereses y acrecidos, además de resultar necesario que los mismos cuenten con autorización de cotización o negociación por parte de una entidad autorregulada.

El fin afirmado estriba en el refuerzo de la garantía que los activos subyacentes exteriorizan a los inversores que suscriben la emisión.

No se ha indicado la forma de emisión que deberían asumir los títulos valores de las S.R.L., en detrimento de lo mandado para las sociedades por Acciones, Cooperativas y sucursales de sociedades por Acciones.

A raíz de la esencia de las cuotas sociales, se supone que habría de ajustarse al régimen de esos instrumentos de participación societaria.

Cualquiera de las sociedades autorizadas a emitir VCP podrían llevar adelante el negocio en divisas extranjeras.

c) Régimen Impositivo aplicable a los VCP.

Estos instrumentos financieros no poseen un tratamiento impositivo preferencial como sucede con las obligaciones negociables colocadas en la oferta pública.

Por lo tanto al optar por financiarse a través de la emisión de pagarés seriados o VCP el tratamiento fiscal sería el siguiente:

(i) Impuesto a las Ganancias: se gravaría La ganancia emer-

en los plazos, modalidades y formas que fije la COMISION NACIONAL DE VALORES, la cual podrá, inclusive suspender su aplicabilidad. Las sociedades en cuestión podrán limitar o suspender dichos derechos según lo reglamente la COMISION NACIONAL DE VALORES.

gente del interés o del descuento del título.

El resultado emergente de la compraventa no es sujeto a impuesto en relación a las personas físicas; en el caso de sociedades la ganancia estaría alcanzada con una alícuota del 35%.

(ii) Impuesto al Valor Agregado: El resultado emergente de la compraventa de pagarés o VCP está exenta del gravamen.

La exención carece de vigencia si los títulos se colocan con descuentos de emisión. El descuento compone la base imponible.

3) CONCLUSIONES

Los VCP son instrumentos idóneos para el fomento de los mercados de capitales en la Argentina.

Su utilización expandida a tipos sociales que han carecido de acceso al financiamiento de parte de inversores públicos, institucionales y calificados permitirá mejorar la composición, consistencia y calidad de los activos societarios y habilitará una mejor operación de los negocios inherentes al objeto social.