

LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES PYMES. UNA POSIBILIDAD DE FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA, NO SIEMPRE CONOCIDA, NI BIEN ANALIZADA EN SUS VENTAJAS Y GARANTIAS

Marcelo A. Camerini

Sumario

La presente ponencia describe el nacimiento y desarrollo de un instituto jurídico creado por el legislador para financiar a la empresa, mediante la emisión de valores negociables que puede ser colocador por oferta pública, con la cual la emisora se sujeta al dicho régimen legal, o por oferta privada. Sin embargo, el desarrollo que tuvo el instituto de las obligaciones negociables en nuestro mercado de capitales, hizo que la autoridad de aplicación, esto es la Comisión Nacional de Valores, junto con el Ministerio de Economía de la Nación, establecieran reglamentaciones para que la pequeñas y medianas empresas, también pudieran acceder al beneficio de financiarse a través del mercado de capitales emitiendo obligaciones negociables para Pymes. En el desarrollo de esta ponencia se precisa el marco legal y procedimental que deben recorrer la Pymes para poder emitir obligaciones negociables bajo el régimen simplificado que les fue estatuido. Desde ya dejo como propuesta la de incentivar su utilización como medio de financiamiento de la Pyme, para lo cual es fundamental su difusión.

I. Breves antecedentes

Los mercados de capitales, como vasos comunicantes entre la empresa y el inversor -o ahorrador- tienen la necesidad constante de crear instrumentos negociables, que permitan brindar al inversor una adecuada oferta de productos de inversión, para que éste seleccione cuál se adecua más a su conveniencia o necesidad

y de esa forma alcanzar un mejor sistema de financiamiento de la empresa ⁽¹⁾.

Así las cosas, en 1983, Alpargatas S.A. presentó a la Comisión Nacional de Valores ("CNV"), una consulta para hacer oferta pública de un valor negociable de deuda ⁽²⁾. Luego vinieron otros antecedentes, como regulaciones de la CNV orientadas en el sentido de generar un marco jurídico vía reglamentación pretoriana ⁽³⁾ y también algunas reglamentaciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ("BCBA") ⁽⁴⁾ en el mismo sentido, a los efectos de permitir la oferta pública y negociación de valores negociables de deudas -distintos que el debenture-. La luz se hizo el 29/6/1988, cuando fue sancionada la ley 23.576 ⁽⁵⁾ ⁽⁶⁾.

Posteriormente, el 4/7/1991 se sancionó la ley 23.962, la cual produjo una reforma integral a la ley 23.576 y se modificó el art. 95 de la ley del impuesto a las ganancias, como forma de darle beneficios impositivos a las emisiones de obligaciones negociables dentro del régimen de oferta pública.

(1) Ante la necesidad de ampliar los conceptos de esta ponencia, comunicarse con el autor a mcamerini@tccabogados.com-ar

(2) Sobre dicha consulta, la CNV se expidió señalando que no existían impedimentos legales para la emisión, reservándose la CNV en el ejercicio del control de legalidad, realizar las observaciones pertinentes y crear las reglamentaciones necesarias.

(3) En diciembre de 1983, la CNV dictó la Res. Gral. Nº 85, la cual constituye la primer reglamentación en la materia -previa a la sanción de la ley 23.576- por la cual consideró que los títulos valores que emitan las sociedades, con arreglo a lo dispuesto por los arts. 742, 744 y 745 del Código de Comercio, reunieran las características del art. 17 de la ley 17.811 y contuvieran la obligación de pagar a plazo una suma de dinero, llevarán la denominación de obligaciones negociables.

(4) En febrero de 1984, el BCBA dictó la Res. Nº 13 de su Consejo Directivo y modificó el art. 10 del reglamento de cotización.

(5) Dicha ley constituye el primer antecedente legislativo en la materia, dando el marco jurídico integral sobre emisión de valores negociables de deuda.

(6) La ley 23.576 fue reglamentada por el decr. 156/89.

II. ¿Qué son las obligaciones negociables y quiénes las pueden emitir?

Así las cosas, se denomina obligaciones negociables (“ON”) a los valores negociables emitidos en masa, por una persona jurídica -*infra* indicaremos cuáles- que representan un empréstito de corto, mediano o largo plazo, que confieren a su tenedor el derecho a una renta -fija o variable- que pueden ser en moneda nacional o extranjera, y a la devolución del capital conforme las condiciones de emisión ⁽⁷⁾. La colocación de las ON puede ser por oferta privada o pública ⁽⁸⁾, en este último caso la persona jurídica emisora deberá solicitar autorización a la CNV.

Las ON pueden tener sólo dos formas: i) las ON simples que son las precedentemente definidas, y ii) las ON convertibles, las cuales tienen prevista en sus condiciones de emisión la conversión del capital invertido por el tenedor en acciones de la empresa emisora. Las ON pueden representarse en tres formas: i) cartular; ii) escritural, o iii) certificados globales ⁽⁹⁾.

Sólo pueden emitir obligaciones negociables: i) las sociedades por acciones ⁽¹⁰⁾; ii) las cooperativas; iii) las asociaciones civiles constituidas en el país, y iv) las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del art. 118 de la ley 19.550. Lamentablemente, la CNV ha establecido en sus Normas que las sociedades de responsabilidad limitada (“SRL”), pueden emitir títulos de deuda de corto plazo, lo que en mi opinión constituye un avance del organismo de regulación por sobre el espíritu del legislador estatuido en la ley ⁽¹¹⁾.

(7) “Título valor causal, representativo de deuda, emitido en serie por un sujeto autorizado conforme el art. 1º de la LON, y dotado de fuerza ejecutiva para su cobro” (conf. Paolantonio, Martín, *Obligaciones negociables*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, p.48).

(8) Ver: Camerini, Marcelo, *La transparencia en el mercado de capitales*, Ad-Hoc, Bs. As., 2007, p. 71 y ss..

(9) Va de suyo que en cualquiera de las tres formas de representación de los valores negociables, se aplica la ley de nominatividad.

(10) Incluye a las sociedades anónimas, las en comandita por acciones y las sociedades de economía mixta (conf. decr. ley 15.349/46, ratificado por la ley 12.962).

(11) Ver art. 96, Cap. VI de las Normas de la CNV (N.T. 2001).

III. Régimen de garantías que pueden ofrecer al inversor

El emisor de ON puede ofrecer un abanico bastante extenso de garantías al inversor y que pueden enumerarse en las siguientes: i) *Garantía común*: el obligacionista -inversor- es un acreedor quirografario del emisor, y como tal puede agredir todo su patrimonio; ii) *Garantía especial*: son aquellas cuyo pago se asegura afectando uno o varios bienes determinados del emisor, constituyendo hipotecas⁽¹²⁾; iii) *Garantía flotante*: afecta a su pago todos los derechos, bienes muebles o inmuebles, presentes y futuros, o una parte de ellos, de la emisora, y otorga los privilegios que corresponden a la prenda o a la hipoteca, según el caso. No está sometida a las disposiciones de forma que rigen esos derechos reales. La garantía se constituye por la manifestación que se inserte en el contrato de emisión y el cumplimiento del procedimiento e inscripción establecidos en la ley (v.gr., art. 327 de la ley 19.550 y art. 3º de la ley 23.576)⁽¹³⁾. En síntesis, se trata de una garantía *sui generis*, toda vez que recae sobre bienes indeterminados, y no está sujeta a inscripción; iv) *Aval*: Una entidad financiera, una entidad intermediaria en la oferta pública o un tercero, avalan los valores negociables emitido por la emisora; v) *Prenda*: Puede constituirse una prenda con registro, que constituye una garantía real, y recae sobre un bien mueble que queda en poder del deudor -emisor- y que éste debe conservar -prenda fija-. También puede constituirse sobre mercaderías o materias primas, que el deudor puede industrializar o reemplazar por otras (prenda flotante), y vi) *Fideicomiso de garantía*: La sanción de la ley 24.441, trajo aparejado una nueva figura de garantía para el emisor de ON, la constitución de un fideicomiso de garantía de la emisión, al cual le transfiere determinados bienes a los efectos que garanticen el empréstito.

IV. Marco regulatorio general de la ON Pymes

Explicué precedentemente en apretadísima síntesis, la fisiología del instituto. Pasemos a ver ahora como el marco general de la ON se aplica a las Pymes.

(12) Ver art. 333 de la ley 19.550.

(13) Ver Kenny, Mario O., *Obligaciones negociables*, Abeledo-Perrot, Bs. As., 1991, p. 83.

En efecto, el 24/5/1993 se dictó el decr. 1087 ⁽¹⁴⁾, por el cual el Poder Ejecutivo Nacional estableció la posibilidad que utilizando el marco legal de la ley de ON, el instituto pudiera ser también una herramienta de financiamiento para las Pymes. En ese orden de ideas quedó fijado que: i) Las personas jurídicas comprendidas en el art. 1º de la ley 23.576 que puedan ser consideradas Pymes ⁽¹⁵⁾, podían automáticamente ser autorizadas a hacer oferta pública de valores negociables representativos de deuda, previo registro ante la CNV, conforme a su normativa; ii) Las emisiones, no pueden exceder un máximo en circulación de \$ 5.000.000, y deben ser colocadas y negociadas en el ámbito de Bolsas de Comercio con mercados de valores adheridos ⁽¹⁶⁾, o en entidades autorreguladas autorizadas por la CNV ⁽¹⁷⁾, y a través de los intermediarios acreditados en esos mercados; iii) Quedan exceptuadas las emisiones de calificar riesgo (conf. decr. 656/92) ⁽¹⁸⁾; iv) Las emisiones efectuadas dentro del marco para las Pymes gozan del mismo tratamiento impositivo previsto por el art. 36 bis de la ley 23.576; v) Los valores negociables emitidos sólo podrán ser adquiridos por inversores calificados, que reúnan las condiciones de idoneidad profesional o técnica, o de solvencia patrimonial que al respecto fije la CNV; vi) Las entidades autorreguladas en cuyo ámbito se coloquen y negocien las emisiones comprendidas en el presente régimen, deberán dictar las reglamentaciones necesarias para asegurar un adecuado control de la legalidad; vii) Las infracciones a lo dispuesto en el decr. 1987, será objeto de las sanciones disciplinarias contenidas por el art. 10 de la ley 17.811 ⁽¹⁹⁾; viii) La CNV será la

(14) Publicado el 28/5/1993.

(15) Al momento del dictado del decr. 1087 estaba vigente la Res. N° 401 del Ministerio de Economía de la Nación del 23/11/1989 que determinaba lo que comprendía una Pyme.

(16) Ver: Camerini, Marcelo, *Mercado de valores*, Ad-Hoc, Bs. As., 2002, p. 83.

(17) En este supuesto, el decreto está contemplando la posibilidad que las ON Pymes coticen en el mercado extrabursátil existen, que es el Mercado Abierto Electrónico S.A.

(18) Tenga presente el lector que en el 2000, el PEN dictó el decr. 749 por el cual dejó de ser obligatorio la calificación de riesgo de los valores negociables de deuda.

(19) Cuya última modificación fue la contenida por el decr. 677/01.

autoridad de aplicación de decr. 1087, con facultades para dictar las reglamentaciones necesarias.

V. Qué se considera como Pyme

El 23/10/2006, el subsecretario de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, dictó la Res. Nº 147, por la cual se derogó la Res. Nº 675/02 y se modificaron otras resoluciones. Estableciéndose que se considera Micro, Pequeña y Mediana Empresas aquellas que registren hasta el siguiente nivel máximo de las ventas totales anuales, excluido el impuesto al valor agregado y el impuesto interno que pudiera corresponder, expresado en pesos (\$) conforme el siguiente cuadro:

Sector	Agro	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	456.000	1.250.000	1.850.000	467.500	480.000
Pequeña	3.040.000	7.500.000	11.100.000	3.366.000	3.000.000
Mediana	18.240.000	60.000.000	88.800.000	22.440.000	24.000.000

Se entenderá por valor de las ventas totales anuales, el valor que surja del promedio de los últimos tres (3) años a partir del último balance inclusive o información contable equivalente adecuadamente documentada. En los casos que la empresa tenga una antigüedad menos al plazo antes establecido, se considerará el promedio proporcional de ventas anuales verificado desde su puesta en marcha. El valor de las ventas totales anuales⁽²⁰⁾ que surja de los tres (3) años se determinará en el caso de las sociedades comerciales a partir del último balance general inclusive, refrendado por Contador Público Nacional y certificado por el Consejo Profesional respectivo.

(20) Se entiende por ventas totales anuales, los ingresos originados en la producción y comercialización de bienes, y en la prestación de servicios, netas de devoluciones y bonificaciones.

VI. El régimen de información ordinario de emisión de ON Pymes y de los inversores calificados conforme la reglamentación de la CNV

Cuando una Pyme decida emitir ON y solicite su registro ante la CNV deberán acompañar la siguiente documentación: i) copia de la resolución del órgano que dispuso la emisión y la colocación; ii) acreditar que la emisora está inscrita en el Registro Público de Comercio o donde corresponda ⁽²¹⁾, acompañando copia de su estatuto social y sus modificaciones y su inscripción de sede social, y iii) declaración jurada respecto que encuadra como pequeña o mediana empresa, en los términos del decr. 147/06, precedentemente aludido; iv) deberá presentar ante la entidad autorregulada que cotice un prospecto de emisión ⁽²²⁾, el cual luego de obtenida la cotización también debe acreditar ante la CNV.

Como antes de ahora señalamos no cualquier inversor puede adquirir las ON que emita una Pyme, sino que debe ser un inversor calificado, y esto tiene su fundamento en el riesgo que presentan dichas emisiones. En tal razón, la CNV a través de la Res. Gral. N° 509 ⁽²³⁾, qué inversores calificados podrán adquirir los valores negociables de Pymes, los que podrán ser: i) El Estado Nacional, las provincias y las municipalidades; sus entidades autárquicas; bancos y entidades financieras oficiales; sociedades del Estado; empresas del Estado y personas jurídicas de derecho público; ii) Sociedades por acciones y de responsabilidad limitada; iii) cooperativas, mutuales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales; iv) agentes y sociedades de bolsa; v) fondos comunes de inversión; vi) personas físicas con domicilio en el país con un patrimonio neto superior al \$ 350.000; vii) Sociedades de personas con un patrimonio neto superior a \$ 700.000; personas físicas y jurídicas con domicilio en el exterior, y viii) AFPJ. No exigirá la CNV el patrimonio neto mínimo fijado

(21) Las cooperativas no se inscriben en el Registro Público de Comercio, sino en el INAES.

(22) El prospecto de emisión debe elaborar conforme los términos establecidos por el Cap. VIII de las Normas de la CNV (N.T. 2001).

(23) Dictada el 7/6/2007.

precedentemente, cuando las emisiones sean garantizadas en un 75% como mínimo por una sociedad de garantía recíproca.

VII. El régimen especial creado por la CNV

Por medio de la Res. Gral. N° 506, la CNV creo un régimen especial para las pequeñas y medianas empresas, al solo efecto que puedan ingresar al mercado de capitales mediante la emisión de acciones y/u obligaciones negociables, para lo cual las personas jurídicas deberán registrar hasta un máximo de las ventas totales anuales, excluido el impuesto al valor agregado y el impuesto interno que pudieran corresponder, expresado en Pesos (\$), conforme el siguiente detalle:

Sector	Agro	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Pequeña Empresa	6.080.000	15.000.000	22.200.000	6.732.000	6.000.000
Mediana Empresa	36.480.000	120.000.000	177.600.000	44.880.000	48.000.000

La CNV entenderá por valor de las ventas anuales, el valor que surja del promedio de los últimos tres (3) años a partir del último balance inclusive o información contable equivalente. Para las personas jurídicas con una antigüedad menor, se considerará el promedio proporcional de ventas anuales verificado desde su puesta en marcha. En cuanto a los inversores calificados que las pueden adquirir, son los mismos que los señalados en el régimen ordinario tratado en el punto precedente, salvo las siguientes modificaciones: i) las personas físicas con domicilio en el país deben tener un patrimonio neto superior a \$ 500.000; ii) en el caso de la sociedades de personas, deben tener un patrimonio neto superior a \$ 750.000

VIII. Régimen impositivo

La ley de ON prevé un régimen de beneficios impositivos, que *infra* enumeraré. Para poder acceder a ese tratamiento, la emisión debe cumplir los siguientes requisitos: i) deben ser colocadas por oferta pública; (ii) los fondos de la colocación deben estar destinados

a: ii.1) inversiones en activos en el país; ii.2) integración de capital de trabajo o refinanciación de pasivos; ii.3) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas con la emisora, y iii) se debe acreditar por la emisora ante la CNV el plan de afectación de fondos. El tratamiento impositivo es el siguiente: a) quedan exentos del impuesto al valor agregado; las operaciones financieras y préstamos relativos a la emisión, suscripción, colocación, intereses, etc., de las ON y sus garantías; b) la transferencia de ON queda exenta del impuesto a la transferencia de títulos valores; c) los resultados provenientes de la compraventa, permuta, conversión, etc., de ON quedan exentos del impuesto a las ganancias; d) quedan exentos del impuesto a las ganancias los intereses, actualizaciones y ajustes de capital.

IX. Conclusiones

Creo conveniente dividir las conclusiones en tres segmentos de beneficiarios:

1. para las Pymes: a) encuentran un mecanismo de financiamiento, que claras ventajas impositivas, si la colocación se hace por oferta pública; b) si bien deben ingresar al régimen de oferta pública, es un ingreso parcial, ya que la CNV simplemente registra la emisión, no hace control de legalidad; c) a ello debemos adicionar que la tasa de interés que deberán abonar al inversor será sustancialmente más baja que si recurrieran a tomar un préstamo de una entidad financiera; d) la emisión puede ajustarse en cuanto a la devolución del capital y el pago de los intereses al flujo de fondos de la empresa, algo que no sería tan factible con un préstamo bancario;

2. para el mercado de capitales: a) los inversores cuentan con nuevos productos financieros en donde invertir; b) los mercados autorregulados tiene actividad bursátil y extrabursátil; c) se va creando una cultura de la inversión a largo plazo, en segmento de aliento a la producción y a través del mercado de capitales;

3. los inversores: a) cuentan con más diversificación de productor financieros para elegir; b) no es necesario canalizar el ahorro argentino hacia otros mercados de capitales del exterior por la falta de activos locales; c) consiguen mejores rendimiento para su inversión, que en otros instrumentos financiero.

Por último, es fundamental que el administrador de la Pyme tome conciencia que es determinante a la hora de recurrir al mercado de capitales a buscar financiamiento tener ordenada la sociedad. Cuando hablo de orden, me estoy refiriendo a: i) balances confeccionados, aprobados y presentados ante el Registro Público de Comercio; ii) llevado en correcta forma los libros comerciales y sociales; iii) poseer una mínima estructura administrativa que permita dar respuesta a la información que se puede solicitar de parte del mercado autorregulado donde coticie; iv) contar con una relativa información histórica que le permita poder mostrar su trayectoria.