

## **TITULOS DE CAPITAL VS. TITULOS DE DEUDA. TITULOS SUI GENERIS O HIBRIDOS: SECURITIZACION Y MEZZANINE**

*Fernando J. Luciani*

### **Sumario**

La tradicional dicotomía entre títulos de deuda y de capital, son hoy insuficientes para reflejar las distintas formas de vinculación entre el sujeto activo y pasivo de la relación financiera y 2) para lograr el verdadero objetivo de la financiación cual es: insuflar fondos frescos a las compañías al momento que lo requieren. Por ello, los híbridos jurídicos son altamente útiles. El derecho debe tomarlos, desarrollarlos y fomentar su utilización.

Genéricamente, podemos definir a los títulos de capital como aquellos que forman parte del capital social de una sociedad. Ellos tienen el poder de convertir a su titular (poseedor o tenedor) en socio del ente, excluyendo las posibilidades de considerarlos acreedores del mismo. Los valores de capital más comunes son las acciones. Estos valores representan una parte de la empresa que se viste con el ropaje jurídico de la sociedad anónima. El titular de un valor negociable de capital es socio de la empresa y por ello participa de las ganancias y pérdidas que tenga la compañía. El valor de las acciones se determina por numerosos factores <sup>(1)</sup>.

---

(1) Estos títulos representativos de capital son susceptibles de ser justipreciados de distinta manera según las circunstancias y condiciones mencionadas seguidamente. Podemos escuchar hablar de Valor Nominal de las acciones el cual expresa la unidad de capital que representa cada acción, el que debe ser igual para todas las acciones de una misma clase de una sociedad

A diferencia de los títulos de capital, los llamados de deuda se distinguen por registrarse contablemente en el pasivo del ente social. Ellos representan un compromiso exigible que la empresa tiene con terceros. La sociedad deudora deberá provisionar en sus estados contables que en determinada fecha futura deberá afrontar indefectiblemente el pago de lo prometido a terceros acreedores a fin de honrar el título de deuda emitido. Estos valores representan parte de una deuda que gira (emite) la empresa. Al adquirir deuda, el suscriptor se convierte en uno de los acreedores a los que la empresa debe pagar capital e intereses.

Modernamente, ha surgido un nuevo tipo de título o valor. Ellos son aquellos que generalmente se relacionan con la *securitización* de créditos y con los patrimonios separados con aptitudes para titularizar créditos. Este fenómeno de financiación tiene la particularidad que los títulos emitidos no repercutirán ni en el pasivo ni en el capital de la empresa. Son los títulos que se denominan fuera de balance (*off balance sheet*). Esta es también una de las más importantes ventajas de los mismos puesto que la empresa emisora recibe financiamiento sin que ello repercuta en su pasivo social. No aumenta su deuda. Esta financiación se ha canalizado en nuestro país principalmente a través de los fideicomisos financieros.

### Entre la deuda y el capital: *mezzanine*

De acuerdo al riesgo asumido por el sujeto pasivo de la financiación (deudor) y conforme a la rentabilidad esperada por el

---

anónima. Existe también el Valor de Cotización que es el precio que el inversor paga por una acción en un momento determinado al tenedor del papel. El precio de compra depende de un sinnúmero de factores entre los que se destacan los relacionados con el desenvolvimiento de la sociedad, sus perspectivas futuras, la situación económica del sector y del país, etc. Según cual sea el precio se puede decir que la acción cotiza a la par (cuando el precio de cotización es igual al valor nominal), bajo la par (cuando el precio de cotización está por debajo del valor nominal), sobre la par (cuando el precio de cotización está por encima del valor nominal). Por su parte, el Valor de Libros, indica el monto en efectivo que estaría disponible por cada acción ordinaria, si todos los activos fueran realizados y los pasivos cancelados. Consecuentemente, el valor de libros se condice con el patrimonio neto (PN). Nótese que el capital contablemente es siempre positivo

sujeto activo de ella (financista); la alternativa de financiación que asume más riesgo y, por tanto, exige mayor rentabilidad, es el **capital**. Inmediatamente después, se sitúa la financiación **mezzanine** (o lo que en nuestro medio se denominaría deuda subordinada) y finalmente la simple deuda.

La mezzanine se caracteriza puesto comparte características de deuda y capital; sin perjuicio que a nuestro juicio primen los factores de deuda.

Suele decirse que *mezzanine* es una financiación intermedia entre la deuda y el capital. Es un instrumento flexible cuya estructura se adapta a las necesidades específicas de las compañías en las que se invierte. Complementa a la deuda, ya que cubre el espacio que el mercado de dinero (*money market*) no alcanza por considerar el endeudamiento excesivo, y permite minimizar el capital invertido por los accionistas en una empresa. **Así se mejora la rentabilidad de las acciones porque los mismos beneficios se reparten entre menos capital.**

Este instrumento es muy útil en situaciones en las que hay limitaciones para acceder a la deuda tradicional; por ejemplo, porque el sector tiene un alto riesgo. También se utiliza como sustituto a ampliaciones de capital que podrían dar lugar a una dilución de acciones no deseada o para dar salida a algún accionista, como en una sucesión familiar.

Sin embargo, su principal uso se advierte en operaciones de *leveraged buy out* (transacciones lideradas por fondos de capital riesgo y equipos directivos en las que se quiere maximizar el endeudamiento de la empresa y con ello incrementar el precio de compra o minimizar el capital a invertir). Por ello, resulta muy útil incorporar un tramo *mezzanine* entre la deuda aportada por los acreedores generalmente bancarios y el capital invertido por los fondos de capital de riesgo y el equipo directivo.

Según Ibáñez <sup>(2)</sup> el retorno de la financiación *mezzanine* suele estar en torno al 15% anual, aunque varía en función del riesgo del

---

en tanto que el Patrimonio Neto puede ser positivo o negativo, ergo, puede ser también negativo el valor de una acción.

(2) Enrique Ibáñez; "Entre la deuda y el capital", Negocios, 16-10-2005, Investment Manager de Intermediate Capital Group.

sector, de la empresa y de la estructura de financiación. Este producto es más caro que la deuda, pero más barato que el capital. Su devolución se hace por tres vías: un cupón pagadero semestral o anualmente; un cupón capitalizable (*roll-up*), es decir, capitalizando los intereses <sup>(3)</sup> con periodicidad semestral o anual y pagándolos a su vencimiento, y con opciones sobre las acciones de la empresa.

Las opciones sobre acciones permiten alinear los intereses del capital con los del *mezzanine* en momentos difíciles; y en caso contrario, permite al inversor de *mezzanine* beneficiarse si la empresa ha generado valor. Estas opciones suelen representar un porcentaje pequeño del capital.

Otra de las ventajas de esta fuente de financiación es su largo vencimiento, habitualmente entre 6 y 10 años. Además, el capital se repaga únicamente al vencimiento, por lo que reduce la carga financiera los primeros años. Así, la empresa dispone de mayor caja para generar crecimiento.

La *mezzanine* está subordinada a la deuda principal. Es decir, en caso de imposibilidad (o mejor dicho *dificultad*) de pago por la empresa, la deuda ordinaria se pagará antes que la *mezzanine*. No obstante, es *señor* <sup>(4)</sup> al capital; por lo que hasta que se repague la *mezzanine*, los accionistas no recuperarán su inversión. Esto es un elemento esencial tipificante de este tipo de estructuración financiera.

Desde el punto de vista legal, la financiación *mezzanine* es una alternativa a las obligaciones negociables y permite mantener una mayor confidencialidad sobre la empresa, ya que no requiere la publicación de información periódica, ni una calificación crediticia pública.

La *mezzanine* puede ser estructurada por cualquier monto y para cualquier tipo de empresas, incluso las PyMes.

Otra ventaja de este tipo de financiación es que es flexible y su estructura se ajusta a las necesidades de la empresa. Por ejemplo,

---

(3) Debemos recordar que el anatocismo o capitalización de intereses se encuadra ampliamente aceptado en nuestro derecho conforme las normas del Código Civil y las de Código de Comercio.

(4) Entendiéndose tal concepto como aquel que designa una prioridad en el pago del título que porta tal carácter.

retrasando pagos de capital o facilitando su prepago si la empresa está en óptimas condiciones de hacerlo.

Si bien tradicionalmente la financiación *mezzanine* se ha empleado en operaciones de *leverage* o de apalancamiento, los posibles usos de este tipo de deuda son claramente mayores. Desde financiación de adquisiciones o de procesos de crecimiento orgánico hasta refinanciación de deudas existentes. Muchos autores creen que este tipo de financiación es un claro indicador de la madurez del mercado financiero de un país. Esto es en parte puesto que la financiación *mezzanine* es un instrumento flexible de obtención de fondos de acuerdo a las necesidades específicas de las compañías.

Así, la deuda *mezzanine* puede considerarse como el instrumento adecuado de financiación cuando existen limitaciones al acceso a deuda tradicional o cuando la dilución derivada de ampliaciones de capital no es aceptable.

Los proveedores de este tipo de financiación, si bien realizan análisis crediticios parecidos a los que se efectúan cuando se disponen a invertir en estructuras de deuda del tipo *senior*, generalmente van más allá, incorporando una visión de inversor industrial pese a perseguir el objetivo de rentabilidad de la inversión a través de los intereses y de la obtención de márgenes de ganancias en una venta futura.

Es elemento tipificante de este tipo de deuda, la duración de la financiación *mezzanine* la cual es claramente superior a la de la deuda *senior* y se estructura como un préstamo *bullet* <sup>(5)</sup> amortizable al final de la vida del mismo. De esta forma, los recursos generados por la compañía pueden ser destinados al desarrollo y crecimiento del negocio.

Desde el punto de vista estrictamente legal, los *covenants* financieros son más flexibles que los de la deuda *senior*, facilitando la estrategia de crecimiento y expansión de la compañía. La financiación *mezzanine* se subordina al resto de la financiación ajena de la compañía con preferencia únicamente al capital social. Es habitual la exigencia, por parte del proveedor de deuda, de un

---

(5) Entendiéndose este concepto como aquel que designa un único pago al vencimiento de la obligación sin que puedan existir pagos parciales.

*observador en el directorio de la empresa o, muy próximo a la gerencia de la misma. Esta circunstancia viene a reforzar aún más la naturaleza híbrida de este instrumento de financiación. Dicho observador puede asistir con voz pero sin voto a las reuniones y a las deliberaciones.*

Cabe concluir que la financiación *mezzanine* permite estructuras de apalancamiento <sup>(6)</sup> más flexibles que hacen posible la financiación de compañías o proyectos con mayor riesgo.

A nuestro entender, debe desarrollarse esta estructura jurídico financiera en detalle, y, en lo que respecta a los abogados de empresas (grandes y pequeñas), conocer especialmente las formas más comunes de redactar los *covenants* indispensables en este tipo de operaciones.

***El eje de estas estructuras radica en el adecuado control de la gestión empresarial que el financista pueda tener para ello los abogados debemos recurrir a los esquemas propios de la ley de sociedades y a las previsiones contractuales más precisas y claras tanto para el sujeto activo y el pasivo de la financiación de la empresa, respetando siempre la moral, las buenas costumbres y los usos comerciales. Lógicamente, el inversor mezzanine, deberá poder observar la marcha legal y financiera de la sociedad pero sin poseer los derechos de un socio ordinario.***

Del mismo modo, la fuerza contractual de los *covenants* radica en ser instrumentos jurídicos aptos a fin de poder constreñir a los socios de una empresa a no tomar decisiones sociales en perjuicio de sus intereses. Lógicamente, el inversor titular de *covenants* tendrá como único reparo a sus intereses las ***condiciones punitivas*** pactadas en el acuerdo tales como multas dinerarias, rescate del capital invertido, vencimiento de todos los plazos, entre otras.

## **Proyecto de ley de inversiones de la provincia de Santa Fe**

Parece necesario referir en este ámbito que en la provincia de Santa Fe, recientemente se ha elevado a la Cámara de Senadores un proyecto destinado a financiar empresas el cual se basa,

---

(6) Entendiéndose este concepto como aquel que designa el método por el cual una empresa toma un préstamo con un costo financiero menor al retorno que espera obtener de la aplicación directa de los fondos obtenidos.

principalmente en las bonificaciones de tasas bancarias y de costos y comisiones de las sociedades de garantías recíprocas.

Fundamentalmente, se pretenden constituir dos tipos de fondos. Notemos que no se describe cual será su forma jurídicas y quedan muchos puntos por repensar; No obstante el proyecto parece superador, al menos en idea, de los esquemas de financiación actualmente existentes.

*El primero de los fondos se denomina "fondo de riesgo"* (similares a los de las SGR pero sin tributar a dichas normas) con el objeto de otorgar garantías a empresas conforme la ley 24.267.

El segundo ha sido denominado "Fondo para *capital de riesgo*". Es este el más interesante de todos y, según reza el texto proyectado, será utilizado para la *suscripción de títulos de deuda subordinados*, convertibles o no en acciones, en forma preferente aunque no exclusiva para emprendimientos de Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, cuyos proyectos contengan un alto grado de innovación tecnológica o desarrollo de tecnologías modernas o de incipiente aplicación. Como ha de verse, son fondos similares a los denominados *mezzanine* que se utilizan en el mundo.

Nos parece destacable el proyecto. Será menester que dichos instrumentos sean tomados por el mercado de capitales y utilizados como nuevos productos de inversión y financiamiento.

## Conclusiones

a. Las sociedades deben avanzar sobre estructuras de financiación flexibles tales como las *mezzanines* y por su parte los financistas deben poner mayor énfasis y análisis en los proyectos empresarios y productivos más que en las tradicionales garantías.

b. Los valores negociables han sido los instrumentos ideados por el derecho a fin de corporeizar un derecho y permitir su libre y rápida transmisibilidad. Los valores negociables tienen en su esencia la función de financiar a las empresas que los emiten.

c. Los tradicionales valores negociables de deuda y de capital, han recibido el embate de las modernas formas de financiación de empresas tales como las financiaciones fuera de balance (*off balance sheet*). Esta financiación se ha canalizado en nuestro país principalmente a través de los fideicomisos financieros los cuales son los mejores vehículos para ello por sobre los fondos comunes de inversión cerrados y las sociedades de objeto específico que también podrían tener aptitud securitizadora.

d. Los instrumentos de capital tienen que ser estructurados pensando las ventajas impositivas de los mismos. Entendemos que cualesquiera sean las condiciones de emisión (preferidas en el dividendo, en la cuota de liquidación, acumulables, aseguradas, rescatables, etc.) siempre serán títulos de capital y nunca de deuda.

e. Corresponde a los abogados y jueces poner en su justo lugar a todos aquellos que interpretan con el pretexto de la pretendida "realidad económica" que cuando un título de capital tiene un dividendo fijo, por ejemplo, debe darse a ellos el tratamiento contable de un título de deuda. Esto es porque, en definitiva, siempre el suscriptor asume los riesgos de la existencia o no de ganancias.

f. Es un híbrido entre los instrumentos de deuda y de capital la *mezzanine*. La *mezzanine* está subordinada a la deuda principal. Es decir, en caso de imposibilidad (o mejor dicho *dificultad*) de pago por la empresa, la deuda ordinaria se pagará antes que la *mezzanine*. No obstante, es *senior* al capital; por lo que hasta que se repague la *mezzanine*, los accionistas no recuperarán su inversión. Esto es un elemento esencial tipificante de este tipo de estructuración financiera.

g. La *mezzanine* puede ser estructurada por cualquier monto y para cualquier tipo de empresas, incluso las PyMes y micro empresas.

h. La deuda *mezzanine* puede considerarse como el instrumento adecuado de financiación cuando existen limitaciones al acceso a deuda tradicional o cuando existe margen de negociación entre las partes (sujeto activo y pasivo de la relación financiera).

g. Es elemento tipificante de este tipo de deuda, la duración de la financiación *mezzanine* la cual es claramente superior a la de la deuda *senior* y se estructura como un préstamo *bullet* amortizable al final de la vida del mismo.

h. La *mezzanine* trae consigo restricciones contractuales en el manejo de las empresas mediante la aceptación entre parte de *covenants*. Ellos no son coercibles *per se*. El inversor titular de *covenants* tendrá como único reparado a sus intereses las condiciones punitivas pactadas en el acuerdo tales como multas dinerarias, rescate del capital invertido, vencimiento de todos los plazos, entre otras y los juicios de daños por incumplimiento contractual.

i. El Proyecto de ley de inversiones santafesino, parece superar de las estructuras de financiación públicas actual. Solo resta transformarlo en un proyecto relacionado al mercado de capitales y que su reglamentación precise adecuadamente casi todos sus conceptos y no desvirtúe su espíritu.