

EL FINANCIAMIENTO EMPRESARIO A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES EN LOS AÑOS 2005 Y 2006.

Nivel de Financiamiento y Composición.

Durante el año 2005, el financiamiento de empresas obtenido a través del mercado de capitales doméstico alcanzó a \$ 16,398.7 millones, lo que representó un 3.1% del PIB (en comparación con el 10% para el total de préstamos bancarios en relación al PIB para el mismo año).

De este total, el 50.9% (\$ 8,352.6) se canalizó a través de obligaciones negociables, mientras que el segundo instrumento con mayor monto correspondió a los fideicomisos financieros con un 30.7% (\$ 5,027 millones). En tercer lugar se encuentran las suscripciones de acciones con un 17.1% del total (\$ 2,810.4 millones). En cuanto a los restantes instrumentos, los cheques de pago diferido representaron un 1.3% del total (\$ 208 millones), aunque debe destacarse que fueron los que registraron el mayor crecimiento en sus volúmenes negociados durante 2005, luego de las obligaciones negociables. Finalmente, los Valores de Corto Plazo no representaron una suma significativa (\$ 438 mil)¹.

En este sentido, resulta oportuno considerar qué sucedió con el financiamiento si se excluyen los montos originados en: procesos de reestructuración de deuda, recomposición de la situación patrimonial de las empresas o capitalización de aportes irrevocables², y productos estructurados con préstamos garantizados como subyacentes³. Es decir lo que podría caracterizarse como “nuevo financiamiento”. Si se dejan de lado estos conceptos, la cifra resultante es de \$ 5,940 millones.

En este caso, los fideicomisos financieros pasan a tener un rol preponderante: representan el 66.8% del total. En segundo lugar se ubican las obligaciones negociables con el 18.9%, mientras que los CHPD pasan a tener una participación del 3.5%.

Cuadro 1
Financiamiento 2005

Total		
Instrumento	Monto \$	% del Total
Suscripción de Acciones	2,810,419,551	17.1%
Obligaciones Negociables	8,352,575,725	50.9%
PyME	1,077,615	0.01%
Resto	8,351,498,110	50.9%
Cheques de Pago Diferido	208,175,800	1.3%
Fideicomisos	5,027,089,582	30.7%
PyME	146,970,411	0.9%
Resto	4,880,119,170	29.8%
Valores de Corto Plazo	438,450	0.003%
TOTAL	16,398,699,108	100%

Cuadro 2
Financiamiento 2005

(excluyendo reestructuraciones y recomposiciones patrimoniales)		
Instrumento	Monto \$	% del Total
Suscripción de Acciones	638,700,768	10.8%
Obligaciones Negociables	1,125,609,395	18.9%
PyME	1,077,615	0.0%
Resto	1,124,531,780	18.9%
Cheques de Pago Diferido	208,175,800	3.5%
Fideicomisos	3,967,073,489	66.8%
PyME	146,970,411	2.5%
Resto	3,820,103,077	64.3%
Valores de Corto Plazo	438,450	0.0%
TOTAL	5,939,997,902	100.0%

Fuente: elaboración propia con información de BCBA, CNV y IAMC.

¹ Podría argumentarse la posibilidad de una sustitución del VCP por el CHPD debido a la mayor flexibilidad de este último y la igualdad de oportunidades respecto del plazo (360 días máximo en cada caso.)

² Correspondiendo estos dos últimos casos a suscripciones de acciones.

³ Toda vez que el objetivo de estos fideicomisos es brindar liquidez a los préstamos garantizados más que otorgar nuevo financiamiento.

Durante lo transcurrido del año 2006, el total del financiamiento obtenido a través del mercado de capitales fue de \$ 2,560.4 millones. Las ON representaron el 23.7% del monto global (\$ 607.8 millones), correspondiendo el total de las emisiones a nuevo financiamiento (ninguna fue por reestructuración de deudas). Los fideicomisos financieros significaron el 65.5% del total (\$ 1,676.3 millones), en tanto que los cheques de pago diferido se ubicaron en tercer lugar con el 3.5% (\$ 89 millones). Si de estos totales, y para el caso de los fideicomisos financieros se excluyen los que tienen como activo subyacente a préstamos garantizados⁴, el financiamiento genuino fue de \$ 1,550.3 millones. En este caso, los fideicomisos pasan a representar el 43% del total, mientras que las ON suben hasta el 39.2%. Asimismo, se destaca que los CHPD representan, bajo el punto de vista de este análisis, un 5.7% del total.

Análisis por Tipo de Instrumento

Obligaciones Negociables.

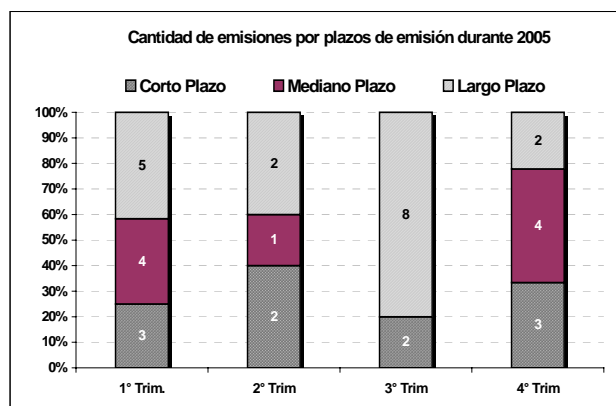
Durante el año 2005, el total de obligaciones negociables emitido sumó \$ 8,352.6 millones (U\$S 2,848.8⁵) millones. De esta cifra, \$ 7,228 millones (U\$S 2,476.4 millones) correspondieron a procesos de reestructuración de deuda, mientras que \$ 1,125.6 millones (U\$S 381.3 millones) pueden considerarse como nuevo financiamiento. En este sentido, cabe mencionar que el total colocado representó el 86.7% del total autorizado a emitir.

Si se considera la cantidad de emisiones, se registraron 36, de las cuales 20 fueron por reestructuración de deudas y 16 por nuevo financiamiento. De estas últimas 16 emisiones, 3 correspondieron a empresas PyME.

En cuanto al tipo de moneda, 21 emisiones fueron realizadas en dólares, 14 en pesos y 1 en euros. Considerando únicamente las emisiones por nuevo financiamiento, 5 fueron en dólares, y 11 en pesos.

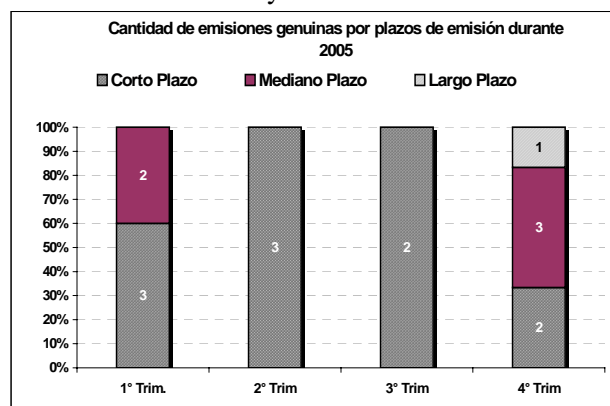
Con respecto a los plazos de colocación, se procedió a clasificar las emisiones en tres grupos: hasta un año (corto plazo), entre 1 y cinco años (mediano plazo) y más de cinco años (largo plazo). También surgen aspectos interesantes según se trate del total de emisiones o sólo de aquellas que son nuevo financiamiento.

Gráfico 1
Total de ON



Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

Gráfico 2
ON Excluyendo reestructuraciones



⁴ Por lo expuesto en la nota 3.

⁵ Para el cálculo de los montos en dólares se tomó el monto en moneda original convertido a dólares según el tipo de cambio de la fecha de colocación.

Como puede observarse en el Gráfico 1, el 47% de las emisiones se efectuó con un plazo superior a los cinco años mientras que en el corto y el mediano plazo se colocaron el 28% y el 25% respectivamente. Si en cambio se excluyen las emisiones por reestructuración⁶ se observa que 10 de las 16 emisiones remanentes (el 63%) son de corto plazo, mientras que sólo una es de largo plazo (ver Gráfico 2).

Si en cambio se contempla el tipo de tasa de interés, surge que las ON en dólares se distribuyeron de modo aproximadamente proporcional entre tasa fija (7 emisiones), tasa variable (8 emisiones) y tasa step-up (6 emisiones).

Para el caso de las emisiones en pesos, se observó una distribución similar: 5 emisiones a tasa fija, 6 emisiones a tasa variable y 3 emisiones ajustables por CER.

A continuación puede interesar clasificar el destino del financiamiento a través de ON según el sector económico⁷ que captó los recursos. Como puede observarse en los gráficos 3 y 4, del total emitido, tres de los ocho sectores que emitieron ON (Telecomunicaciones, Electricidad, y Bancos), representaron el 92.6% del total, destacándose que sólo Telecomunicaciones representa el 70.4%. Sin embargo, si el cálculo considera sólo aquellas emisiones que pueden considerarse como nuevo financiamiento, el sector Bancos ocupa el primer lugar con un 48%, seguido ahora por Actividades Financieras y Bursátiles con el 20.2%, mientras que el peso del sector Telecomunicaciones se reduce al 22.7%.

Gráfico 3
Emisión de ON por Sector
Total de Emisiones

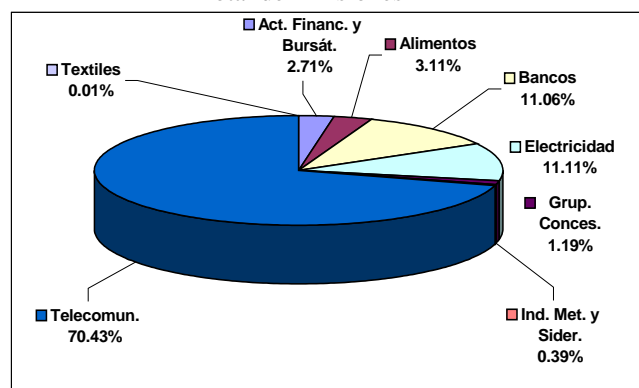
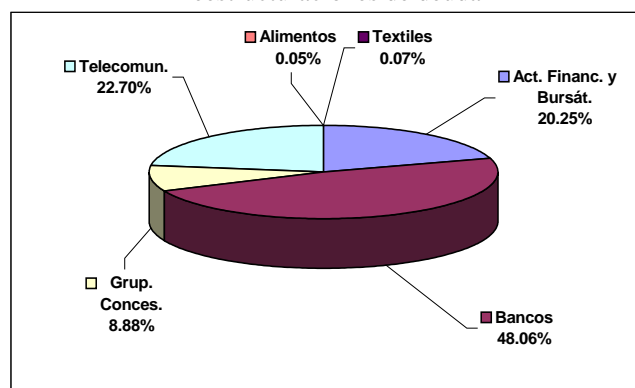


Gráfico 4
Emisiones de ON por sector excluyendo reestructuraciones de deuda



Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

Suscripción de Acciones

En el año 2005, un total de 9 sociedades cotizantes (APLA, TRAN, CITI, CPAX, PSUR, CVZA, BRIO, CARC, y QUES) efectuaron suscripciones por 2,620.2 millones de nuevas acciones sobre un total de 2,972 millones autorizados (88%)⁸. Considerando los precios de suscripción, el monto colocado en pesos sumó \$ 2,810.4 millones. De estas suscripciones, dos fueron en dólares⁹ y siete en pesos, mientras que fueron cuatro las que con una prima de emisión positiva (APLA, TRAN, CAPX y CVZA)

⁶ Por considerar que estos procesos requieran en general de negociaciones con acreedores que acceden a aceptar emisiones de plazos más largos.

⁷ Según la clasificación sectorial IAMC disponible en http://www.iamc.sba.com.ar/informes/Mensual/Anexo_C.pdf

⁸ Se excluyen del cómputo las acciones emitidas por fusión o absorción.

⁹ Estas fueron las de TRAN y CAPX. Para la primera se consideró el tipo de cambio informado por la empresa, mientras que para la segunda se consideró el tipo de cambio del último día de suscripción.

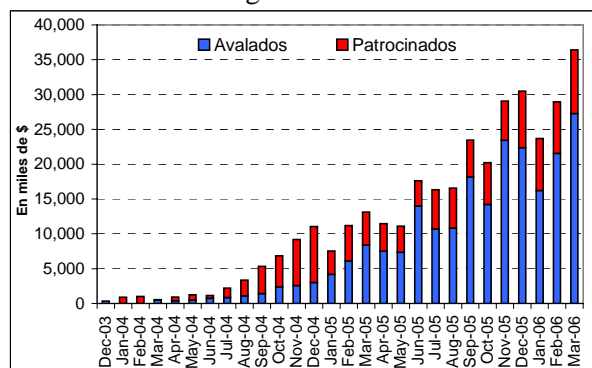
Si a continuación se analizan los motivos expresados por las compañías para llevar adelante estas suscripciones, se observa que casi un 50% de las emisiones se efectuó como una opción dentro de una oferta de reestructuración. En tanto, otras se dirigieron a recomponer el capital social por exceder los límites a los resultados no asignados negativos. En tercer lugar, dos sociedades emitieron acciones para cumplir la normativa de la CNV sobre capitalización de los aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones. Desde una óptica más estricta, y a partir de los argumentos esgrimidos por las empresas en el prospecto de emisión, sólo una suscripción tuvo como destino la financiación de capital de trabajo (y podría por ende ser considerada como nuevo financiamiento): la suscripción de BRIO por 638.7 millones de acciones (\$638.7 millones por haberse suscripto sin prima de emisión).

En cuanto al año 2006, sólo BSUD efectuó una suscripción por hasta 75 millones de acciones suscribiéndose el total ofrecido. Considerando el precio de suscripción de \$ 6.26 (prima de emisión de \$ 5.26) significó un total de \$ 496.5 millones.

Cheques de Pago Diferido

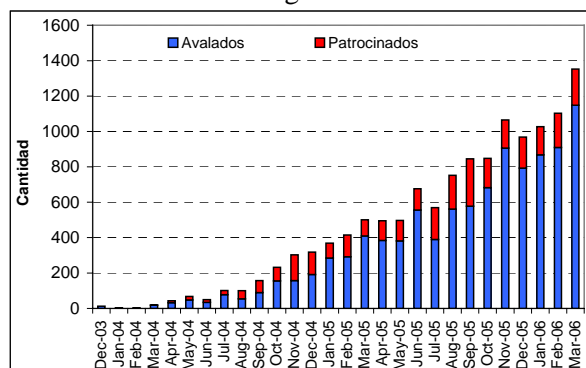
En el año 2005, el monto en pesos obtenido a través de la negociación de cheques de pago diferido (CHPD) alcanzó a \$ 208.2 millones (sobre un total nominal de \$ 213.9 millones). Si se analizan los volúmenes negociados según se trate del segmento Avalado o Patrocinado, el primero registró un total de operaciones de \$ 147.2 millones (contra \$13.4 millones del año 2004) creciendo un 1,000% con relación a 2004. Los CHPD Patrocinados, por su parte, registraron un volumen cercano a los \$ 61 millones, lo que significó una suba del 101% respecto de 2004.

Gráfico 5
Monto Negociado de CHPD



Fuente: IAMC.

Gráfico 6
Cantidades Negociadas de CHPD



En cuanto a la cantidad de CHPD, se observa un patrón similar al volumen efectivo. Durante el año 2005, se negociaron 8,002 CHPD, con un crecimiento del 472%, siendo nuevamente el segmento Avalado el que mostró la mayor suba: mientras que la cantidad de CHPD Avalados alcanzó las 6,218 unidades (crecimiento anual del 625%), los CHPD Patrocinados sumaron 1,784 unidades (crecimiento anual del 230%).

Con relación al plazo promedio de los CHPD durante 2005, fue algo superior a los tres meses (94 días), mientras que en 2004 había alcanzado a algo menos de 2 meses (57 días). Asimismo, cabe destacar que entre septiembre y noviembre de 2005, el plazo promedio ponderado de los CHPD superó los 100 días aunque sin llegar al máximo registrado en junio de 2004 (120 días).

Si se considera la tasa promedio mensual para todos los plazos, surge que tanto los CHPD Avalados como los Patrocinados vieron incrementar sus tasas de descuento a lo largo del año 2005. En particular, cabe destacar el

crecimiento que experimentó la tasa promedio del segmento Patrocinado, que de un valor de 5.4% en el año 2004 pasó a un nivel de 9.7% en 2005¹⁰.

Para el año 2006 (cifras al 31-03-06) el volumen de financiamiento logrado mediante la negociación de CHPD fue de efectivo negociado \$ 89 millones, es decir un 42.7% del total negociado en 2005. En cuanto a las cantidades, sólo durante el primer trimestre se negociaron 3,483 CHPD, en comparación con 8,002 de todo 2005. De estas cantidades, el 84% correspondió a CHPD del segmento avalado.

En cuanto a las tasas de interés (promedio) por plazo de negociación, se observa que para el total de los CHPD todos los plazos registraron subas con relación a diciembre de 2005, con el menor incremento para los CHPD de entre 120 y 180 días (+70 p.b) mientras que la mayor suba se observó en los de menos de 60 días, donde la tasa promedio aumentó 165 puntos básicos. Si se considera el segmento de negociación, salvo para el plazo de hasta 60 días, los CHPD avalados presentan menores incrementos en sus tasas de interés que los patrocinados.

Finalmente, el plazo promedio (todos los CHPD) a marzo de 2006 fue de 91 días. En términos de la concentración por plazo, el 41% de los CHPD avalados tuvieron plazos inferiores a los 60 días, ubicándose luego los de 120 a 180 días con el 18% del total. En cuanto a los patrocinados, la mayor concentración se observó en el plazo de entre 60 y 90 días, con el 38% de la cantidad total de CHPD, siguiendo en importancia el plazo de menos de 60 días (32% del total).

Fideicomisos Financieros.

En el año 2005 el total del financiamiento canalizado mediante fideicomisos financieros fue de \$ 5,027 millones (U\$S 1,703 millones), de los cuales \$ 147 millones (U\$S 46.7 millones) correspondieron a empresas del segmento PyME. Cabe destacar que la cifra global incluye \$ 1,060 millones de fideicomisos con préstamos garantizados como activos subyacentes. Neto de esta última cifra, el financiamiento obtenido a través de estos instrumentos fue de \$ 3,967 millones (U\$S 358 millones). Cabe mencionar que, sin considerar los fideicomisos de préstamos garantizados, el monto colocado durante 2005 representó el 99.9% del total autorizado a emitir¹¹.

En cuanto al tipo de monedas, de las 136 emisiones realizadas¹², 119 fueron en pesos (por un total de U\$S 1,490.7 millones) mientras que 17 estuvieron denominadas en dólares (por U\$S 212.3 millones).

Un aspecto importante al analizar los fideicomisos financieros es el plazo de los mismos. Para el año 2005 surge que el plazo promedio ponderado (por monto) es de 4.85 años. Sin embargo, como puede observarse en el Cuadro 3, este promedio se encuentra influido por el mayor plazo promedio de los fideicomisos hipotecarios, ya que sin estos y sin los de préstamos garantizados, el mayor plazo promedio ponderado corresponde a los fideicomisos de flujos de fondos derivados de contratos de Leasing, con 3.4 años.

¹⁰ Uno de los factores que explicaría esta suba es la incorporación de nuevas entidades patrocinantes cuyos CHPD se negocian con una mayor prima de riesgo respecto de las observadas para las SGR junto con la tendencia general a la suba de las tasas.

¹¹ Si se incluyen los fideicomisos de préstamos garantizados esta cifra es del 97%, ya que estos fueron los únicos títulos cuyo monto de colocación fue inferior al autorizado a emitir.

¹² Considerando a cada fideicomiso como una única emisión (independientemente de las distintas series de VDF y CP emitidos bajo dicho fideicomiso).

Cuadro 3
Plazo Promedio Ponderado de los Fideicomisos Financieros
 (por tipo de fideicomiso. Datos al 28-02-06)

Tipo de Fideicomiso	Año	
	2005	2006 (*)
Consumo	2.47	2.28
Créditos Comerciales	2.81	2.05
Préstamos Garantizados	5.48	6.05
Financiam. Export PyME	0.83	0.88
Inmobiliarios e Hipotecarios	13.92	n/d
Leasing	3.41	n/d
Cupones Tarj. Crédito	1.89	2.32
Agrícola	2.0	n/d
Total General	4.85	4.53

Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

En cuanto al año 2006, el total colocado por fideicomisos financieros ascendió a \$ 1,676.3 millones (U\$S 549 millones), lo que se reduce a \$ 666.2 millones si se excluyen los fideicomisos de préstamos garantizados.

Hubo un total de 29 emisiones, de las cuales 25 estuvieron denominadas en pesos (U\$S 531.5 millones) y 4 en dólares (U\$S 17.5 millones).

Finalmente, se observa una pequeña reducción en el plazo promedio de algunas categorías de fideicomisos: Consumo y Créditos Comerciales. Otras (Hipotecarios y Leasing) aun no registraron emisiones.

Nota: agradecemos la colaboración de la Gerencia Técnica y de Emisiones, y del Departamento PyME de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, así como a la Comisión Nacional de Valores, por la información suministrada para la elaboración de este artículo.
