



**TESIS DE GRADO
EN INGENIERÍA INDUSTRIAL**

**ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN
PARA PYMES**

Autor: Juan Pablo Freijo

**Director de Tesis:
Ing. Martín Pérez de Solay**

2007

RESUMEN

El documento siguiente tiene por objetivo mostrar cómo los papeles comerciales pueden ser un instrumento útil y aplicable para el financiamiento de Pymes argentinas y además realizar un análisis de los fideicomisos financieros y el descuento de cheques debido al gran crecimiento y uso que han mostrado en los últimos años. Debido a que las Pymes representan una porción importante de la economía (más del 99% del empleo en la Argentina es generado por establecimientos de menos de 50 empleados [FIEL, 1995; CEDEM, 2003]) y generalmente sufren restricciones de acceso a fuentes de financiamiento, el abordaje de la problemática de nuevas y diferentes formas de obtener financiamiento para las mismas es un tema interesante y de gran relevancia para el desarrollo económico.

Los papeles comerciales demuestran ser una fuente de recursos a corto plazo con un costo menor que otras alternativas como préstamos bancarios [Federal Reserve Release, 2006]. Además, al emitirse en mercados de capitales líquidos, pueden lograr elevados volúmenes de circulación, lo que les permite mostrarse como una inversión atractiva para un variado universo de inversores, ya sea por la coincidencia del plazo de un instrumento con su horizonte de inversión, por su bajo riesgo o por la necesidad de invertir excesos temporales de liquidez en el corto plazo.

La reducción de costos y la relativa facilidad de emisión de los papeles comerciales los convierten en una alternativa atractiva para las compañías que deseen financiar sus necesidades de capital de trabajo u otros fondos a plazos menores al año, presentando diferentes variantes que aumentan la flexibilidad de estos mercados, proponiendo una mayor atractividad tanto para el universo emisor como inversor.

Existen numerosos mercados donde estos papeles comerciales son comprados y vendidos, y un análisis de los mismos revela características propias de los mismos que son fundamentales a la hora de una potencial implementación en un nuevo mercado. El análisis de diferentes mercados de papeles comerciales presentes en diferentes países junto con las características de la Argentina permiten recomendar las características más deseables que debería presentar un mercado potencial de estos instrumentos para ser exitoso en la Argentina.

Con respecto a la conclusión sobre la implementación de un mercado de papeles comerciales en el país, se destacan como aspectos importantes a tener en cuenta los siguientes:

- La regulación previamente existente en materia de mercados de capitales debido a que la existencia de un nuevo mercado competirá en cuanto a la captación de fondos;
- La profundidad de éstos mercados debido a que una implementación favorable requiere de amplia utilización y liquidez de los mercados de capitales como instrumentos de financiación;
- La utilización de activos en garantía o la posibilidad del pago en especie como factores para disminuir el riesgo y así lograr menores costos de financiamiento a través de estos instrumentos.

A lo largo del documento se llega a dos conclusiones separadas. Con referencia a los papeles comerciales se puede decir que son un instrumento de financiamiento a corto plazo con menores costos que los préstamos tradicionales, eficiente en su emisión, y de implementación exitosa si se respetan los lineamientos analizados en mercados donde ya son emitidos. En cuanto a los fideicomisos y al descuento de cheques como instrumentos de financiación, han alcanzado volúmenes tales que se han convertido en instrumentos de financiación

fundamentales para las Pymes argentinas, lo cual motiva una descripción de su importancia y características en el presente documento.

SUMMARY

The following document is intended to show how commercial papers can be a useful instrument with the objective of financing Argentine small and medium enterprises (SMEs) and to analyze financial trusts and the practice of check discounting due to the growth these two instruments have gone through the past years. Since SMEs represent an important part of the economy (more than 99% of employment is generated by companies with less than 50 employees [FIEL, 1995; CEDEM, 2003]) and they generally suffer credit constraint issues, the topic of how these companies could finance themselves in new and different ways is a relevant and interesting subject, with great importance to economic development.

Commercial papers are a proven source for short term fund raising at a lower cost than other sources such as bank lending [Federal Reserve Release, 2006]. Moreover, when issued in liquid markets, commercial papers can achieve high trading volumes, a feature that is attractive to most investors. This is because if such, investor can match their investing horizons with the duration of the instruments more easily and also because of the diminished level of risk a liquid market presents and the convenience to invest short term excess funds.

Their low costs and simple issuance make commercial papers an attractive alternative for companies who need short term funds for working capital or other needs with durations of a year or less.

There are numerous markets where commercial papers can be issued and traded, and analyzing them proves to be of great importance in order to determine which features must be taken into account when implementing such instruments in new markets. The contrast between these markets and Argentina's characteristics help recommend the desirable characteristics a commercial paper market should have to work correctly in Argentina.

With respect to the formal implementation of such a market in Argentina it can be said that the following are among the most important:

- The regulatory frame relevant to other existing capital markets because a new one will compete in fund raising;
- The depth and development of capital markets, which proves to be an important success factor as it helps markets be liquid and widely used;
- The utilization of asset backing or the payment in kind as risk diminishing instruments.

The document shows two separate conclusions. The first, related to commercial papers, is that these are a proven source of low cost funds and that when they are implemented following the lessons other market have taught they can have a very successful outcome. As regards financial trusts and checks discounting as financing instruments, they have both reached such high volumes in Argentina that they have become indispensable for Argentine SMEs. These motivates the inclusion of a description of both their importance and characteristics in this document.

ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN	1
2.	PYMES EN LA ARGENTINA	3
2.1.	DEFINICIÓN.....	3
2.2.	IMPORTANCIA	4
3.	ESTADO DE LA TECNOLOGÍA.....	5
4.	IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA.....	7
5.	ESBOZO DE LA SOLUCIÓN.....	9
6.	PAPELES COMERCIALES	11
6.1.	DEFINICIÓN.....	11
6.2.	VENTAJAS Y USOS	11
6.3.	PRINCIPIO DE APLICACIÓN.....	13
6.4.	PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS.....	14
6.5.	PUNTO DE VISTA DEL EMISOR	16
6.6.	PUNTO DE VISTA DEL INVERSIONISTA.....	16
7.	PAPELES COMERCIALES RESPALDADOS POR ACTIVOS	17
8.	MERCADOS CONSOLIDADOS.....	21
8.1.	ESTADOS UNIDOS	21
8.1.1.	<i>Generalidades</i>	<i>21</i>
8.1.2.	<i>Metodología de aplicación.....</i>	<i>21</i>
8.1.3.	<i>Volúmenes Circulantes</i>	<i>24</i>
8.1.4.	<i>Mercados Financieros en Estados Unidos.....</i>	<i>24</i>
8.2.	UNIÓN EUROPEA.....	26
8.3.	COMPARACIÓN ENTRE ESTADOS UNIDOS Y LA UNIÓN EUROPEA	27
9.	INTRODUCCIÓN EN NUEVOS MERCADOS	29
9.1.	COREA.....	29
9.2.	RUSIA	29
9.3.	VENEZUELA	31
10.	CONCLUSIONES: COMMERCIAL PAPERS	35
11.	IMPLEMENTACIÓN EN LA ARGENTINA	37
11.1.	ASPECTOS LEGALES Y REGULATORIOS	37
11.2.	ASPECTOS FINANCIEROS.....	38
11.3.	CONDICIONES PARA SU IMPLEMENTACIÓN EN LA ARGENTINA.....	40

12.	OTROS INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN.....	45
12.1.	CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.....	45
12.1.1.	<i>Definición.....</i>	<i>45</i>
12.1.2.	<i>Ventajas y Desventajas.....</i>	<i>45</i>
12.1.3.	<i>Estadísticas.....</i>	<i>47</i>
12.2.	FIDEICOMISO.....	50
12.2.1.	<i>Definición.....</i>	<i>50</i>
12.2.2.	<i>Fideicomiso Financiero.....</i>	<i>51</i>
13.	CONCLUSIONES.....	53
14.	POSIBLES LÍNEAS DE TRABAJO A FUTURO.....	55
15.	BIBLIOGRAFÍA.....	57
16.	GLOSARIO.....	61

1. INTRODUCCIÓN

La introducción de un mercado de papeles comerciales en una economía puede realizarse con la intención de implementar una fuente adicional de financiamiento que permita el crecimiento de las PYMES y disminuir las restricciones que existen para su acceso al crédito [Paravisini, 2006]. Los diferentes instrumentos para promover el desarrollo de las PYMES como créditos otorgados por bancos en muchos casos no se aplican o su aplicación ha logrado resultados pobres que requieren acción [Acosta *et al.*, 2003].

También queda evidenciado que el marco legal en el cual se implementa un mercado de papeles comerciales influye en su dinámica, liquidez y éxito, así como en el riesgo que representa para los inversores.

El siguiente trabajo tiene por objetivo el análisis del estado de la tecnología y su desarrollo para el mercado de los papeles comerciales, su aplicación en diferentes economías y un análisis sobre la posibilidad de su implementación en la Argentina y posteriormente el análisis de dos instrumentos de amplio crecimiento en los últimos años en el país. Está estructurado de la siguiente manera: en un principio se muestran las características de las PYMES argentinas, luego se exponen las características generales de los papeles comerciales, así como su metodología de aplicación. También se presentan los puntos de vista del emisor y del inversionista respecto de éstos. Luego se presentan dos casos de aplicación del mercado de papeles comerciales ya desarrollados como lo son Estados Unidos y la Unión Europea. El caso de Estados Unidos es desarrollado más en detalle debido a la mayor disponibilidad de información sobre el mismo. A continuación, se presentan casos de aplicación en mercados menos desarrollados y por último las conclusiones acerca de los papeles comerciales como instrumento de financiamiento de PYMES y luego las conclusiones sobre su forma de implementación en la Argentina. La sección siguiente muestra las características de los cheques de pago diferido y los fideicomisos como instrumentos de financiación, haciendo énfasis en su utilidad para las PYMES y sus necesidades de fondeo de capital de trabajo. La última sección está compuesta por la bibliografía y un glosario de términos relacionados a la temática desarrollada.

2. PYMES EN LA ARGENTINA

2.1. Definición

Para definir si una empresa pertenece al estrato PYME y dentro de éste si es Pequeña, Mediana o una Microempresa, la ley 24.467 establece los límites máximos del valor de ventas totales anuales, excluidos los impuestos al valor agregado e internos. El importe se determina en función del promedio de los últimos tres años contados a partir del último balance inclusive o información contable adecuadamente documentada. En los casos de empresas cuya antigüedad sea menor que la requerida para el cálculo establecido en el párrafo anterior, se considerará el promedio proporcional de ventas anuales verificado desde su puesta en marcha. Nuevas empresas: Se tomarán los valores proyectados por la empresa para el primer año de actividad. Dichos valores tendrán el carácter de declaración jurada y estarán sujetos a verificación al finalizar el primer ejercicio [Cámara Argentina de la Pequeña y Mediana Empresa, 2004]. Se presentan los valores en el cuadro siguiente.

Tamaño	Sector				
	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Microempresa	\$ 270,000	\$ 900,000	\$ 1,800,000	\$ 450,000	\$ 400,000
Pequeña Empresa	\$ 1,800,000	\$ 5,400,000	\$10,800,000	\$ 3,240,000	\$ 2,500,000
Mediana Empresa	\$10,800,000	\$43,200,000	\$86,200,000	\$21,600,000	\$20,000,000

Tabla 2.1¹: Montos máximos de ventas en pesos para determinar clasificación de empresas.

También existen otros criterios reconocidos para determinar dentro de qué estrato de la clasificación cae una determinada empresa [Thibaud, 2005]. Estos son la determinación según el número de empleados y según el monto adeudado. El primer método, utilizado por el Centro Económico para América Latina (CEPAL) se basa en los límites presentados a continuación.

Tamaño	Cantidad de Empleados
Microempresa	<=5
Pequeña Empresa	>5 y <=50
Mediana Empresa	>50 y <=250
Gran Empresa	>250

Tabla 2.2²: Cantidad de Empleados según metodología CEPAL.

¹ Ley 24.467 de la República Argentina

² CEPAL

El tercer y último método es el utilizado por la consultora Deloitte & Touche cuya clasificación se basa en la deuda contraída por la empresa con el sistema financiero. La empresa no analiza cada empresa por separado sino que analiza cada préstamo individual, determinando el criterio que una empresa cae dentro de la clasificación PYME si el monto es inferior a la suma de \$200.000 y si supera este monto es una gran empresa.

2.2. Importancia

Más del 80% del empleo en la Argentina es generado por establecimientos de menos de 100 empleados [FIEL, 1995; Vives *et al.*, 2005]. En un contexto donde la preponderancia de las Pequeñas y Medianas Empresas es de semejante importancia para la economía y para la generación de puestos de trabajo es evidentemente necesario fomentar el crecimiento del sector para el consecuente crecimiento de la economía.

Siguiendo con la importancia de las empresas de menor tamaño para nuestro país, la Argentina de 1994 estaba compuesta en un 99,2% por establecimientos empresariales de menos de 50 empleados [FIEL, 1995; CEDEM, 2003]. Sin embargo, una porción tan significativa de la actividad total también implica que dentro de ella existe una gran heterogeneidad, en cuanto a tecnología, desarrollo, y etapa de crecimiento, lo que implica diferentes problemáticas y necesidades para cada caso. Esto dificulta aún más el abordaje de la problemática PYME para poder regular o incentivar la actividad. Con esto, se corre el riesgo de que la política pública diseñada para asistir a un conjunto de empresas PYME pueda ir en detrimento de otro conjunto dentro de la misma categoría [FIEL, 1995; Gorenstein & Burachnik, 1999].

3. ESTADO DE LA TECNOLOGÍA

La problemática es abordada en la actualidad de las siguientes maneras, en la mayoría de los casos ligadas al sistema financiero: (a) la organización de redes de servicios reales, (b) las sociedades de garantía recíproca para la solicitud de crédito y (c) la disponibilidad de nuevos instrumentos de financiamiento (factura conformada, leasing, obligaciones negociables, etc) como los instrumentos más eficientes para la promoción de las PYMES. La remoción de obstáculos regulatorios que inhiben el crecimiento de estas empresas incluyen en la Argentina, sobre todo, a los elevados costos laborales [FIEL, 1995].

Sin embargo, el crecimiento de estas empresas se basa actualmente en los siguientes instrumentos de la economía que permiten en mayor o menor medida el desarrollo de estas empresas: la reinversión de utilidades, el crédito bancario y el financiamiento de proveedores. Nótese que las PYMES presentan un menor porcentaje de respuestas en cuanto al uso de la fuente bancaria que tiende a ser compensado por el financiamiento de clientes y el aporte directo de los socios [FIEL, 1995].

El acceso al crédito formal está visto como el mayor motor potencial de oportunidades de desarrollo y, en el contexto de asimetría de la información en el que están sumidas las PYMES, es en general el instrumento de más difícil acceso y de los menos utilizados. La asimetría de información se refiere a que el cliente conoce sus riesgos mejor que la entidad otorgante del crédito, hecho que dificulta y torna más costosa la evaluación del sujeto de crédito, incurriendo en mayores costos de transacción. Esto torna al crédito formal en un instrumento menos accesible debido al incremento de tasas para compensar el riesgo adicional [Cristini & Moya, 1999].

En cuanto al acceso a crédito formal, la articulación del sistema financiero argentino con el exterior experimentada en la década del '90 trajo aparejada una mayor oferta de dinero. Sin embargo, no fue acompañado de una mejor asignación del crédito a las empresas de menor tamaño relativo [Filippo *et al.*, 2004]. Más aún, se puede ver que la expansión del mercado financiero en los 90 estuvo marcada principalmente por el ingreso de grandes bancos que, mientras ampliaron la oferta de dinero, no suelen trabajar estrecha o habitualmente con pequeños clientes como lo son las empresas sujeto de éste análisis. En mercados emergentes como la Argentina, donde éstas empresas se relacionan con bancos de menor envergadura, existen restricciones

financieras de éstos que provocan sub-inversión y solicitantes de préstamos con crédito limitado [Paravisini, 2006].

4. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

El problema objeto del proyecto es analizar la factibilidad de instaurar en la Argentina un mercado similar al ya establecido en Estados Unidos donde se comercializan los llamados “Papeles Comerciales” [Federal Reserve Release, 2006]. Tal objetivo surge como consecuencia de la dificultad de obtener fondos sufridas por las PYMES argentinas y de la importancia de su desarrollo para la economía de un país como fue expresado con anterioridad. Se han nombrado diferentes instrumentos para promover el desarrollo de las PYMES de los cuales muchos no se aplican o su aplicación ha logrado resultados pobres que requieren acción [Acosta *et al.*, 2003]. Por lo tanto, es evidente que existen numerosos puntos de apalancamiento para intentar fomentar el crecimiento de aquellas instituciones que son fundamentales para el funcionamiento de la economía. Mediante este análisis se estaría contribuyendo a analizar y proponer una posible solución para resolver el problema del estancamiento de su crecimiento, lo que trae aparejado un menor desempleo, mayor actividad económica y mayores exportaciones con sus consecuentes ventajas.

Debido a que la motivación de abordar este problema tiene inicio en las dificultades que enfrentan las PYMES para conseguir fondos que les permitan crecer, en especial fondos de corto plazo que les permitan financiar capital de trabajo, se abordan hacia el final del presente trabajo los cheques de pago diferido y los fideicomisos. La razón de hacerlo es que en los últimos años han mostrado un gran crecimiento y grado de utilización, probando ser mecanismos eficaces en el financiamiento de necesidades de corto plazo.

5. ESBOZO DE LA SOLUCIÓN

La alternativa propuesta para intentar facilitar el acceso de PYMES a recursos líquidos es analizar la implementación en la Argentina del mercado llamado “US Commercial Papers”, que representa una forma veloz y eficaz de conseguir fondos a una tasa sensiblemente menor a la del mercado financiero de préstamos. Este mercado se basa en que las PYMES, a través de bancos que garantizan el pago o no, emiten papeles de deuda a una tasa menor a la de obtención de créditos de bancos, minimizando el costo del financiamiento. En el caso que exista un banco garante, los inversores, si bien le están prestando dinero a las PYMES, aceptan esta menor tasa debido a que el banco intermediario garantiza el pago en caso de que la PYME no honrara la deuda. Como compensación por ser garante, la empresa tiene un costo financiero adicional pagado al banco compuesto por un determinado porcentaje sobre el monto obtenido. Otra práctica habitual es la de respaldar la emisión de papeles con garantía de activos de la empresa. En cualquier caso, al no haber un banco o institución financiera como intermediario o utilizando su balance, el costo incurrido es menor.

La aplicación práctica del mercado de “US Commercial Papers” en la Argentina implica primero crear la estructura bancaria que soporte mediante el sistema de garantías la emisión de éstos papeles por parte de las PYMES.

El establecimiento de un mercado de estas características tiene ciertas ventajas respecto de los existentes:

a) En primera medida el costo total sigue siendo menor a aquél incurrido en un préstamo tradicional. Esto es así debido a una serie de razones: (i) Los papeles comerciales requieren menor carga de trámites de registración en la comisión de valores (o la autoridad de aplicación pertinente) del país respectivo, hecho que tiene diversos costos asociados, tanto por las tramitaciones iniciales como también por la emisión de un prospecto, los requisitos periódicos de apertura de información y el tiempo y la mano de obra insumidos en el proceso y además la registración permite utilizar un esquema de programas de emisión (llamado shell registration) que permiten emitir bajo un mismo trámite varias series de papeles comerciales, (ii) La construcción del costo de un préstamo bancario implica un costo asociado a la cobertura del riesgo originado para el banco por el descalce entre los plazos a los que toma fondos y a los que presta (también llamado “*gapping de plazos*”), cosa que no

ocurre con los papeles comerciales ya que cada inversor puede optar por invertir en un papel comercial que se ajuste a su horizonte de inversión, (iii) los préstamos bancarios tienen una menor liquidez debido a que no se *tradean* en mercados líquidos como aquellos de los papeles comerciales, representando una inversión más riesgosa y por lo tanto con un mayor costo asociado. Entonces, debido a estas diferencias, las empresas pueden optar por esta alternativa de menor costo y mantienen a los préstamos bancarios como una alternativa de mayor costo para cubrir eventuales baches de caja. Otra ventaja de este mercado, que incrementa sus posibilidades de éxito, es que presenta una gran oportunidad para Inversores Institucionales como AFJP's ya que, debido a su gran liquidez, permiten colocar fondos (que de otra manera no estarían siendo aprovechados) en plazos reducidos y retirarlos según sea necesario. Respecto de este tipo de inversores, este mercado es atractivo para la colocación y fácil retiro de sus excesos temporales de liquidez ya que, debido a las características del negocio, su horizonte de inversión es de largo plazo (deben cubrir pasivos que son exigibles en el largo plazo como ser las pensiones y jubilaciones).

b) Otra ventaja es que, al menos en la forma en la que están implementados en Estados Unidos, debido a sus plazos más cortos no requieren registrarse de la misma manera compleja que papeles o bonos de mayores plazos [Federal Reserve Release, 2006].

c) Presenta también ventajas para los bancos, que por garantizar estos papeles cobran un fee o canon pero sin comprometer fondos de sus activos, logrando así una nueva fuente de ingresos mientras que los fondos no utilizados para financiar PYMES pueden ser utilizados para otros préstamos. Cabe destacar que si bien la emisión de papeles comerciales no compromete fondos tomados por los bancos, compromete parte de su patrimonio debido a las diferentes regulaciones prudenciales a las que están sujetas los bancos. A pesar de este requerimiento, el patrimonio comprometido es menor que aquel que demanda un préstamo.

6. PAPELES COMERCIALES

6.1. *Definición*

Los papeles comerciales consisten en notas o títulos valores que representan una promesa de pago, emitidas principalmente por compañías. Muchas compañías los utilizan para conseguir el efectivo requerido para sus operaciones habituales, pero algunas lo utilizan como una alternativa de menor costo a los préstamos bancarios tradicionales. Además, en la forma en la que están implementados en Estados Unidos, debido a sus plazos más cortos no requieren registrarse de la misma manera compleja que papeles o bonos de mayores plazos [Federal Reserve Release, 2006].

El volumen de los papeles comerciales en Estados Unidos excede el de cualquier otro mercado de dinero exceptuando las notas del Tesoro, lo que demuestra una gran capacidad de obtener fondos y financiamiento a través de este mercado. El volumen circulando en 1995 era de 677 mil millones de dólares, lo que representa un mercado maduro de volumen comparable con otros mercados de dinero [Abramov, 1999].

Estos documentos pueden ser emitidos en los Estados Unidos por bancos de cualquier tipo, poder otorgado mediante la legislación llamada "Glass-Steagall Act". De esta manera, aumenta la facilidad de emitirlos y mejora la liquidez del mercado, haciéndolo más atractivo para inversionistas que desean un mercado de menor riesgo que les permita entrar y salir con facilidad [Kwan, 1998]. Además, la emisión de papeles comerciales presenta ventajas para los bancos ya que amplía el espectro de sus actividades, disminuyendo el riesgo asociado a sus negocios. En el mercado de los Estados Unidos, un estudio muestra que la correlación entre la rentabilidad de las actividades bancarias tradicionales y las relacionadas a la emisión de papeles comerciales es cercana a cero. Esto trae la consecuencia de disminución de riesgo por diversificación de actividades [Kwan, 1998].

6.2. *Ventajas y Usos*

El papel comercial constituye un instrumento de captación de recursos a corto plazo que ofrece una alternativa a los tradicionalmente ofrecidos por el sistema bancario. Con ellos, se posibilita a las sociedades anónimas el acceso a una fuente de financiamiento a corto plazo y al público inversionista, la opción de

colocar sus recursos disponibles en un instrumento de ahorro. Los papeles comerciales vienen, así, a ampliar la cantidad de alternativas de colocación en el mercado.

Los papeles comerciales son la única configuración de deuda a corto plazo colocada por empresas con un mercado público, y pueden compensar caídas en el sistema bancario, previniendo una caída del financiamiento de las empresas [Calomiris *et al.* 1994].

Toda empresa tiene necesidades de recursos a corto plazo para financiar sus operaciones corrientes y aquellas partidas que componen su capital de trabajo. Si bien es cierto que la empresa podría satisfacer sus requerimientos de capital de trabajo mediante la obtención de fondos a largo plazo, puede no ser lo más eficiente. Esto se debe a varias razones:

1. La necesidad de fondos de la empresa puede ser estacional o cíclica. En este caso no será aconsejable para la empresa que se comprometa con deudas a largo plazo para colmar sus necesidades de recursos a corto plazo. En estos casos, dependiendo del destino o de la aplicación de los fondos, resulta más conveniente para la empresa obtener créditos a corto plazo por la flexibilidad que proporcionan en cuanto a vencimientos, sobre todo si estos recursos van dirigidos a financiar operaciones corrientes.
2. En cuanto al aspecto económico de las deudas, el costo de obtención de recursos a corto plazo es menor que el costo de obtención de recursos a largo plazo. Es decir, generalmente, el precio que hay que pagar por el dinero obtenido a largo plazo es mayor que el que hay que pagar para obtener fondos a corto plazo.

Como opción tradicional, la empresa puede obtener esos recursos a través del sistema bancario. El crédito bancario es una fuente de obtención de fondos a corto plazo para la empresa. Pero, ocurre que el crédito bancario es selectivo y esta sujeto a limitaciones de carácter legal. Ello puede determinar que varias empresas no tengan el mismo acceso al crédito bancario o que para acceder al crédito institucional, la empresa tenga que afrontar diversos costos de capital, o finalmente, que los recursos que proporcione el sistema bancario sean insuficientes para las necesidades de financiamiento de las operaciones diarias de la empresa.

Por estas razones, surge la emisión de los llamados papeles comerciales, Títulos Valores o Títulos comerciales, cuya negociabilidad los dota de alta liquidez en el mercado, sobre todo en aquellos mercados donde actúan

inversionistas institucionales que operan con grandes volúmenes [Contreras, 2003].

6.3. Principio de Aplicación

La emisión de papeles comerciales, realizada por sociedades anónimas, puede canalizarse directamente a los inversores a través del mercado en el caso de empresas grandes con buen rating crediticio [British Bankers' Association, 2002] y en el caso de empresas más chicas puede actuar un banco como intermediario o garante. Las empresas emisoras deberán estar registradas en cada país según la legislación local y las tasas en función del plazo al que podrán emitir papeles comerciales se rigen por las condiciones del mercado.

Una vez emitidos, presentan las características de un título o valor negociable, ofreciéndose en el mercado secundario o no y con su precio regido por la libre oferta y demanda del mismo. La figura siguiente muestra un esquema del mecanismo de aplicación de los papeles comerciales en un mercado.

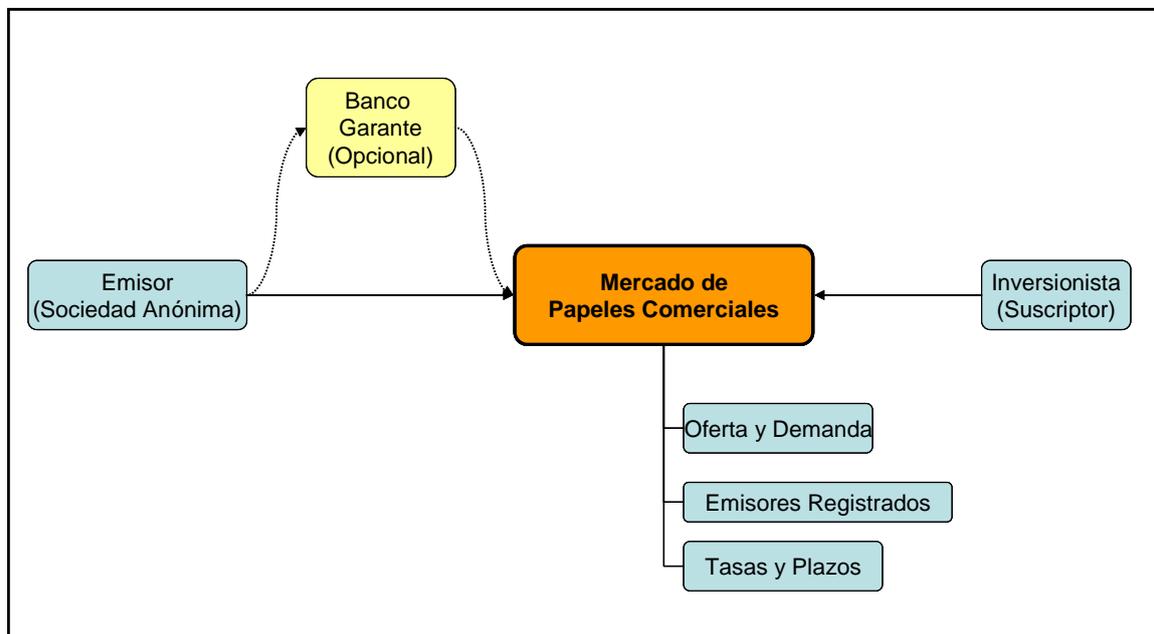


Figura 6.1³: Mecanismo de aplicación de papeles comerciales.

³ *Elaboración Propia.*

6.4. Principales Características

A continuación se enumeran y explican las principales características de un papel comercial:

El papel comercial es un título valor: Los papeles comerciales poseen atributos propios de los títulos valores. Pero, al igual que las obligaciones, son títulos valores que tienen una diferencia. Un título valor es un documento necesario para ejercer un derecho contenido en ese documento. Sin embargo, el papel comercial se refiere a otro documento que es el contrato de emisión. Aunque el título se negocia sin el consentimiento del deudor, no circula aislado del contrato de emisión.

Los papeles comerciales de un mismo emisor son emitidos en masa: Los papeles se emiten en serie o en unidades múltiples, siempre en forma genérica. Son equivalentes entre sí e intercambiables, porque todos tienen el mismo contenido. Tienen las mismas características y otorgan iguales derechos. Dependen de una operación única. Aunque al fin de facilitar la colocación, los títulos se agrupan en lotes con distintas denominaciones, los títulos que integran cada grupo tienen el mismo valor inicial, o sea el llamado precio de emisión, aun cuando tal valor cambie después como consecuencia del mercado. Los papeles comerciales, como todo título emitido en serie, se identifican por un número correlativo que permite diferenciar cada título de otros similares.

Los papeles comerciales son emitidos por sociedades anónimas: Las sociedades anónimas son las únicas personas autorizadas por la ley para emitir papeles comerciales. Ninguna otra persona natural o jurídica distintas de la sociedad anónima puede hacerlo.

Los papeles comerciales están destinados a la oferta pública: Esta es una característica que distingue los papeles comerciales de las aceptaciones comerciales que se negocian principalmente a través de las mesas de dinero. En este último caso, no hay emisiones masivas dirigidas al público, no se anuncian públicamente la colocación y los volúmenes negociados son indeterminados.

Los papeles comerciales se emiten al portador o en forma nominativa: Los papeles comerciales deben estar emitidos al portador o en forma nominativa, a opción de la entidad emisora ya que no se permite emitirlos a la orden. Esto incide, básicamente, aunque no exclusivamente, en el régimen de circulación del título. Lo normal será que se emitan al portador y que su transferencia se

realice por simple entrega. También se puede optar por emitir papeles comerciales en forma nominativa, es decir señalando como titular a una persona determinada, en cuyo caso el título estará sujeto a un régimen más complejo de transmisión.

Los papeles comerciales son títulos valores emitidos a corto plazo: Esta característica hace del papel comercial un instrumento muy interesante para las empresas emisoras, por cuanto les permite obtener financiamiento a corto plazo. Precisamente, porque la empresa a través de papeles comerciales capta recursos a corto plazo, los utiliza para la financiación de su capital de trabajo, es decir, de activos a corto plazo, tales como cuentas por cobrar o para mantener inventarios (materia prima o productos terminados). Esta característica de ser emitidos a corto plazo, diferencia los papeles comerciales de otro tipo de obligaciones.

Los papeles comerciales son colocados con prima a descuento o a valor par: Normalmente, se colocan a valor nominal, es decir, el capital desembolsado por el suscriptor es igual al valor nominal del título. Sin embargo, como un medio para facilitar la colocación, se permite que el valor nominal sea superior al capital desembolsado (colocación a descuento). La diferencia constituye un beneficio que obtendrá el titular del papel comercial cuando éste sea reembolsado. Para facilitar el cobro de los intereses, los papeles comerciales pueden llevar adheridos cupones para el cobro de los intereses los cuales serán al portador, y serán también títulos valores. También pueden emitirse papeles comerciales cero cupón. El papel comercial cero cupón es un papel comercial sin intereses donde el emisor sólo se obliga pagar el principal al vencimiento. Se colocará, inicialmente a un descuento equivalente al valor presente del pago del monto del principal del papel comercial al vencimiento, descontado a la tasa de interés de mercado para las colocaciones por un plazo similar. El precio de colocación del papel comercial estará en función de la tasa de descuento y de los días a vencimiento de los títulos que componen la emisión.

Por último, los papeles comerciales son elementos de renta fija, que presenta las siguientes características. Asegura un rendimiento que ya se conoce de antemano, mientras en la renta variable (acciones) dependerá de los precios del mercado a la hora de vender los títulos. El inversionista en busca de un ingreso fijo y predecible, debería optar por instrumentos de renta fija (como papeles comerciales o depósitos a plazo fijo). Esto se opone al concepto de renta variable que son un conjunto de valores cuyos flujos futuros no son fijos ni conocidos con certeza de antemano.

6.5. Punto de Vista del Emisor

Los papeles comerciales son ampliamente utilizados por compañías e instituciones como un instrumento flexible de corto plazo que provee una diversificación de fuentes de financiamiento eficiente en cuanto al costo. Aunque son utilizados típicamente para financiar requerimientos de corto plazo como capital de trabajo o cuentas a cobrar, si el mercado de papeles comerciales es sólido se logra que algunos emisores realicen un roll-over (se renueva la deuda por otro plazo) de sus papeles comerciales, lo que implica que los vuelven a renovar, logrando una financiación de largo plazo [British Bankers' Association, 2002].

6.6. Punto de Vista del Inversionista

Desde la perspectiva del inversionista, la decisión de colocar parte de sus recursos en papeles comerciales debe estar orientada según los plazos en los que desea realizar dicha colocación, el rendimiento ofrecido por los papeles (que usualmente es superior al disponible a través de la banca comercial), y la calificación de riesgo obtenida por la emisión [Grasso Vecchio, 2002].

Los papeles comerciales tienen la ventaja de que usualmente ofrecen mayores rendimientos en comparación con otros tipos de inversión de riesgo similar como podrían ser bonos, plazos fijos u otros instrumentos de renta fija. Además, el monto inicial de la inversión es usualmente menor que en otros tipos de inversión y le permite tener acceso a mayores alternativas, debido a que cuenta con una calificación de riesgo. La información que tiene el inversionista para decidir su inversión es más real y algunos de los papeles que se emiten tienen garantía de bancos, lo que representa un bajo grado de riesgo para la inversión [Grasso Vecchio, 2002].

En cuanto a las desventajas, como en toda inversión, existe riesgo. Si una emisión no está garantizada, su probabilidad de pago dependerá exclusivamente de la generación de caja de la empresa y de su capacidad de negociar con sus acreedores. Muchas veces, cuando una emisión sale a la calle ya está totalmente colocada y el inversionista debe dirigirse al mercado secundario para poder adquirir dichos papeles [Grasso Vecchio, 2002].

7. PAPELES COMERCIALES RESPALDADOS POR ACTIVOS

La emisión de papeles comerciales respaldados por activos (ABCP) se basa en obtener un interés sobre algunos activos. Es un instrumento de financiamiento de corto plazo como los papeles comerciales clásicos pero con la restricción de que la existencia de un activo subyacente como cuentas a cobrar, inventarios o capital de trabajo es un requerimiento. Es decir que no pueden ser emitidos como una deuda financiera sin un destino específico. El éxito de estas emisiones depende generalmente de la performance de los activos financiados a través del papel comercial [Fitch Ratings, 2001].

El riesgo de un papel comercial no respaldado depende del riesgo financiero y operativo de la compañía que lo emite. Sin embargo, con la modalidad de ABCP, el riesgo crediticio de un papel está relacionado y depende del riesgo de ciertos activos subyacentes específicos. Esto le da la oportunidad de acceder a este mercado a compañías más pequeñas y riesgosas. Inclusive, al reducir el riesgo y por lo tanto el costo asociado, grandes compañías con amplio acceso al mercado de capitales han optado por utilizar esta modalidad [Federal Reserve Bank of Richmond, 2007].

La deuda contraída a través de este instrumento se puede renovar con periodicidad (revolving) logrando una financiación de mayor plazo y variar su volumen, es decir el monto. Además, se pueden referir a activos de diferentes tipos [Fitch Ratings, 2001].

El gráfico a continuación muestra para Estados Unidos la evolución del monto circulante de papeles comerciales ABCP.

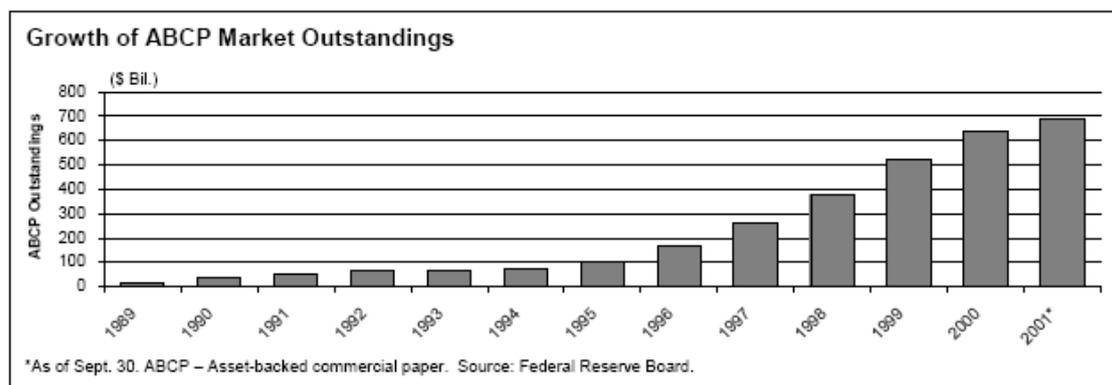


Figura 7.14: Evolución de ABCP en Estados Unidos.

En cuanto al mecanismo de emisión de ABCP, el objetivo es aislar el riesgo del papel comercial emitido y sus activos subyacentes del resto de la compañía en cuestión. Para ello se crea un SPV (Special Purpose Vehicle), que es una entidad jurídica separada de la empresa emisora. Este SPV compra los activos de la compañía (los activos que serían utilizados para respaldar la emisión) que quiere emitir los papeles comerciales, financiando esta compra con fondos obtenidos a través de la emisión de papeles comerciales. El único objeto de este SPV es la transacción explicada, por lo que el riesgo de la compañía y el de los activos que respaldarán la emisión quedan aislados uno del otro. En la Argentina, las características de este SPV están dadas en los fideicomisos financieros, una figura legal utilizada para aislar ciertos activos y utilizarlos como colateral o garantía. En general, para este tipo de emisiones se utilizan como activos de respaldo cuentas a cobrar que tienen flujos de fondos predecibles y bajo riesgo de crédito, y el monto total de activos subyacentes excede el valor de los papeles comerciales emitidos para cubrir posibles riesgos de default por parte del alguno de esos activos. Esta práctica se conoce como sobre-garantía, y no solo se limita al exceso en valor de los activos respecto de la emisión sino que también puede incluir garantías de liquidez por parte de la compañía que vende los activos [Federal Reserve Bank of Richmond, 2007].

Una práctica habitual en la emisión de papeles comerciales respaldados por activos es la de combinar un grupo de cuentas a cobrar de similares características pero de diferentes compañías dentro de un programa e emisión, sumando un volumen crítico como para poder realizar una emisión de papeles

⁴ Federal Reserve Board, gráfico elaborado por Fitch Ratings

comerciales a un costo razonable, reduciendo la incidencia de los costos fijos y de transacción asociados. Esta modalidad le permite el acceso a compañías más pequeñas, y además reduce el riesgo de la emisión ya que, debido a los diferentes orígenes de los activos subyacentes puestos en garantía, se da el fenómeno de diversificación del riesgo. Esta modalidad es generalmente llevada a cabo por un banco comercial que compra los activos a sus clientes corporativos y realiza la emisión [Federal Reserve Bank of Richmond, 2007].

8. MERCADOS CONSOLIDADOS

8.1. *Estados Unidos*

8.1.1. Generalidades

Los papeles comerciales de Estados Unidos son promesas de pago cuyas características van de acuerdo a lo definido para un papel comercial en la introducción. Su período de madurez, que representa el plazo entre que se emite y se cobra llega hasta los 270 días, pero el promedio es de 30 días. El directorio de la Reserva Federal de Estados Unidos publica la información relativa a los mismos principalmente a través de su sitio de Internet y ésta consiste en reportes semanales y mensuales (H.15 Statistical Release y Statistical Release respectivamente).

8.1.2. Metodología de aplicación

La Reserva Federal utiliza los datos proporcionados por la Depository Trust Company (DTC) ubicada en Nueva York para calcular la tasa de interés resultante de las transacciones de los papeles comerciales. A partir de ellos estima una relación entre las tasas de interés de determinados papeles y su período de madurez, otorgando mayores pesos a las transacciones de mayor valor para que éstas tengan mayor peso en el índice resultante. Con la relación establecida, los datos de tasas de interés representan la estimación de las tasas de interés para un período de maduración determinado. Con éste método, se puede determinar la tasa de interés para un período de maduración determinado mediante una interpolación aunque no se hayan realizado transacciones para ese requerimiento.

Las tasas de interés que resultan de todo el proceso son el reflejo de una compilación estadística de datos que reflejan transacciones para diferentes emisores, períodos de maduración, y corredores (traders). Mientras que una tasa de interés calculada puede reflejar determinada actividad del mercado, puede no ser igual a ninguna tasa de interés real de una transacción. Por lo tanto, el proceso es exacto para las transacciones incluidas en cada cálculo. En la práctica, cálculos realizados para determinados períodos demuestran que la

diferencia absoluta entre las tasas estimadas para determinados bonos y la real es menor a 2 puntos básicos que estadísticamente no era significativamente diferente de cero [Board of Governors of the Federal Reserve System, 1997] .

A continuación se muestran las tasas vigentes para distintos períodos de maduración de los papeles comerciales en Estados Unidos. Se puede notar que la tasa varía según la calificación crediticia de los emisores y según el tipo de papel emitido, diferenciando según empresas financieras o no y según haya respaldo de activos.

A partir de las tasas, las características de la empresa y el plazo, la liquidez y volúmenes negociados habitualmente permiten determinar con precisión la tasa de endeudamiento de un papel comercial a ser emitido.

Term	AA nonfinancional	A2/P2/F2 nonfinancional	AA financiero	AA asset-backed
1-day	5.25	5.31	5.24	5.28
7-day	5.23	5.31	5.23	5.28
15-day	5.21	5.33	5.23	5.27
30-day	5.19	5.38	5.23	5.3
60-day	5.19	5.36	5.23	5.26
90-day	n.a.	5.33	5.23	5.26

Tabla 8.1⁵: Tasas de interés para diferentes períodos y calificaciones crediticias.

Cabe destacar que la estructura temporal de los rendimientos obtenidos está “invertida”, por lo que los rendimientos de largo plazo son inferiores a los de mediano plazo. Esta situación es considerada no de equilibrio.

En cuanto a los criterios utilizados por la Reserva Federal para determinar los índices de tasas de interés para las compañías interesadas en emitir papeles comerciales en Estados Unidos, se destacan los siguientes puntos a considerarse:

- Agencias de rating crediticio: Moody’s Investors Service y Standard & Poor’s;
- Rating crediticio bajo revisión: en el caso de que el rating crediticio se encuentre bajo revisión no se tiene en cuenta debido a la posibilidad de que éste sea modificado y por lo tanto altere la situación ante el mercado;
- Cada transacción realizada con anterioridad es ponderada por su valor facial.

⁵ *Federal Reserve Release*

Period	Financial						Special Categories						
	Domestic				Foreign		LOC	SEC rule 2a-7		Directly-placed			
	U.S. owned	Foreign bank parent	Foreign nonbank parent	Other	Bank	Other		Tier-1	Tier-2	Nonfinancial	Financial	Asset-backed	Other
Year-end levels													
2004	255.2	167.7	28.9	0.1	96.9	51.7	23.1	1,246.80	55.7	10	178.2	91.3	0
2005	299.9	188.8	30.7	0.1	103.8	45.9	12.2	1,440.20	59.6	9.8	199	88.6	0
Month-end levels													
2006-May	313.8	233.6	35.3	0.1	112.5	62	32.4	1,708.20	76.6	25.8	219.2	101.9	0
Jun	304.4	215	35.5	0.1	93.7	56.6	34	1,658.70	76.7	12.5	212.6	101.8	0
Jul	312.6	201.9	43.2	0.1	92.8	59.1	35.8	1,681.90	74.3	21.6	216.9	99.7	0
Aug	298.1	206.7	40.8	0.1	115.6	65.2	35.3	1,713.30	70.2	19.9	211.9	101.9	0
Sep	299.7	211.8	37	0.1	123.2	61.4	36.1	1,726.30	71.5	12	216.5	103.5	0
Oct	299.7	198.8	36	0.1	130.5	68	35.5	1,732.30	75.1	23	206.4	107	0
Nov	313.5	194.4	34.8	0.1	129	65.6	36.6	1,753.00	72.1	23.6	223	109.5	0

Tabla 8.2⁶: Volúmenes en circulación de US Commercial Papers.



Figura 8.17: Volumen en circulación de ABCP en Estados Unidos y su participación porcentual en el total de US Commercial Papers.

⁶ Federal Reserve Release

⁷ Credit Suisse

8.1.3. Volúmenes Circulantes

Para el cálculo de los volúmenes circulantes, el directorio de la Reserva Federal utiliza los datos individuales semanales y mensuales de volúmenes circulantes proporcionados por DTC. El total se calcula como la suma de todos los papeles comerciales individuales en circulación [Federal Reserve Release, 2006]. La tabla siguiente muestra los volúmenes circulando en diferentes períodos, con sus valores en miles de millones de dólares.

En Estados Unidos tienen una gran importancia los papeles comerciales respaldados por activos (Asset-Backed Commercial Papers o ABCP), los que actualmente representan el 53% del total circulante de papeles comerciales. En la página anterior se muestra un gráfico con los volúmenes circulantes de papeles comerciales respaldados sobre activos [Credit Suisse, 2006].

Es importante notar que los volúmenes en circulación son ampliamente superiores para las compañías que caen dentro de la clasificación Tier-1 de la Securities and Exchange Commission (SEC), el organismo regulador de los mercados de capitales en Estados Unidos. Esto implica que estos instrumentos son más utilizados por empresas de primera categoría o más grandes. Según el reglamento de la SEC las empresas deben tener la calificación más alta de dos agencias de rating crediticio para pertenecer a este grupo, lo que generalmente implica una limitante para empresas más pequeñas que no tienen una financiera tan sólida. En la Argentina sería difícil implementar una versión directa de este sistema debido a que las PYMES objeto de esta discusión no presentan una calificación crediticia tan sólida. Sin embargo, el respaldo de los papeles comerciales mediante activos se muestra como una herramienta eficiente para salvar esta diferencia.

8.1.4. Mercados Financieros en Estados Unidos

El cuadro siguiente muestra los instrumentos financieros utilizados en Estados Unidos. En él se puede ver que de los instrumentos que emiten las compañías, los de menor plazo son los papeles comerciales, lo que permite el financiamiento de necesidades de corto plazo como capital de trabajo y cuentas a cobrar.

Instrumentos financieros (EE UU)

Estados Unidos				
	Emisor	Inversionistas típicos	Madurez típica	Actividad del mercado secundario
Instrumentos del mercado monetario				
Letras del Tesoro	Gobierno federal	Familias y empresas	13, 26 y 52 semanas	Alta
Certificados de depósito no-negociables	Instituciones bancarias y de ahorro	Familias	7 días a 5 años o más	Inexistente
Certificados de depósito negociables	Bancos grandes e instituciones financieras	Empresas	2 semanas a 1 año	Moderada
Papeles comerciales financieros	Empresas, compañías	Empresas	1 a 270 días	Baja
Depósitos de Eurodólares	Bancos ubicados fuera de Estados Unidos	Empresas y gobiernos	1 día a 1 año	Inexistente
Aceptaciones bancarias	Bancos	Empresas	30 a 270 días	Alta
Fondos Federales	Instituciones de depósito	Instituciones de depósito	1 a 7 días	Inexistente
Acuerdos de recompra	Empresas no-financieras e instituciones financieras	Empresas no-financieras e instituciones financieras	1 día a 7 días	Inexistente
Instrumentos del mercado de capitales				
Notas y Bonos del Tesoro	Gobierno federal	Familias y empresas	3 a 30 años	Alta
Bonos municipales	Gobiernos locales y	Familias y empresas	10 a 30 años	Moderada
Bonos corporativos	Empresas	Familias y empresas	10 a 30 años	Moderada
Hipotecas (GNMA, FNMA, PIP, CMO, títulos de participación)	Individuos y empresas	Instituciones financieras	15 a 30 años	Moderada
Acciones	Empresas	Familias y empresas	No maduran	Alta (caso de acciones de empresas grandes)

Tabla 8.3⁸: Instrumentos financieros utilizados en Estados Unidos.

⁸ *Urbi*

8.2. Unión Europea

Los ECP (Euro Commercial Papers) son papeles comerciales que son emitidos e intercambiados en mercados financieros internacionales basados en el Euro. Son títulos valores con descuento o tasa de interés cuyo período de maduración oscila generalmente entre 2 y 365 días [Deutsche Bank, 2006].

El mercado de los papeles comerciales europeos o ECP surgió en 1980 como consecuencia de facilidades regulatorias a la emisión de notas, que provocó del desarrollo de programas de ECP basados en el dólar. La principal característica de los ECP era que no cumplía con la regulación de la Securities Exchange Commission de Estados Unidos (el equivalente a la Comisión Nacional de Valores local), lo que impedía que fueran vendidos a inversionistas de ese país. Desde ese entonces, el mercado de ECP se ha desarrollado hasta lograr ser el único mercado de papeles comerciales de corto plazo en varias monedas, incluyendo emisiones en Libras Esterlinas, Francos Suizos, Yenes Japoneses y el Euro [British Bankers' Association, 2002].

El principal actor en el mercado de ECP es el Euro Commercial Paper Committee, y se considera a este mercado un mercado de emisiones de corto plazo competitivo, de buen funcionamiento y alta calidad que ofrece oportunidades de conseguir financiación de corto plazo para capital de trabajo y otras obligaciones de corto plazo así como también oportunidades de inversión para inversores institucionales que necesiten confiabilidad en sus colocaciones de corto plazo. La introducción del Euro provocó un gran crecimiento en el mercado de ECP, con un volumen circulante de 420 mil millones de Euros. [International Capital Market Association, 2006]. Dentro del mercado ECP, su parte más importante (31% de market share) pertenece al los Asset-Backed ECP (Papeles comerciales garantizados por activos). Actualmente, el mercado cumple con las legislaciones de los países miembros de la Unión Europea.

Los papeles comerciales en el mercado europeo impactan en otros mercados de dinero. El mercado de ECP es el único mercado que atraviesa las fronteras de los países de la Unión Europea, y al colocarse fondos en ese mercado reduce la liquidez de los mercados de bonos y letras del tesoro de los países participantes, lo que incrementa su costo de endeudamiento debido a la percepción de los mercados secundarios para esos instrumentos [Peshkov, 2005].

El lanzamiento del Euro como moneda común de varios países que antes diferían en este aspecto, motivó fuertemente el crecimiento del mercado de papeles comerciales, facilitando e incrementando las inversiones de países Europeos limítrofes, antes menos atractivas por el riesgo agregado del tipo de cambio. Al unificar la moneda se logró un mercado en conjunto más grande y líquido, con un gran potencial en términos de volumen ya que si se calcula el producto bruto interno agregado de los países miembro de la Unión Europea incluso supera el de los Estados Unidos [Karpik *et al.*, 2004].

8.3. Comparación Entre Estados Unidos y la Unión Europea

Se trata de los dos países con mercados más desarrollados, tanto en antigüedad como en volumen, teniendo una legislación que garantiza un funcionamiento transparente y estable, minimizando el riesgo para los inversionistas [Karpik, 2004].



Figura 8.2⁹: Volumen de papeles comerciales circulantes (ECP vs. US CP)

⁹ JP Morgan y State Street

Ambos mercados experimentan una etapa de amplio crecimiento como se puede ver en los Gráficos 3 y 4, con el mercado europeo presentando el crecimiento mayor en los últimos años, frente a una retracción del mercado de Estados Unidos. Si bien el mercado de Estados Unidos tiene una mayor liquidez (frente a economías de tamaños similares en términos de PBI), es un mercado más antiguo, con una tasa de crecimiento menor, con una tendencia a la estabilización, mientras que el mercado europeo, lanzado en 1980, está en una etapa de rápido crecimiento.

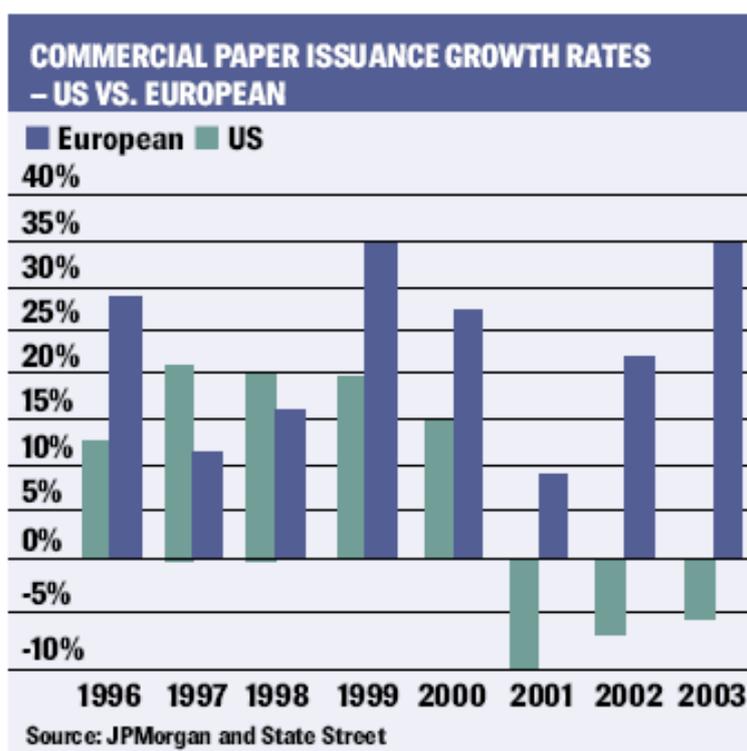


Figura 8.3¹⁰: Tasa de crecimiento de volumen de papeles comerciales circulantes (ECP vs. US CP)

¹⁰ JP Morgan y State Street

9. INTRODUCCIÓN EN NUEVOS MERCADOS

9.1. *Corea*

La introducción de un mercado de papeles comerciales en una economía tiene consecuencias positivas y negativas dentro de la misma. En el caso coreano, al introducirse los papeles comerciales, los bancos de ese país comenzaron a comprarlos en grandes cantidades, prefiriéndolos antes que realizar préstamos. Entre 1991 y 1997, mientras que el mercado de papeles comerciales en Corea se incrementó 7 veces, generando una gran liquidez, los mercados de capitales y de bonos se incrementaron en un 260 por ciento. El mercado de dinero coreano en 1995 representaba el 38 por ciento de su PBI, mientras que en Estados Unidos representaba el 35.7 por ciento y en Japón el 22.3 por ciento (para un análisis de la profundidad de los mercados de capitales en la Argentina ver sección “Recomendaciones para su Implementación”). Este crecimiento fue motivado en gran parte por políticas regulatorias, que mantenían las tasas de los préstamos acotadas en valores bajos artificialmente, motivando a los bancos a buscar mayores ingresos y retornos [López & Spiegel, 2002].

9.2. *Rusia*

En Rusia, aspectos regulatorios influyen fuertemente en el mercado de papeles comerciales. Los bonos corporativos son considerados la mejor manera de canalizar fondos a los sectores industriales ya que permiten a sus emisores conseguir financiación a tasas menores que los clásicos préstamos bancarios, compensando las restricciones del acceso a mercados financieros internacionales. Esta situación es similar a la de Argentina, donde las emisiones de bonos corporativos, a través de la ley de Obligaciones Negociables 23.576, evidenciada en las recientes emisiones (Banco Macro S.A., Transportadora de Gas del Sur S.A., Alto Palermo S.A.) a tasas competitivas internacionalmente. Esta limitación también los convierte en opciones atractivas de inversión para inversores y bancos con una cartera limitada de inversiones [Abramov, 1999]. El gráfico 5, presentado a continuación muestra el gran crecimiento del valor de los bonos corporativos en circulación, siendo el último año presentado 1999.

Sin embargo, la emisión de bonos y sus transacciones presentan dificultades regulatorias e impositivas. Esto se debe en primera medida a que el lanzamiento de un bono corporativo implica costos altos, lo que limita su uso a pocas compañías. Esto se debe a un sistema de impuestos en el cual el gobierno retiene una alícuota (0,8%) sobre el precio de la oferta a realizar antes de que esta se realice, siendo muy difícil para una compañía que todavía no conoce el grado de éxito de su oferta. Por lo tanto, tales aspectos disminuyen el atractivo de los beneficios de emitir bonos corporativos con respecto a préstamos bancarios o papeles comerciales (notas de promesa de pago llamadas “veksels”. Los veksels son obligaciones de deuda a corto plazo entre las empresas. El mercado de veksels comenzó su desarrollo en 1995, la crisis financiera de 1998 lo debilitó, pero poco después comenzó a recuperarse y en los últimos meses ha alcanzado cotas bastante significativas [Fuster Estruch, 2006].

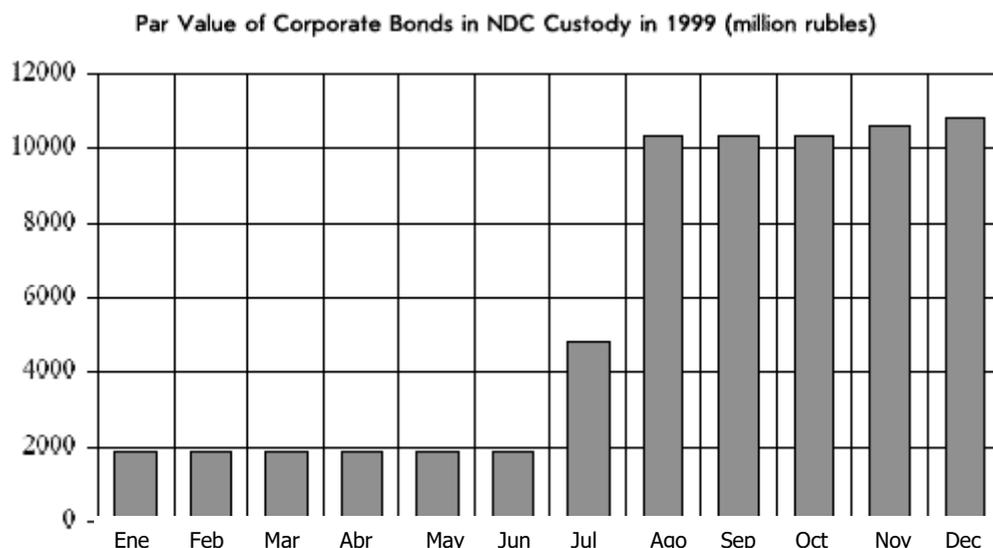


Figura 9.1¹¹: Valor de los bonos corporativos en circulación en Rusia en 1999.

En segunda medida, la ley federal de Mercados de Valores impone requisitos tales que tornan muy dificultosa la emisión de los bonos corporativos. Por lo tanto, se pierde la atractividad y ventajas financieras como liquidez de estos productos financieros, además de que requieren de plazos muy largos para ser rentables. Esto los hace inútiles para financiar capital de trabajo y por lo tanto no pueden competir con los préstamos y papeles comerciales [Abramov, 1999].

¹¹ Abramov

Por lo tanto, para financiamiento de corto plazo, muy requerido por pequeñas empresas, las empresas recurren a los *veksels* que además de presentar un mercado de alta liquidez y accesibilidad para inversores, no presentan tantos aspectos regulatorios como la emisión de bonos corporativos. Sin embargo, tal falta de control los convierte en una opción de alto riesgo para inversores pequeños y medianos que no conocen completamente las características del mercado [Abramov, 1999].

No hay una estimación precisa del volumen de papeles comerciales circulando en Rusia aunque existen estimaciones que el valor circulante de estos valores es de entre 100 y 300 trillones de rublos (aproximadamente entre 3.5 y 10 trillones de dólares estadounidenses), demostrando la gran exposición al riesgo de los participantes del mercado. Además, la falta de control regulatorio los convierte en un instrumento utilizado en algunos casos en un mercado llamado “gris” y utilizado para disminuir el pago de impuestos simulando menores ganancias. Existen propuestas para incorporar medidas de control en el mercado de los *veksels* para lograr un mayor parecido al mercado de “US Commercial Papers” y mitigar los riesgos asociados al mercado.

En cuanto a la mecánica del mercado, a fines de los noventa sólo en la *Federación de Rusia* había 15.000 millones de dólares de papeles comerciales en el mercado, conocidos como *veksels* (de la palabra alemana «wechsel» o cambio). Muchos de los *veksels* pueden ser convertidos en dinero, mientras que otros pueden canjearse por aceite, electricidad, químicos o cemento [International Labour Organization, 2003]. Esta posibilidad permite generalmente reducir el riesgo y aumentar la liquidez de empresas que deseen emitir papeles comerciales pero no tienen calificaciones de riesgo crediticio elevadas ya que, al pagar en especie, pueden pagar con productos elaborados por la misma, disminuyendo la probabilidad de default ante un evento de caja insuficiente.

9.3. Venezuela

Los papeles comerciales en Venezuela son generalmente emitidos por empresas grandes y bien establecidas con el objeto de financiar capital de trabajo; constituyen, conjuntamente con los préstamos bancarios y los pagarés, una alternativa de financiamiento de corto plazo a disposición de las empresas. Los papeles comerciales fueron emitidos en Venezuela por primera vez en 1990. Pueden gozar de la garantía de un banco u otra empresa financiera, aval

similar al de las Sociedades de Garantía Recíproca en la Argentina. La tasa de interés que devengan puede ser fija o variable [Urbi, 2005]. A continuación se muestra una tabla con los principales instrumentos financieros utilizados en el país y sus aplicaciones. Al igual que en Estados Unidos, los papeles comerciales son los instrumentos de financiación de empresas de menor plazo, pudiendo utilizarse para las necesidades referidas a esos períodos.

Instrumentos financieros (Venezuela)				
Venezuela	Emisor	Inversionistas típicos	Madurez típica	Actividad del mercado secundario
Instrumentos del mercado monetario				
Letras del Tesoro	Gobierno central	Familias y empresas	Hasta 270 días	Moderada
Certificados de depósito	Instituciones bancarias y de ahorro	Familias	Generalmente 7 días a 1 año (a plazo)	Inexistente
Papeles comerciales	Empresas, compañías financieras	Familias y empresas	Corto plazo	Baja
Repos	Banco Central de Venezuela	Familias y empresas	28 días	Moderada
Instrumentos del mercado de capitales				
Bonos de la Deuda Pública Nacional	Gobierno central	Familias y empresas	1 a 5 años	Moderada
Bonos Brady	Gobierno central	Familias y empresas	Fueron emitidos en 1990 a 30 años aprox.	Alta
Velbonos	Gobierno central	Familias y empresas	Emitidos a 5 y 6 años	Alta
Bonos corporativos	Empresas	Familias y empresas	1 a 3 años	Baja
Acciones	Empresas	Familias y empresas	No maduran	Moderada (caso de acciones de empresas grandes)

Fuente: Banco Central de Venezuela, Bolsa de Valores de Caracas, Comisión Nacional de Valores y Ministerio de Finanzas.

Tabla 9.1¹²: Instrumentos financieros utilizados en Venezuela

En Venezuela existe un instructivo donde se describe regulatoriamente las características que deben tener las sociedades que se propongan emitir papeles comerciales y ser objeto de oferta pública en el territorio nacional venezolano con la finalidad de obtener autorización por la comisión nacional de valores [Comisión Nacional de Valores de Venezuela, 1999]. Este instructivo también redacta las garantías personales bancarias que podrán ser emitidas con el objeto de obtener autorización para la Oferta Pública y el prospecto relacionado con ella.

¹² Banco Central de Venezuela, Bolsa de Valores de Caracas, Comisión Nacional de Valores y Ministerio de Finanzas

10. CONCLUSIONES: COMMERCIAL PAPERS

La incorporación de los papeles comerciales implica una fuente adicional de financiamiento, que permite a las empresas a cubrir necesidades de corto plazo. Esta fuente presenta un menor costo que fuentes tradicionales como préstamos o bonos corporativos.

La construcción teórica del costo de un préstamo bancario contra los papeles comerciales permite agregar a los motivos explicados anteriormente, una ilustración del menor costo de éstos últimos. Construyendo el costo financiero de cada alternativa como la suma de distintos costos se obtendría:

Papeles Comerciales	Préstamo Bancario
<i>Tasa Libre de Riesgo</i>	<i>Tasa Libre de Riesgo</i>
<i>Prima 1</i>	<i>Prima 2</i>
	<i>Sobrepeso por gapping de plazos</i>

Tabla 10.1¹³: Construcción teórica del costo de financiamiento

donde las Primas cobradas responden a la cobertura de costos que tienen los bancos como es el encaje o requerimientos mínimos de patrimonio dados por las regulaciones prudenciales de los bancos centrales y el riesgo adicional de la inversión en un papel comercial por sobre el riesgo de invertir en papeles libres de riesgo. En todos los casos la Prima 1 es menor a la Prima 2 ya que los requerimientos patrimoniales son mayores para aquellos préstamos otorgados con fondos otorgados por los depositantes a los bancos y, en los casos donde los papeles comerciales son emitidos sin avales bancarios, la Prima 1 reflejaría solamente el riesgo adicional sobre la tasa libre de riesgo que percibe el mercado para esa inversión, sin ningún costo adicional regulatorio. Adicionalmente, la utilización del esquema de emisión de papeles comerciales garantizados bajaría esta Prima 1 debido a que ya no estaría determinada por el riesgo de esa inversión sino que, debido a los activos subyacentes, el riesgo crediticio sería menor. Esto es el primer motivo de un menor costo de la emisión de papeles comerciales. Adicionalmente, al otorgar un préstamo bancario a partir de sus propios fondos, los bancos cobran un costo adicional para cubrir el riesgo de tasas de interés al que están sometidos al tomar fondos y prestarlos a plazos diferentes entre sí. Esto no ocurre en el caso de papeles comerciales, ya que los inversores compran el activo financiero de su conveniencia y que mejor se ajuste a su horizonte de inversión.

¹³ *Elaboración Propia*

Para su correcta implementación, debe estudiarse cuidadosamente la legislación pertinente a incorporar ya que las experiencias en otros países muestran que errores regulatorios pueden llevar a distorsiones en los mercados ya existentes, así como un aumento del riesgo de los inversores en papeles comerciales. La regulación es más eficaz cuando es implementada correctamente desde el inicio, para evitar tener que hacer correcciones posteriores que impliquen un cambio en las reglas del mercado y su consecuente distorsión, como para en los mercados menos desarrollados como Rusia o Corea.

Los papeles comerciales han probado ser una herramienta efectiva, consiguiendo recaudaciones que, comparadas con otros mercados de dinero, han sido incluso superiores en volumen, demostrando que son una fuente adicional de liquidez para las empresas que requieran fondos.

Otro aspecto que deberá tenerse en cuenta es el análisis de cómo la introducción de un nuevo mercado de dinero afecta la liquidez, tasas y disponibilidad de los mercados ya existentes, así como la respuesta de los actores a la introducción. Es decir, las empresas, las instituciones financieras y los inversores. Además, el mercado es influido por las percepciones de riesgo y rentabilidad que le demanden a un nuevo mercado de las características de los papeles comerciales, características que según los mercados de papeles comerciales analizados, son influidas por factores como la legislación, la liquidez, los otros mercados de dinero existentes y la moneda en la que se emiten.

11. IMPLEMENTACIÓN EN LA ARGENTINA

11.1. Aspectos Legales y Regulatorios

El marco regulatorio a través del cual se implementa un mercado de capitales establece las bases operativas del mismo y en todos los casos analizados ha demostrado ser relevante también en cuanto a los aspectos financieros del mismo. Una correcta implementación tampoco puede centrarse únicamente en la regulación a definirse para ese mercado ya que su creación ha demostrado que afecta a los otros mercados de capitales existentes, con los cuales competirá una vez desarrollado. Por esto, la inclusión de papeles comerciales como alternativa de inversión en la Argentina deberá traer aparejado un marco regulatorio acorde a aquellos que rigen los mercados de acciones, obligaciones negociables, CEDROs, CEDEARs, fideicomisos financieros, cheques, etc.

Un equilibrio entre las regulaciones de los distintos mercados de capitales que operan y compiten entre sí por captar fondos es importante debido a que la capacidad de atraer inversores a un mercado está ligada no solamente a su rendimiento sino a su funcionamiento, definido en su regulación, ya que ésta afecta su riesgo asociado, liquidez y posibilidades de diversificación dadas por las diferentes opciones en las cuales es posible invertir. Éste es el caso de impuestos distorsivos u otros aspectos de su regulación como sería el caso en Rusia donde para emitir un bono se debe pagar por adelantada una alícuota sobre el monto a ofertar, aún antes de saber cuál será el grado de aceptación del bono en cuestión. Cabe destacar que esta medida tiene origen en un intento de evitar el fraude impositivo, que es un grave problema en ese país. Otro caso ejemplar es Corea, donde las tasas de los préstamos acotadas artificialmente por la legislación, provocaron que los bancos prefieran invertir en papeles comerciales que prestar el dinero de sus cuentas ya que presentaba una mayor rentabilidad. Por lo tanto, un desequilibrio regulatorio provoca distorsiones en la asignación de fondos, que provocan el mayor o menor éxito de un determinado activo financiero para ganar liquidez.

Por último, para implementar un mercado de papeles comerciales se debe tender a que la regulación logre transparencia y control, ya que estos aspectos logran que el mercado ofrezca a los inversores mayores características de información y confianza, lo que en términos de un mercado financiero se traduce en mayor liquidez y menores costos de transacción, beneficiando a las empresas que quieran emitir estos papeles. Sin embargo, se debe lograr una

solución de compromiso debido a que la transparencia y controles también implican mayores costos y tiempo invertidos para las empresas emisoras.

En cuanto al marco legal, los casos explicitados muestran que tiene una gran influencia en las características que tendrá el mercado tales como las tasas, costos, riesgos, liquidez. Al ser de tanta importancia se puede concluir que para la implementación de un mercado de papeles comerciales en la Argentina, el marco regulatorio subyacente es fundamental para su éxito, es decir para que se presente como una alternativa viable de fondeo a corto plazo para empresas.

11.2. Aspectos Financieros

Existen diversos aspectos financieros que deben ser considerados para la implementación del mercado de papeles comerciales, que afectan las características del mismo y deben considerarse para lograr los resultados deseados o esperados.

En primer lugar debe notarse de lo anterior explicitado que los papeles comerciales son instrumentos de financiación a corto plazo, por lo que al equilibrar los plazos del instrumento con las necesidades de la empresa, puede concluirse que son de utilidad para financiar capital de trabajo o deuda roll over, no así bienes de uso o grandes inversiones a ser amortizadas en plazos mayores al año. Al implementarlo en el mercado argentino la expectativa será entonces la de satisfacer este tipo de necesidades de las empresas y se lo podrá comparar en cuanto a sus términos con otros instrumentos de corto plazo.

La moneda en la cual se emiten los papeles comerciales es otro aspecto que influye en el desarrollo de un mercado. Esto es debido a que un mercado en el cual se emite en diferentes monedas será atractivo para un universo más amplio de inversores. Esto será factible siempre y cuando las empresas locales emitiendo estos papeles puedan repagar un flujo de fondos a futuro en la moneda a emitir, elemento que dependerá exclusivamente de cada empresa, su industria, clientes y estructura. Un mercado con emisiones exclusivamente en pesos puede llegar a ver reducida su liquidez debido a que además del riesgo asociado al instrumento en sí, se agrega el riesgo adicional del tipo de cambio entre el peso y la moneda de preferencia de inversión para un inversor determinado.

Desde el punto de vista de la empresa emisora, también será importante su calificación crediticia ya que básicamente es el elemento más importante en la determinación del costo de los papeles emitidos. Esto es así debido a que la calificación está asociada al riesgo de determinada empresa, y es el riesgo la medida de la rentabilidad o costo (dependiendo del punto de vista) de un activo financiero. En cuanto a la determinación del costo al implementar un mercado de papeles comerciales, se deben distinguir dos sub mercados, el de los papeles comerciales simples y el de aquellos que están respaldados por activos. La principal diferencia estará reflejada en que al respaldar los papeles comerciales con activos, la existencia de una garantía reduce el riesgo incurrido por el inversor, lo que implica que la emisión tendrá un costo menor. La experiencia de otros mercados muestra que si bien los papeles comerciales respaldados por activos implican una transferencia de riesgo hacia las empresas emisoras, el volumen de transacciones es considerable frente al total, siendo en casos como el de Estados Unidos mayor a la mitad del total. Esto es un indicador que al implementar los papeles comerciales, el marco legal e institucional debe dar lugar a la posibilidad de la emisión respaldada por activos, ya que presenta menores costos y es una gran fuente de liquidez y fondeo para las empresas.

Otro aspecto financiero relevante en cuanto a la implementación de un mercado de estas características es su impacto en la liquidez. Los casos de países o mercados donde ya existen papeles comerciales muestran que el volumen de transacciones es relevante frente al monto transado en otros mercados como pudieran ser acciones, bonos u opciones. Entonces, la existencia de un mercado de papeles comerciales atractivo y líquido, si bien en algunos aspectos como plazo no compite con otros mercados, desde el punto de vista de los inversores implica una opción más en la cual destinar sus fondos, lo que provoca que la liquidez total disponible sea distribuida de manera diferente entre las opciones financieras, afectando los otros activos.

Un último aspecto financiero a tener en cuenta es el monto disponible en el mercado de papeles comerciales y su atractividad respecto de otros mercados. Tal monto indicará la disponibilidad relativa de fondos para el financiamiento de corto plazo de las necesidades de las empresas y es determinado por la oferta y la demanda del activo financiero en cuestión. Factores de los cuales depende incluyen el marco legal, la transparencia, las garantías o respaldo, el riesgo asociado, la moneda en la que se emite, la cantidad de empresas dispuestas a emitir, es decir que es un aspecto con elasticidad frente a todos los aspectos determinados como relevantes a la hora de emitir un papel comercial. Sin embargo, como elemento subyacente a cualquier análisis del volumen

disponible en el mercado de papeles comerciales se deberá tener en cuenta el volumen disponible en general para invertir en mercados de capitales, monto que está estrechamente correlacionado con la capacidad de ahorro de la economía.

Se puede concluir que el éxito de la implementación de un mercado de papeles comerciales se ve reflejado en gran medida en la liquidez del mismo ya que esta es reflejo de los otros aspectos que determinan las características del mercado. A su vez, la complejidad de un mercado financiero radica no solo en su implementación sino en las consecuencias e influencias que provoca en las opciones existentes previamente.

11.3. Condiciones para su implementación en la Argentina

En cuanto a la Argentina, los mercados de capitales aún son pequeños en términos relativos al PIB (Producto Bruto Interno) y esta situación puede presentarse como una barrera para el desarrollo de nuevos mercados como el de papeles comerciales. El siguiente gráfico muestra para el período 2002-2005 el valor del PIB nominal en la Argentina contra el volumen negociado de diferentes activos financieros en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y en el Mercado Abierto Electrónico (MAE). Estos activos financieros incluyen acciones, obligaciones negociables, fideicomisos financieros, fondos de inversión, CEDEARs y CEDROs (ambos son certificados de depósito representativos títulos valores que no tienen autorización de oferta pública en la Argentina y cotizan a través de este mecanismo). Calculando la relación porcentual entre el volumen negociado se puede concluir que es necesario un mayor desarrollo y lograr una tendencia hacia el crecimiento de los mercados de capitales. En primera medida, fomentar el desarrollo y profundidad de los mercados de capitales en el país es necesario para permitir una exitosa implementación de nuevas alternativas de financiamiento/inversión.

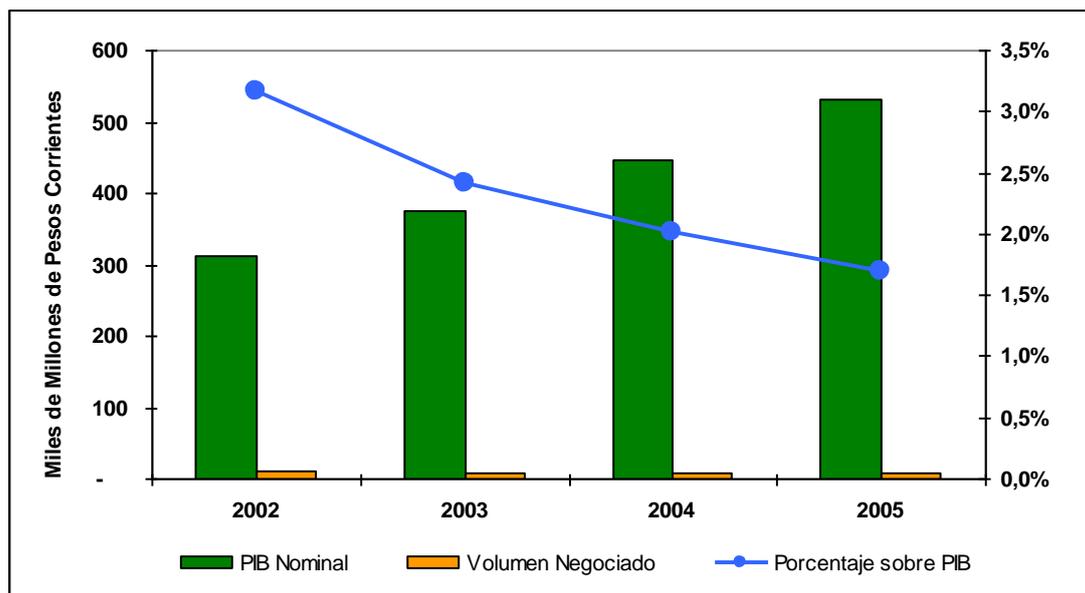


Figura 11.1¹⁴: Monto negociado BCBA y MAE en relación al PIB nominal período 2002-2005

Como contrapartida al argumento anterior, el ahorro consolidado de la economía en la Argentina ha mostrado una fuerte recuperación y se encuentra en la actualidad en tendencia creciente. El ahorro es importante para el crecimiento de una economía y para lograr innovaciones, en especial en países en desarrollo ya que el aporte de estos fondos frescos ayuda a que el sistema financiero local pueda financiar proyectos y a la vez atraer inversiones extranjeras [Aghion *et al.*, 2006]. Esto está soportado por evidencia empírica, con muestras que comparan para el período de 1960-2000 la tasa de ahorro de economías emergentes. Para estas muestras, el promedio de países latinoamericanos arroja valores para el ahorro (14% del PIB) inferiores a aquellos de países asiáticos (25% del PIB), que presentaron tasas de crecimiento mucho mayores con cifras de PIB per cápita similares [Aghion *et al.*, 2006]. Una excepción a esto fue Chile, que para ese período presentó una tasa de crecimiento mayor, pero acompañada de un mayor ahorro (20% del PIB) que el resto de los países latinoamericanos. A continuación se muestra el ahorro consolidado en la Argentina para el período 2002-2006 y su porcentaje respecto del PIB.

¹⁴ Elaboración Propia en base a datos del Ministerio de Economía

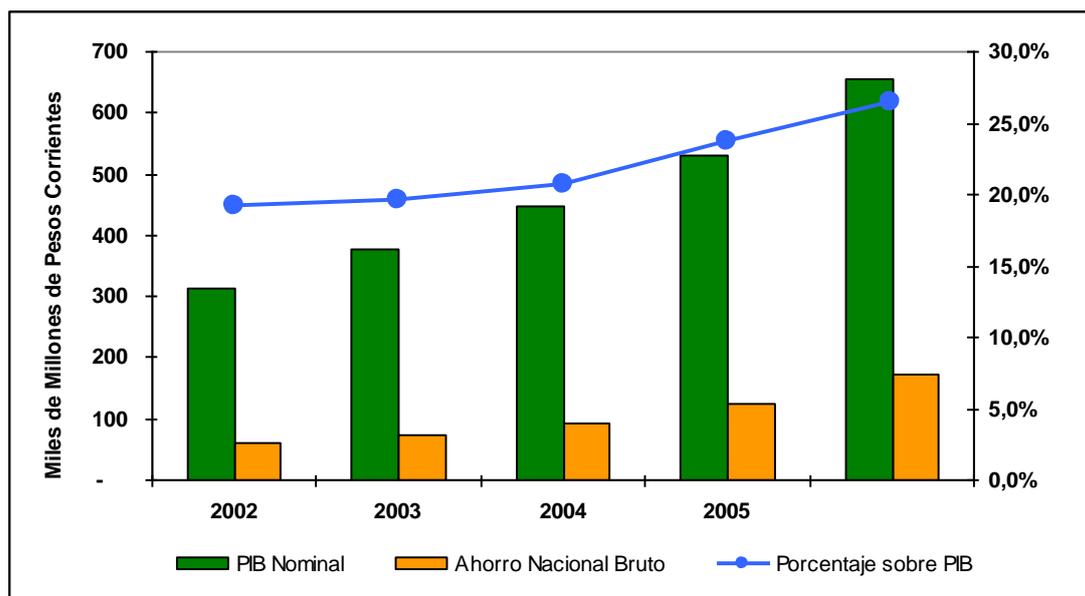


Figura 11.2¹⁵: Ahorro Nacional Bruto Argentina 2002-2006

Estos datos muestran el fuerte crecimiento en el ahorro, tanto en términos absolutos como relativos al PIB que se ha dado en la recuperación posterior a la crisis, y que podría sentar las bases fundamentales para la inserción de nuevos fondos en el sistema financiero argentino a través de los mercados de capitales.

En cuanto a la ventaja de costo desarrollada anteriormente en la sección “Conclusiones: Commercial Papers”, extrayendo evidencia de datos históricos de tasas de interés cobradas por papeles comerciales y otros instrumentos se obtienen los siguientes datos que confirman un menor costo de financiamiento para este mercado.

	Treasury Bill a 3 meses	Papel Comercial a 90 días		Préstamos de corto plazo a industrias		Bonos corporativos con calificación BAA	
	Tasa	Tasa	Spread	Tasa	Spread	Tasa	Spread
1997	5.06	5.49	0.43	8.44	3.38	7.87	2.81
1998	4.78	5.34	0.56	8.35	3.57	7.22	2.44
1999	4.64	5.18	0.54	8.00	3.36	7.88	3.24
2000	5.82	6.31	0.49	9.23	3.41	8.37	2.55
2001	3.40	3.65	0.25	6.91	3.51	7.95	4.55
2002	1.61	1.69	0.08	4.67	3.06	7.8	6.19
2003	1.01	1.11	0.10	4.12	3.11	6.76	5.75
2004	1.37	1.41	0.04	4.34	2.97	6.39	5.02
2005	3.15	3.42	0.27	6.19	3.04	6.06	2.91
2006	4.73	5.10	0.37	7.96	3.23	6.48	1.75

Tabla 11.1¹⁶: Tasas de interés anuales y Spreads sobre una tasa libre de riesgo de referencia

¹⁵ Elaboración Propia en base a datos del Ministerio de Economía

Con respecto al riesgo de invertir en papeles comerciales en la Argentina y el análisis de los mercados expuestos, es evidente la necesidad de implementar por una parte los papeles comerciales respaldados por activos y así permitir el acceso al mercado a un mayor espectro de compañías y por el otro, la utilización del pago en especie. Esto tiene suma utilidad en un país como la Argentina donde existen muchas industrias productoras de commodities e insumos básicos que podrían utilizarse como instrumento de pago y metodología de disminución de riesgo crediticio. Así, por ejemplo, una compañía productora de granos podría financiarse con sus clientes a través de papeles comerciales con pago en especie que, de no ser posible el pago en efectivo, implican el pago en el insumo comprado por ese cliente.

¹⁶ *Federal Reserve Statistical Release H.15*

12. OTROS INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN

A continuación se desarrolla la operativa, definiciones y características de otros dos mercados utilizados por las PYMES para financiar sus necesidades de corto plazo. Estos son los cheques de pago diferido y los fideicomisos.

12.1. Cheques de Pago Diferido

12.1.1. Definición

Un cheque de pago diferido es “una orden de pago, librada a fecha determinada posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto. Los cheques de pago diferido se libran contra las cuentas de cheques comunes.”[Infoleg, 1995]. El plazo deberá ser de entre 30 y 360 días y deberá contener en el documento de emisión datos estándares regulados por la Ley de Cheques 24.452.

El cheque de pago diferido se negocia en tres versiones [Bolsa de Comercio de Córdoba, 2007]:

1. El sistema Patrocinado: la empresa libradora de los cheques de pago diferido solicita autorización para negociarlos y descontarlos en el Mercado de Capitales.
2. El sistema Avalado: Una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) negocia los cheques y autoriza a los socios partícipes de la misma, avalándolos, lo que significa que ante incumplimiento del librados, la SGR se compromete a pagar el monto adeudado.
3. El sistema Directo: Cualquier beneficiario de un cheque de pago diferido solicita autorización para su negociación.

Por la utilidad en cuanto a instrumento de financiamiento y a su difusión en el Mercado de Capitales, los dos primeros sistemas han demostrado ser eficaces en cuando a la obtención de fondos líquidos para PYMES.

12.1.2. Ventajas y Desventajas

Los cheques de pago diferido representan una fuente de fondos de corto plazo para las empresas, permitiéndoles financiar capital de trabajo. A su vez, desde el punto de vista de un inversor son una posibilidad de colocar a corto plazo fondos, excesos de caja o simplemente inversiones. Al ser una operación de Bolsa, los cheques no se encuentran alcanzados por el impuesto a los débitos

y créditos bancarios. La existencia de un mercado secundario que posibilita negociar los cheques una y otra vez los convierte en instrumentos sumamente líquidos, aumentando su atractividad y como consecuencia su capacidad de obtener fondos [Bolsa de Comercio de Córdoba, 2007]. Además, en el caso de los cheques avalados, si la empresa libradora no cumple con su pago, la SGR se hace cargo de los mismos. Este sistema reduce el riesgo de incobrabilidad, logrando que las PYMES que se financien con este método consigan una tasa de descuento menor al sistema patrocinado. Las tasas promedio de descuento para el 2006 fueron las siguientes:

- Cheques Avalados: 11%
- Cheques Patrocinados: 14,5%

La tasa promedio para obtener préstamos a sola firma por plazos de aproximadamente 90 días (son documentos a corto plazo, como los cheques que se descuentan con la modalidad descrita) en la Argentina durante el año 2006 para personas jurídicas fue de 12,65%, lo que demuestra que el descuento de cheques es una modalidad competitiva. Otro elemento de comparación para analizar el costo de financiamiento de corto plazo son los adelantos en cuenta corriente, cuya tasa promedio para el mismo año (para operaciones de corto plazo) fue de 15,28%, reforzando el argumento. Estas tasas fueron obtenidas de información pública obtenida en el sitio de internet del Banco Central de la República Argentina.

Otra ventaja del sistema avalado, aparte de la existencia del respaldo de las garantías de la SGR, que reduce la tasa de interés que deben pagar las PYMES es que cuando éstas son socias de una SGR se dan relaciones más fluidas con los bancos, reduciendo la asimetría de información[FIEL, 1996]. Esto quiere decir que el banco conoce mejor la estructura financiera de la PYME, su forma de operar, así como cualquier activo contingente, pasivo oculto u otro inconveniente que pudiera tener.

En cuanto al punto de vista del inversor, estas tasas de descuento son mayores que las que puede obtener invirtiendo en un plazo fijo (en general inferiores al 8%) por lo que también desde el punto de vista del inversor resulta una opción financieramente atractiva [Pungitore, 2006].

La principal desventaja del descuento de cheques de pago diferido se da en el sistema avalado. Como contrapartida del menor costo de financiación en el que incurren las PYMES, éstas deben pagar un fee a la SGR que avala sus cheques. Éste costo tiene las características de una prima por riesgo, ya que es un costo que la SGR cobra al transferirse el riesgo crediticio de la empresa

que descuenta el cheque a la SGR. Si bien el costo total es menor, las PYMES terminan cautivas de un sistema en el cual grandes compañías, al manejar montos grandes de cheques reciben grandes sumas de dinero en concepto de fees, a la vez que logran que las PYMES necesiten irremediablemente descontar los cheques. Existen casos en los que inclusive la SGR es propiedad de la empresa que emite los cheques, por ejemplo para pagar a sus proveedores, con lo que además de diferir el pago a proveedores consigue una reducción del pago por medio del fee que cobra por el descuento del cheque. Además de la tasa pagada a la SGR, la PYME que desea ser Socio Partícipe de una SGR, es decir avalada por ésta, debe presentar activos de su propiedad como garantía del pago del cheque de pago diferido [Pungitore, 2006].

12.1.3. Estadísticas

A continuación se presentan ciertos gráficos destinados a mostrar la importancia de este instrumento en la economía argentina, más precisamente en el caso particular del financiamiento de PYMES.

El volumen y la cantidad de cheques negociados se han ido incrementando considerablemente los últimos tres años. Entre 2005 y 2006 la variación interanual duplicó el monto negociado de cheques de pago diferido, con un total de Ar\$ 450 MM en 2006 contra Ar\$ 214 MM para 2005 [Cronista, 2006]. En cuanto al sistema utilizado, los últimos años han mostrado preponderancia de los cheques avalados, principalmente por el menor costo de financiamiento que presentan para las PYMES que los utilizan. En 2006 casi el 80% de los cheques negociados utilizaron este sistema, llegando a un máximo del 94% en Septiembre.

En cuanto al plazo de financiamiento, oscila entre los tres y cuatro meses, similar al plazo al que se podrían emitir papeles comerciales. El plazo refuerza el hecho de que son instrumentos de corto plazo.

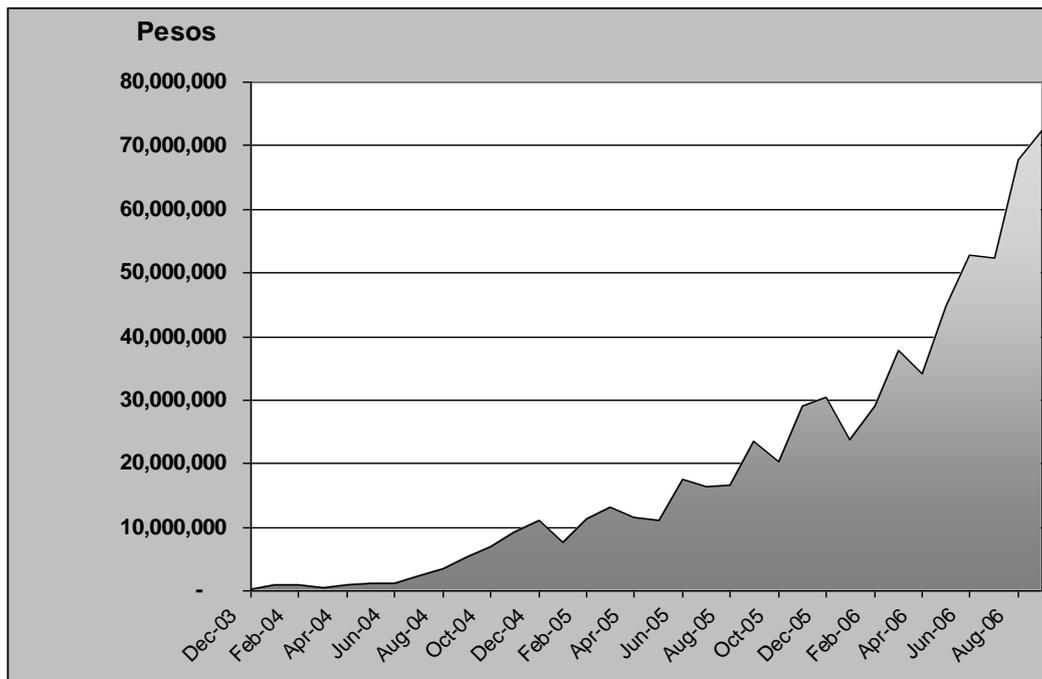


Figura 12.1¹⁷: Volumen negociado de cheques de pago diferido (en pesos)

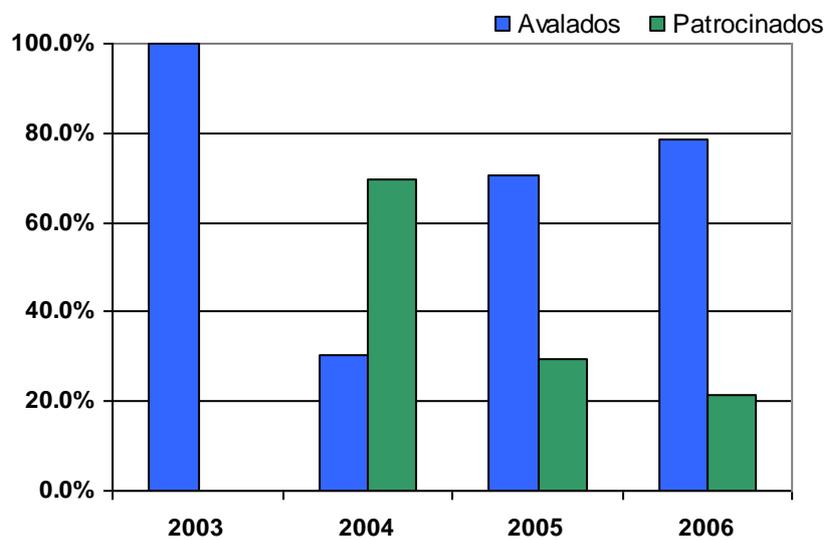


Figura 12.2¹⁸: Porcentaje de Participación de cada sistema

¹⁷ Pungitore en base a datos Comisión Nacional de Valores

¹⁸ Pungitore en base a Comisión Nacional de Valores

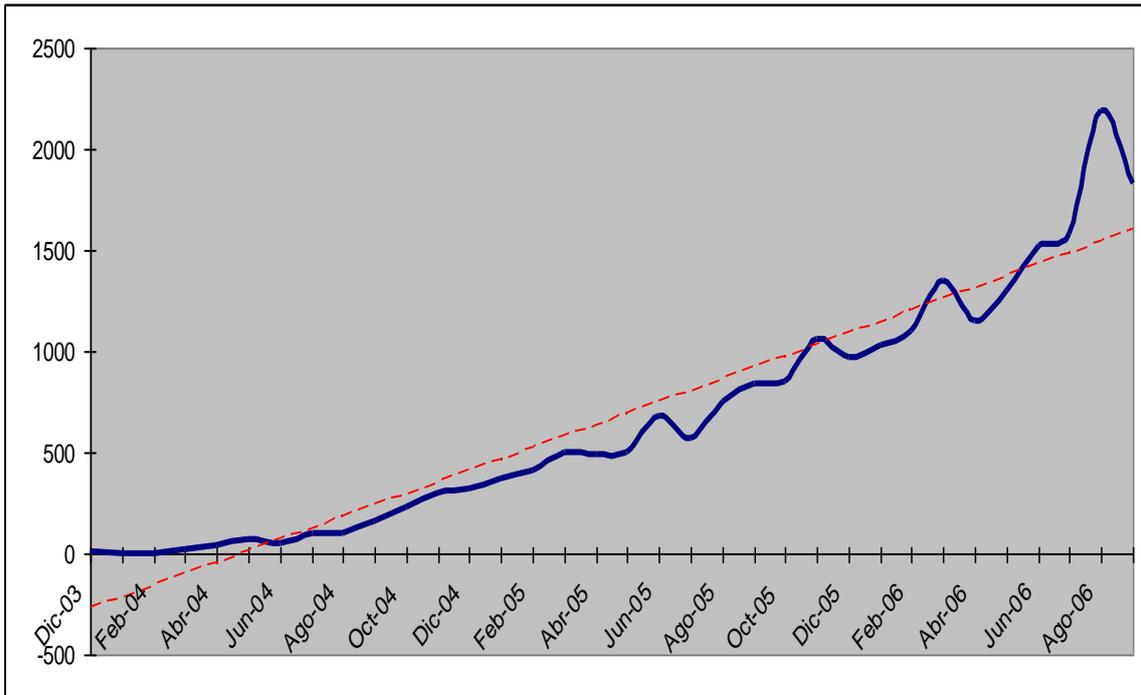


Figura 12.3¹⁹: Cantidad de cheques negociados (Merval)

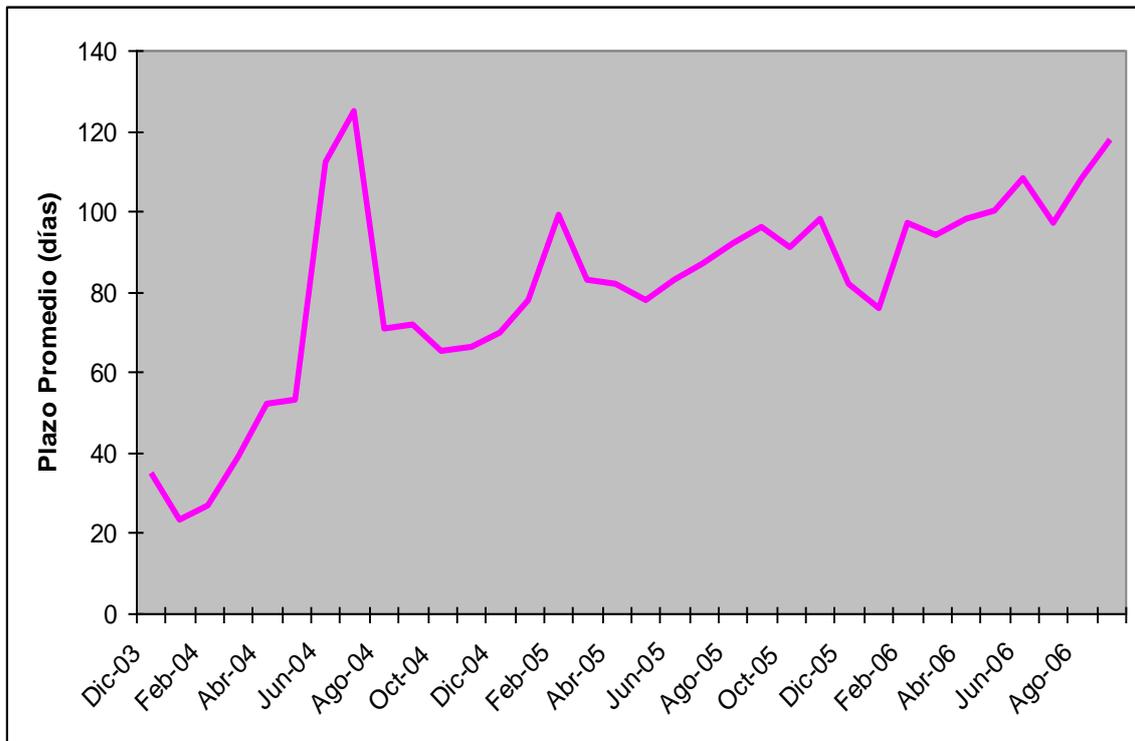


Figura 12.4²⁰: Plazo Promedio (días)

¹⁹ Idem 18

²⁰ Pungitore en base a datos Comisión Nacional de Valores

12.2. Fideicomiso

12.2.1. Definición

La definición del fideicomiso como figura está dada en la ley 24.441/94 de la República Argentina y expresa lo siguiente:

“Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejecutarla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario) y al transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.” [Art. 1 Ley 24.441]

En la figura del fideicomiso se dan tres elementos [IdePyME, 2006]:

- La fiducia o el encargo por confianza.
- La transmisión de la propiedad vinculada a esa fiducia.
- La figura del "fiduciario" que recibe los bienes y el encargo.

La estructura funcional del fideicomiso se basa en las siguientes figuras [IdePyME, 2006]:

1. Fuente: Puede ser constituido por contrato o testamento.
2. Plazo o condición: El plazo no puede ser superior a 30 años, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, en cuyo caso puede durar hasta su muerte o hasta la cesación de su incapacidad.
3. Fiduciante o Fideicomitente: Es quien constituye el fideicomiso, transmitiendo la propiedad del bien o de los bienes al fiduciario, para que cumpla la finalidad específica del fideicomiso.
4. Fiduciario: En general puede serlo cualquier persona. Por lo tanto pueden serlo personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, etc. Sin embargo en el caso del fideicomiso financiero, solo podrán ofrecer sus servicios como fiduciarios, las entidades financieras sujetas a la ley respectiva o bien personas jurídicas expresamente autorizadas a tal fin por la Comisión Nacional de Valores.
5. Beneficiario: Es aquel en cuyo favor se ejerce la administración de los bienes fideicomitados. Puede ser una persona física o jurídica que puede no existir al tiempo del contrato o testamento, siempre que consten los datos que permitan su individualización futura. Se puede designar más de un beneficiario y beneficiarios sustitutos. Si el beneficiario no llegara a existir, no acepta, o renuncia, el beneficiario será el fideicomisario y en defecto de éste será el fiduciante.

6. Fideicomisario: Es quien recibe los bienes fideicomitados una vez extinguido el fideicomiso por cumplimiento del plazo o la condición.
7. Bienes fideicomitados: El o los bienes transferidos al fiduciario y que forman la propiedad fiduciaria. Este patrimonio fideicomitado constituye un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante.
8. Patrimonio separado: Esta es una de las características más salientes de la ley y del fideicomiso. Los bienes objeto del fideicomiso forman un patrimonio separado, tanto del patrimonio del fiduciante, del fiduciario e inclusive de las otras partes (beneficiario y fideicomisario). Esta regla tiene importantísimos efectos porque protege a los bienes fideicomitados de la eventual acción de los acreedores de fiduciante, fiduciario u otras partes, incluso en caso de quiebra, concurso o incapacidad de ellos. Los bienes fideicomitados no están incluidos en el principio de la universidad concursal. Los bienes fideicomitados solo responderán por las deudas contraídas por el fiduciario dentro de sus facultades y por las cargas propias de tales bienes.
9. Facultades del fiduciario: El fiduciario tendrá los derechos de administración, disposición y gravamen de los bienes fideicomitados, con las limitaciones que surjan del contrato o testamento.

12.2.2. Fideicomiso Financiero

El fideicomiso financiero está enmarcado en la figura genérica del fideicomiso, y permite que el patrimonio de una persona pueda separarse del resto y permanecer inatacable contra posibles ataques de acreedores. Este es un aspecto distintivo de la ley, puesto que los bienes afectados al fideicomiso no corren el riesgo comercial del fiduciante (el que transmite la propiedad de los bienes) ni del fiduciario (nuevo propietario de los bienes fideicomitados). Es decir que este patrimonio objeto del fideicomiso no puede ser perseguido por los acreedores de ninguno de ellos, ni tampoco la quiebra de ambos o de alguno de ellos incide sobre estos bienes [IdePyME, 2006].

Los fondos fiduciarios originados en los fideicomisos financieros constituyen instrumentos relativamente novedosos, siendo esencialmente un depósito de bienes para un fin determinado. El que entrega en depósito (fiduciante o fideicomitente) pierde la propiedad de los bienes, el que los recibe (fiduciario) tampoco puede considerarlos de su plena propiedad ya que debe apartarlos del resto de sus bienes y destinarlos exclusivamente al fin acordado con el transmisor cumpliendo con lo estipulado en el contrato.

Por definición, el Fideicomiso Financiero es aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente

autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero.

La utilidad del Fideicomiso Financiero reside en que el titular de activos crediticios (el fideicomiso financiero) realiza un proceso de securitización o titulación de éstos créditos para utilizarlos como respaldo de la emisión de títulos para obtener nuevos fondos. En el caso en cuestión, como método de financiamiento de PYMES, pueden utilizarse las cuentas a cobrar o cualquier otro crédito de esa índole como respaldo de los fondos a obtener para lograr un financiamiento, creando a partir de un activo tal vez ilíquido, fondos líquidos utilizables para financiar cualquier necesidad de capital o inversiones que la empresa necesite hacer.

Otra modalidad para utilizar el fideicomiso que no está todavía difundida es la titulación de flujos de fondos futuros. En este caso, el respaldo de la emisión del fideicomiso para obtener fondos es la caja que la empresa o proyecto generará en el futuro. Esta modalidad es más riesgosa pero es atractiva para aquellas empresas que no deseen comprometer sus activos operativos.

La principal ventaja de la figura del Fideicomiso Financiero es que el patrimonio fideicomitado no puede ser ejecutado ni reclamado por los acreedores, tanto del fiduciante o el fiduciario.

13. CONCLUSIONES

La implementación exitosa de un mercado de papeles comerciales en el país depende en gran medida de la estructura que se les vaya a dar a los mismos y del marco en el cual se instituyan. En el caso de la Argentina y con el objetivo de financiar PYMES sería necesaria la emisión de papeles comerciales respaldados por activos para así lograr menores costos debido al menor riesgo crediticio. Las PYMES pueden así financiarse utilizando activos que ya tienen y utilizan en su negocio (por lo que es un elemento esencial y motivaría honrar la deuda incurrida) y no tener que utilizar los medios convencionales, que han demostrado ser insuficientes o inadecuados para su correcto financiamiento.

El esquema de garantías es también un elemento importante. Para hacerlo más eficiente se podría implementar un esquema donde una institución agrupe las garantías de diferentes empresas y se encargue de valorar las mismas y administrarlas, agregando centralización y transparencia al proceso. Esta institución financiera debería ser independiente para evitar los incentivos perversos que se dieron con la implementación del mecanismo de SGRs desarrollado anteriormente. Otra estructura posible es con la otorgación de garantías bancarias a la emisión de papeles comerciales y una regarantización a los bancos por parte de las PYMES a través de sus activos. Nuevamente con este esquema se logra mayor credibilidad y simplicidad en el manejo de las garantías por parte de los inversores ya que, con una institución centralizadora de por medio, se aseguran un cobro más fácil en situaciones de default, sin tener que recurrir a la ejecución de la garantía ellos mismos.

En cuanto a la comparación entre los papeles comerciales y el descuento de cheques, una importante ventaja de los primeros es que en el caso de PYMES con una corta historia o niveles de cuentas por cobrar (o cualquier activo utilizado como garantía), la financiación a través del descuento de cheques probablemente no alcance los volúmenes requeridos para realizar una emisión

atractiva y líquida (generalmente las emisiones de activos financieros tienen masas críticas impuestas por el ambiente vigente en los mercados de capitales) y tampoco para fondear las necesidades de la compañía. Es decir, la emisión de papeles comerciales sería un recurso disponible para todo tipo de PYMES, inclusive aquellas con un bajo nivel de activos líquidos para descontar. Adicionalmente, los cheques generalmente tienen plazos menores a los tres meses, con lo que los papeles comerciales también tendrían la ventaja de dar un plazo mayor a la compañía emisora

Como contrapartida, las compañías que tengan un alto nivel de cuentas a cobrar pueden utilizar el fideicomiso financiero como vehículo para monetizar estos activos y financiarse. Este es el fenómeno que ha hecho crecer el volumen de emisión de estos instrumentos, motivado en muchos casos por el crecimiento del consumo y la actividad posterior a la crisis de 2002. Sin embargo, muchos inversores aún encuentran confusos ciertos aspectos impositivos de los fideicomisos por lo que un marco legal y una estructura adecuadamente implementados para un mercado de papeles comerciales podría incluso convertirlos en una opción más atractiva para los inversores.

Por lo tanto, los papeles comerciales son un instrumento atractivo en sus características y su implementación podría mejorar el acceso a financiamiento de las PYMES argentinas en cuando a volúmenes, costos, condiciones y plazos.

14. POSIBLES LÍNEAS DE TRABAJO A FUTURO

El trabajo presentado deja ciertas cuestiones abiertas, que pueden ser motivo de posibles desarrollos de proyectos, trabajos o investigaciones futuras. A continuación se incluye un listado de las que en opinión del autor del presente trabajo son las más destacables:

- Un estudio exclusivo del esquema legal en el cual debería encuadrarse un mercado de papeles comerciales en la Argentina para ser exitoso. Se deberían tener en cuenta tanto las características de las experiencias pasadas como la idiosincrasia propia del mercado y las PYMES argentinas.
- Un análisis econométrico del impacto cuantitativo de la incorporación de un nuevo mercado de capitales en los existentes previamente a su incorporación.
- Un estudio financiero detallado del costo posible y probable que podría tener para las PYMES el nuevo instrumento para distintos plazos y distintos tipos de empresa. A su vez, habría que analizar el posible spread entre la tasa para papeles comerciales respaldados por activos y aquellos que no lo son.
- Un análisis de alternativas al sistema de cheques de pago diferido avalados por una SGR que, como se expresó anteriormente, es un sistema en el que las PYMES resultan cautivas.
- Una propuesta para mejorar la difusión de la utilización del fideicomiso como instrumento de titulación de flujos de fondos futuros.

15. BIBLIOGRAFÍA

Abramov, A. 1999. *Commercial Paper – a New Financial Instrument in the Russian Capital Market*. Reporte contable para el National Depository Center.

Acosta, P., Cristini, M. y Susmel, N. 2003. *Productividad y Crecimiento de las PYMES: La Evidencia Argentina en los 90*. Documento realizado para fundación FIEL con apoyo del Observatorio PYMES.

Aghion, P., Comin, D., Howitt, P. 2006. *When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?* Documento de American Economic Association Annual Meeting Papers.

Bolsa de Comercio de Córdoba 2007. *Invertir en el Mercado Bursátil. Negociación de Cheques de Pago Diferido*.

<http://www.bolsacba.com.ar/default.aspx?idZona=166>. Página Vigente al 28/2/2007.

Board of Governors of the Federal Reserve System 2006. *A Change in the Source of Commercial Paper Data*. Documento publicado por el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

British Bankers' Association 2002. *Commercial Papers*. <http://www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=130&a=1470>. Página vigente al 8/12/2006.

Calomiris, C., Himmelberg, C. y Wachtel, P. 1994. *Commercial Paper, Corporate Finance, and the Business Cycle: A Microeconomic Perspective*. Documento de trabajo N° 4848 del National Bureau of Economic Research.

Cámara Argentina de la Pequeña y Mediana Empresa 2004. *Comunicación del Banco Central -A 4.266*.

CEDEM, 2003. *Desempeño competitivo en las PYMEs industriales de la Ciudad de Buenos Aires en el escenario de la post-convertibilidad a partir de un estudio de casos*. Documento realizado por el CEDEM.

Comisión Nacional de Valores de Venezuela 1999. *Instructivo sobre el artículo 50 de la Ley de Mercado de Capitales*. Gaceta Oficial N°36.641.

Contreras, T. 2003. *Papeles Comerciales*. <http://www.ilustrados.com/publicaciones/EpyFAEZEpAuAGbAxzJ.php>. Página Vigente al 15/12/2006.

Credit Suisse 2006. *Asset Backed Commercial Papers*. Weekly Newsletter 24/11/2006.

Cristini, M y Moya, R. 1999. *El crédito para las microempresas: una propuesta de institucionalización para la Argentina*. Documento realizado para la fundación FIEL.

Cronista, Diario el 2006. *Cheques Diferidos: Este año se duplicarán los montos*. Edición del día 2/11/2006.

Deutsche Bank 2006. *Euro Commercial Paper (ECP)*. <http://www.deutsche-bank.de/lexikon/2241.html>. Página vigente al 14/12/2006.

Federal Reserve Release, 2006. *Commercial Papers*. <http://www.federalreserve.gov/Releases/cp/about.htm>
Página vigente al 1/12/2006.

Federal Reserve Bank of Richmond, 2007. *Instruments of the Money Market, Chapter 9 – Commercial Paper*. http://www.richmondfed.org/publications/economic_research/instruments_of_the_money_market/ch09.cfm
Página vigente al 1/07/2007.

Fideicom 2007. *El Fideicomiso Financiero*. <http://www.fideicom.com/fideicomiso6.htm#Elcontratodefideicomiso>. Página vigente al 12/02/2007.

FIEL, Fundación 1994. *Las PYMES en la Argentina*. Programas de Estudios de la Fundación Fiel. Documento de trabajo N° 47.

FIEL Fundación 1996. *Las Pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina*. 327 páginas. Editorial Manantial SRL para FIEL. ISBN 987-99661-4-7.

Filippo, A., Kostzer, D. y Schleser, D. 2004. *Créditos a PYME en Argentina: racionamiento crediticio en un contexto de oferta ilimitada de dinero*. Publicación de las Naciones Unidas ejecutada por la CEPAL.

Fitch Ratings 2001. *Asset-Backed Commercial Paper Explained*. Asset-Backed Criteria Report para el área de finanzas estructuradas.

Fuster Estruch, V. 2003. *Debilidades y Perspectivas del Sistema Bancario Ruso*. Revista Papeles del Este de la Universidad Complutense de Madrid. Número 7.

Garay, U. 2005. *Los Mercados de Capitales con Aplicaciones al Mercado Venezolano*. Ediciones IESA. Nota de estudio N°11.

Gorenstein, S., Burachnik, G. 1999. *Empleo, pequeñas empresas locales y estrategias de desarrollo endógeno. Experiencias en Argentina*. Documento realizado por la Universidad Nacional del Sur para la Revista de Estudios Regionales.

Grasso Vecchio, J. 2002. *Papeles Comerciales: Los Pro y los Contra*. Diario El País. Domingo 01 de Diciembre de 2002.

IdePyME 2006. *Instrumentos Financieros: El Fideicomiso Financiero*. Documento informativo de la Asociación de Bancos Públicos y Privados de la República Argentina (ABAPPRA).

Infoleg 1995. *Ley de Cheques. Ley 24.452*. Centro de Documentación e Información del MECON.

International Capital Market Association 2006. *Euro Commercial Paper*. http://www.icma-group.org/Advocacy/euro_commercial_paper.html. Página vigente al 10/12/2006.

International Labour Organization 2003. *Informe a la Comisión de Expertos*. Informe realizado para la Conferencia Internacional del Trabajo.

Karpik, M., Trencher, J. y Horner, G. 2004. *Opportunity and risk for securities lenders*. Revista Global Investor Magazine de marzo de 2004.

Kwan, S.H. 1998. *Securities Activities by Commercial Banking Firms' Section 20 Subsidiaries: Risk, Return, and Diversification Benefits*. Federal Reserve Bank of San Francisco, Documento de Trabajo 98-10.

López, J. y Moya, R. 2002. *Financial Structure and Macroeconomic Performance over the Short and Long Run*. Federal Reserve Bank of San Francisco, Documento de Trabajo PB02-05.

Paravisini, D. 2006. *Local Banks Financial Constraint and Firm Access to External Finance*. Columbia GSB. Working Paper.

Peshkov, E. 2005. *Commercial Paper and Securitization: Market Fragmentation and EIB experience*. Documento de trabajo para el banco de inversión europeo (EIB).

Pungitore, L. 2006. *Cheques de Pago Diferido en Argentina y su Aporte al Financiamiento de PYMES*. Comisión Nacional de Valores Argentina. Documento de trabajo para el VII Curso de regulación y supervisión de Mercados Sudamericanos de Valores.

Thibaud, J. 2005. *Alternativas de Financiación para PYMES Basadas en el Mercado de Capitales*. Instituto Tecnológico de Buenos Aires. Proyecto Final de Ingeniería Industrial.

Vives, A., Corral, A. e Isusi, I. 2005. *Responsabilidad Social de la Empresa en las PYMES de Latinoamérica*. Banco Interamericano de Desarrollo. Documento realizado para el Subdepartamento de Empresa Privada y Mercados Financieros.

16. GLOSARIO

CNV: Comisión Nacional de Valores. Es el organismo encargado de regular la emisión de papeles comerciales, títulos valores y acciones así como de regular el funcionamiento del mercado.

Deuda roll over: es la deuda a corto plazo de una empresa generada por el déficit de caja que generalmente se renueva una y otra vez. Se trata de un endeudamiento de corto plazo.

ECP: Euro Commercial Papers. Son los papeles comerciales emitidos y regulados por la Unión Europea.

Emisor: Es la sociedad anónima que emite los papeles comerciales.

Inversores Institucionales: Inversores de gran envergadura tales como AFJP's y compañías de seguros que tienen excedentes de caja a corto plazo y la necesidad de su colocación.

Plazo: es el período entre que se emite y se paga una obligación como un papel comercial. Se llama corto plazo a las que tienen un período menor al año y largo plazo cuando es mayor.

Rating crediticio: es la percepción de riesgo sobre una determinada empresa. Existen consultoras reconocidas como Moody's que se encargan de realizar las calificaciones de cada empresa.

Suscriptor: Persona que invierte en papeles comerciales. Es el inversor, cualquiera sea su tipo.

Tradear: Neologismo utilizado al referirse a la compra y venta de activos financieros en los mercados de capitales.