



Universidad del Salvador
Facultad de Ciencias Jurídicas
Área de Mercado de Capitales

Instituto de Mercado de Capitales

Informe Bursátil Mensual

Publicación Mensual del Instituto de Mercado de Capitales
Septiembre de 2004

Carta de Presentación

Instituto de Mercado de Capitales

Director: Dr. Jorge Berardi

Sumario

Carta de Presentación, escribe el
Dr. Jorge Berardi.....Pág.: 1

El rol de las calificaciones de riesgo,
escribe la Dra. Elena Baudizzone de
Bianchi.....Pág. 2

La Oferta Pública y los Impuestos,
escribe el Dr. Pablo Martín
Paturllane.....Pág.5

Mercados Internacionales, escribe
el Dr. Sergio Luis Olivo.....
.....Pág. 9

Novedades Normativas.....Pág.12

Actividades Académicas

Tesinas presentadas.....Pág.13

Noticias Bibliográficas.....Pág.14

Temas de Investigación.....Pág.15

Apéndice Estadístico.....Pág. 16

Distinguido lector:

Con esta publicación encuentro el más ilustrado motivo para comunicarme con Ud. Le propongo que comencemos una charla sobre el mercado de capitales que requerirá muchos encuentros como este, orientados a conseguir que por fin se logre la presencia plena en el mercado del Estado, empresas e inversores en forma consistente, no esporádica o fragmentada como es su signo en la Argentina. Todo esto nos llevará a recorrer distintos aspectos tanto locales como internacionales. Una tarea apasionante.

En esta forma peculiar de diálogo, me permito reservarme el carácter de interlocutor activo presentándole todo cuanto hace un equipo que trabaja sin descanso – en su actividad profesional, de investigación y de docencia - para que alcancemos nuestro propósito. Le propongo que asuma el siguiente rol: el de observador intelectual de nuestra acción, haciéndonos conocer sus disensos y propuestas. En otras palabras, el protagonista que enriquezca el diálogo.

Lo que sigue surge de la experiencia de los profesionales que participan en las distintas carreras de mercados de capitales de la USAL. La Tecnicatura, la Licenciatura y la Maestría. Como así también la proveniente de la Academia de Mercado de Capitales que nació al amparo de la Universidad, contando también con las ideas de especialistas invitados y los trabajos mas destacados de los alumnos de nuestras carreras. El resultado es recogido por el Instituto de Mercado de Capitales, que desde ahora, pasa a incorporarlo también a Ud.

En la seguridad de que comenzamos a trajar un camino arduo (¿hay alguno fácil en Argentina?), le doy la bienvenida y dejo testimonio de mi reconocimiento a nuestros profesionales que construyen con esta publicación un especial aporte para nuestro Mercado.

Hasta nuestro próximo encuentro.

Dr. Jorge Berardi

“Informe Bursátil” es una publicación del Área de Mercado de Capitales de la Universidad del Salvador.
Responsable: Dr. Sergio Luis Olivo
Colaborador: Gustavo Delbón

Calificación de Riesgo. Su rol actual en el mercado

Escribe la Dra. Elena Baudizzone de Bianchi(*)

Aunque hoy resulta difícil hablar de un mercado de capitales floreciente en nuestro país, a tenor de los acontecimientos político –económicos que son de público conocimiento, es indudable que éste existe aunque no tiene el desarrollo que se esperaba para esta etapa, pero que subsiste en cuanto a instituciones se refiere. Es cierto que los volúmenes operados distan mucho de los que se negociaban hace unos años, pero se puede hablar de una bolsa; un mercado; una Comisión Nacional de Valores y otras entidades que están allí, prontos a prestar los servicios para los que fueron creados.

Hay que rescatar que durante los últimos años, en concordancia con un movimiento internacional, en nuestro país se comenzaron a focalizar temas tan importantes como la transparencia, la información que debe llegar a los inversores y las medidas que deben disponerse para la defensa de los derechos de los mismos. Temas que también comenzaron a ser exigidos como condiciones para prestar su ayuda por parte de organizaciones no gubernamentales internacionales ante las distintas crisis que fueron afectando de diversas formas a los mercados menos desarrollados como el nuestro.

Dentro de las normas que fueron dictadas tendientes a mejorar y ampliar las defensas de los inversores, se encuentra el Decreto 749 / 00 referido a calificadoras de riesgo que actualizó la normativa existente en el país en base a la experiencia adquirida en años anteriores cuando se impuso en nuestro medio la calificación obligatoria.

En la actualidad se considera indispensable la calificación de riesgo pues existe en el plano internacional una desconfianza generalizada en los mercados de capitales, aunque la misma es muy comprensible teniendo en cuenta que los inversores se han visto lesionados reiteradamente por las diversas crisis que afectaron en general a los pequeños mercados y que en los últimos tiempos también afectaron a los mercados de países mas desarrollados.

Quizás una de las crisis que ha dejado en el mercado internacional una marca muy profunda es la provocada por las acciones de las empresas tecnológicas, que en forma rápida tuvieron altas valoraciones, convirtiendo al sector en próspero. Pero, muy alejados estos valores de la realidad, produjeron alarma al comenzar un aumento de su volatilidad, aunque motivadas por situaciones particulares de las empresas, que fue interpretada por los analistas como el aviso que podría significar una baja considerable de ese sector en corto tiempo.

Muchos de los administradores de los fondos importantes, cuyas carteras tenían importantes participaciones en acciones de las empresas de nuevas tecnologías, atentos a esos avisos, comenzaron a reducir en sus portafolios la participación en esa industria, ante el temor que se produjeran rescates masivos que podrían colocar al borde de la desaparición a los patrimonios bajo administración. Por otra parte, las figuras mundiales del management que eran muy escuchadas comenzaron también a recomendar el cambio de posiciones.

La opinión de las calificadoras es, dentro de este contexto, de suma trascendencia, y si bien en muchos casos el mercado se adelanta a la evaluación por las mismas de la situación de los papeles de las empresas, debemos tener en cuenta que la documentación a la que tienen acceso a veces es retaceada por las mismas empresas.

La calificación de riesgo es un valor agregado a la decisión de inversión

Corresponde en este punto aclarar cual es la tarea de calificación específica, ya que existe una confusión generalizada sobre la tarea que estas entidades deben desarrollar en el mercado, muchas veces provocadas por las mismas entidades o algunos de sus integrantes.

Un punto de mucho interés es el de determinar cuales son los reales alcances de la calificación, separándola de las tareas que desarrollan otras entidades del mercado como las auditorías. Ambas parten de distintos supuestos, ya que para que la calificadora pueda comenzar a trabajar necesita de un estado contable realizado con todos los requisitos y garantías exigidos por las legislaciones que correspondan a la nacionalidad de las emisoras. Es cierto que el análisis va a completarse con otros estudios, pero la falta de información que surja de estados contables como principio es castigada con la más baja calificación.

Es claro que la justeza de la calificación va a estar dada por la realidad de la información provista por los emisores y la calificación irá aumentando según sea el cumplimiento de los análisis que efectue la calificadora. Aquí hay un tema muy importante y consiste en el control que debe ejercer el organismo de fiscalización de las entidades reguladoras. En este punto difieren las legislaciones que van desde una libertad hasta un control y registro de las pautas de calificación que constituyen los manuales de calificación, cuyo cumplimiento debe controlarse.

Se debe tener en cuenta que en países desarrollados se exige una calificación definida como “investment grade” para que determinados papeles puedan formar parte de las carteras de inversores institucionales. Esa restricción, si bien tiene como fundamento el proteger la calidad de inversión de los ahorristas o futuros beneficiarios de seguros de jubilación, traba la elección reduciéndola (para estos inversores), dejando de lado la opinión de los propios administradores de carteras, que puede diferir, incluso con la de las calificadoras, por tener sus propios analistas.

El tema se agrava cuando la calificación es de un país (calificación del riesgo soberano), ya que una baja calificación (inferior a investment grade) del mismo dificulta o puede llegar a impedir el ingreso a las carteras de los grandes inversores institucionales de otro país por no haber logrado la óptima calificación exigida, no obstante que las proyecciones financieras de los analistas pudieran resultar favorables, con la lógica consecuencia de encarecer el costo de financiamiento del país emisor.

Las calificadoras o agencias de calificación, como suelen ser llamadas internacionalmente, tienen la responsabilidad de brindar información a los inversores y, por otra parte, son conscientes que la justeza en la calificación le devengará una buena reputación que en el futuro se traducirá en mayor cantidad de clientes.

El mencionado caso del fin del boom de las tecnológicas fue alertado por algunos analistas que habían señalado las deficiencias de algunos papeles de ese sector, propiciando oportunamente esas calificadoras la desaceleración del producto y que ante la caída de la bolsa lograron un mayor crédito y confianza por parte de los inversores que luego del primer impacto comenzaron a volcarse también hacia los bonos, adquiriendo la opinión de estos últimos en el mercado importancia mientras que para otros, los papeles seguían manteniendo la alta calificación originaria. Esta situación provocó, luego de la caída de las acciones, investigaciones en la conducta de las entidades

Es en razón de estas últimas opiniones que actualmente en EEUU se encuentran abocados a un estudio sobre las necesidades de un mayor control a las entidades de calificación y una revisión de la normativa vigente en ese país.

En este punto debe resaltarse que, si bien las pautas generales con las cuales se evalúan a las empresas son semejantes en todas las entidades evaluadoras, cada país establece sus propias normas de fiscalización de las mismas, debiendo en nuestro país cumplir con una reglamentación que les exige, por ejemplo una actualización de la calificación de 4 veces al año como mínimo si bien se exige que las mismas se repartan equilibradamente durante el período. Se optó por este criterio teniendo en cuenta que de exigirse a una fecha fija (trimestralmente) se corría el riesgo que al coincidir con los cierres de los balances la información base podría llegar a tener más de tres meses de antigüedad.

Esta y otras disposiciones vigentes como el monitoreo constante sobre las calificaciones permite diferenciar el control que se ejerce en nuestro país del que existe en otras legislaciones.

Sin embargo en la Argentina la falta de confianza de los inversores no obedece a un tema particularizado en las calificadoras de riesgo, sino que hace a una realidad económica, como se mencionó al principio, por ello el sistema sufrió una evolución que tiene características propias.

Recordemos que en sus inicios la calificación fue obligatoria para los títulos de deuda, aunque luego se amplió a aquellos papeles cuyas emisiones se encontraban respaldados por flujos de fondos, encuadrándose dentro de esa definición también tanto a los fondos de inversión llamados de Money market y los fideicomisos financieros.

La obligatoriedad de la calificación se vio reforzada por el dictado de la Ley N° 24.241 que exigía la calificación de aquellos valores negociables autorizados a la oferta pública que las administradoras del nuevo sistema previsional pudieran incorporar a las carteras

En agosto del 2000 existió una modificación del régimen de las calificadoras de riesgo, pues al modificarse el Decreto original (el 656/92) por el decreto 749/00 ya mencionado, la calificación de riesgo dejó de ser un requisito obligatorio para obtener la oferta pública de los títulos citados, convirtiéndose la calificación en voluntaria; claro está que la obligatoriedad quedó vigente para las administradoras del sistema previsional.

La importancia de la calificación de riesgo en nuestro país no se manifestó, como se supuso en un momento dado, en forma creciente, ya que la utilización de esta importante forma de información, donde los análisis sobre aspectos de las empresas era un elemento agregado de gran importancia a la hora de tomar decisiones de inversión, no adquirió la trascendencia que correspondía a la entidad, sobre todo para el inversor individual.

En este momento la calificación de riesgo ya se incorporó a las necesidades que tienen los inversores que desean conocer efectivamente las posibilidades de las inversiones que pretenden realizar. No obstante, debe remarcarse que lo que brinda la calificadora es una opinión sobre la capacidad de pago en tiempo y forma, y no debe ser tenida como una recomendación de compra o venta de determinados activos.

(*) Elena Baudizzone de Bianchi es Consultora Internacional del Mercado de Capitales y Docente de la Licenciatura en Mercado de Capitales de la Universidad del Salvador

La Oferta Pública y los Impuestos

Escribe el Dr. Pablo Martín Paturllanne(*)

El título en cuestión guarda una interrelación desde hace tiempo, sólo que por diversas circunstancias adquiere protagonismo desde la importancia de la utilización de los distintos instrumentos financieros, en una nueva puesta en escena, tanto para Obligaciones Negociables, como para los Fondos Comunes de Inversión, como para los Fideicomisos Financieros. No obstante el tema de la Oferta Pública, vista como un requisito generador de exenciones impositivas, no puede cobijarse fuera de la esencia del concepto, del ofrecimiento de títulos valores a un número no determinado de suscriptores.

El análisis que se realiza es estrictamente doctrinario y se basa en el enfoque a partir de evaluar la intención que se pretende con la incorporación como requisito de la oferta pública, como elemento distintivo de la liberalidad consagrada en las distintas normas impositivas, tanto a nivel nacional, provincial como municipal.

El andamiaje legal debe responder a un juego de normas conexas entre sí, con lo cual la lectura que de las mismas se haga así debe ser. La estructura de normas tributarias no escapa a dicha tesitura.

Cuando se analiza el alcance del término que nos ocupa, concatenado con la exención de que se trate, no pueden dejar de observarse los artículos 1° y 2° de la ley 11.683 (T.O. 1998 y sus modificaciones), los que ni más ni menos refieren a la Teoría de la Significación Económica y al Principio de la Realidad Económica. Se indaga e investiga sobre los hechos ocurridos y su relación con las formas jurídicas utilizadas por los contribuyentes.

Esa “realidad económica” sobre la cual muchos fallos judiciales¹ y pronunciamientos administrativos² tuvieron como eje central y que, actualmente, resulta de vigoroso debate doctrinario en la vecina República Oriental del Uruguay, la ley citada la conceptualiza a partir de sus dos primeros artículos, de la siguiente manera:

ARTICULO 1° - En la interpretación de las disposiciones de esta ley o de las leyes impositivas sujetas a su régimen, se atenderá al fin de las mismas y a su significación económica. Sólo cuando no sea posible fijar por la letra o por su espíritu, el sentido o alcance de las normas, conceptos o términos de las disposiciones antedichas, podrá recurrirse a las normas, conceptos y términos del derecho privado.

ARTICULO 2° - Para determinar la verdadera naturaleza del hecho imponible se atenderá a los actos, situaciones y relaciones económicas que efectivamente realicen, persigan o establezcan los contribuyentes. Cuando éstos sometan esos actos, situaciones o relaciones a formas o estructuras jurídicas que no sean manifiestamente las que el derecho privado ofrezca o autorice para configurar adecuadamente la cabal intención económica y efectiva de los contribuyentes se prescindirá en la consideración del hecho imponible real, de las formas y estructuras jurídicas inadecuadas, y se considerará la situación económica real como encuadrada en las formas o estructuras que el derecho privado les aplicaría con independencia de las escogidas por los contribuyentes o les permitiría aplicar como las más adecuadas a la intención real de los mismos.

(Notas)

¹ “Philips Argentina SA” Tribunal Fiscal de la Nación (TFN), Sala D, fallo del 28-7-1977; “Pfeiffer y Cía. Ltda.”, Cámara Nacional de Apelaciones, fallo del 27-12-1961; “Vignes, Alberto”, Cámara Nacional de Apelaciones, fallo del 2-4-1973; “Establecimiento Vitivinícola Doña Antonia e hijos de Fortunato Lo Bello SRL”, TFN, Sala C, fallo del 12-6-1997; “Kellog Co. Arf. SA”, Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN), fallo del 26-2-1996; “Parke Davis y Cía. De Argentina SAIC”, CSJN, fallo del 31-7-1973; “Hornarina SA”, CNA, fallo del 12-10-1976.

² Dictámenes de la Dirección de Asuntos Técnicos de la AFIP-DGI N° 21/95 y N° 34/96; de la Dirección de Asuntos Técnicos y Jurídicos N° 165/69

El andamiaje legal debe responder a un juego de normas conexas entre sí, con lo cual la lectura que de las mismas se haga así debe ser. La estructura de normas tributarias no escapa a dicha tesitura.

Con lo cual, independientemente de las formalidades que se utilicen, si lo que se presenta como proceso de Oferta Pública no responde al sentido y alcance de lo que realmente resulta intención hacer, va de suyo que mal se puede argumentar como tal si lo único que se exponen son las formalidades de su concepción pero no reflejan la realidad económica.

Esto no se encuentra limitado al Mercado de Capitales y a la participación de la Comisión Nacional de Valores (CNV), por caso, similar criterio es utilizado por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), cuando en materia impositiva y previsional la realidad indica que una cooperativa de trabajo no es tal y que fue creada como un ropaje con el fin de utilizar beneficios legales previstos, sobre la misma, opera el principio que nos ocupa, aunque se encuentre formalmente inscripta en los Organismos de Contralor.

La cuestión no es menor. Al Mercado de Capitales en la Argentina hay que cuidarlo dado que sus dimensiones distan de las pretendidas. Cuando una herramienta es utilizada, pero de su mismo uso pueden generarse distorsiones, éstas impactan directamente sobre el Mercado todo y no sólo sobre quien hizo una lectura normativa determinada, habiendo sido utilizado erróneamente tanto sea de fronteras adentro como de fronteras afuera.

El tema de la colocación de las Obligaciones Negociables (ON), jurídicamente un préstamo representado por títulos valores, no es menor y sirve como ejemplo. Desde un punto de vista impositivo, en el Impuesto a las Ganancias, se encuentra establecido que cuando la sociedad emisora de dicho Instrumento no cumpla con los requisitos indicados¹ será responsable del pago de los impuestos que hubieran correspondido al inversor.

El alcance de los beneficios lo es para los resultados provenientes de la compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición de ON, pero limitado a los obtenidos por personas físicas y sucesiones indivisas del país, con lo que se excluyen los sujetos empresa del país (la ley los tipifica como aquellos que practican el ajuste por inflación impositivo), por otro lado le otorga la exención a los sujetos del exterior, con lo que se interpreta el alcance a la colocación en mercados externos (generalmente un underwriter).

Dentro de las condiciones que prevé la normativa², se encuentra la emisión por oferta pública, contando para ello con la respectiva autorización de la CNV. Siguen otros requisitos, pero detengámonos en el primero.

Ante el hecho concreto, resultan condiciones necesarias, tanto la autorización de la CNV, como la realización de una real oferta pública, y no sólo una de ellas. Nótese que si se hace la oferta pública sin la autorización correspondiente estamos frente a una carencia del requisito y a contrario sensu, la autorización por parte de la CNV de ninguna manera implica la substanciación efectiva de la oferta pública. La condición necesaria y suficiente la contienen la totalidad de los requisitos cumplimentados (suman, el destino de la aplicación de fondos, acreditación ante al CNV sobre cómo fueron invertidos dichos fondos, modalidad de amortización).

En ese sentido el Organismos Fiscal Nacional ha expresado que, “cuando la firma que emite obligaciones negociables tenga autorización de la Comisión Nacional de Valores para su oferta pública, pero la realidad económica indique que tal oferta pública no se ha concretado en los hechos sino que se ha adoptado tal modalidad a fin de refinanciar una deuda con los

Con lo cual, independientemente de las formalidades que se utilicen, si lo que se presenta como proceso de Oferta Pública no responde al sentido y alcance de lo que realmente resulta intención hacer, va de suyo que mal se puede argumentar como tal si lo único que se exponen son las formalidades de su concepción pero no reflejan la realidad económica.

(Notas)

¹ El artículo 38 de la ley N° 23.576 y sus modificaciones (condiciones o deberes previstos para la emisión de las ON) señala que la sociedad emisora, ante el incumplimiento, deberá tributar la tasa máxima prevista en el artículo 90 de la ley del gravamen sobre el total de las rentas devengadas (Resolución General 1516/2003 AFIP y sus modificaciones).

² Artículo 36, inciso a) y 36 bis, de la norma legal mencionada en nota al pie 3.-

acreedores extranjeros, tales obligaciones negociables no gozarán de las exenciones que dispone el artículo 36 bis de la Ley N° 23.576 y sus modificaciones, y sus intereses estarán alcanzados por la retención dispuesta por el Título V de la Ley del Impuesto a las Ganancias (t.o. en 1997 y sus modificaciones)”¹. Vale consignar también, que este pronunciamiento cuenta con antecedentes al respecto, con distintos tratamientos, pero en igual sentido².

Es cuando se cumplimenta la oferta pública, modalidad que propende a facilitar de manera genuina el fomento hacia la captación de fondos, que en la Ley del Impuesto a las Ganancias se permite que el emisor de los títulos valores (ON) deduzca del impuesto los intereses pagados, los gastos de emisión y colocación³, ya que se los considera gastos necesarios para obtener, conservar y mantener ganancia gravada; exceptuándolos además, para el caso de los beneficiarios del exterior, de actuar como agentes de retención de dichos inversores, actuación como tal que, de no existir tal liberalidad, debe realizarse dado que los intereses constituyen ganancia gravada en cabeza de estos últimos.

Con lo cual para que lo explicitado en el párrafo anterior tenga curso, se debe probar de manera fehaciente, como uno de los requisitos, la emisión y colocación por oferta pública. En contrario estaríamos frente a conductas y/o casos típicos de lo que intenta, desde sus orígenes, contemplar la ley de procedimientos tributarios, no quedarse con el ropaje formal y vislumbrar la realidad económica subyacente, obviamente que siempre frente a elementos de prueba. Se infiere aquí de suma importancia, un elemento que es bien conocido en el Mercado de Capitales, la intención de realizar la oferta pública de los títulos, instrumentos de deuda, el proceso en sí.

En el Impuesto al Valor Agregado, la exención estará consagrada para los intereses de ON colocadas por Oferta Pública que cuenten con la respectiva autorización de la CNV; ergo, caso contrario, el interés estará alcanzado como el interés de un préstamo privado.

Independientemente del ejemplo traído a colación, por lo coyuntural, el concepto es el que se trata de rescatar, léase como “oferta pública”, “emisión por oferta pública” o bien “colocación por oferta pública” o como el legislador lo señale, se persigue fomentar este instrumento de captación de ahorro e inversión, resaltando la transparencia que conlleva el mismo y, nítidamente, en contrario a la oferta privada o préstamo liso y llano.

De ahí la importancia de exponer tal cual la realidad económica, la formalidad de los hechos y no, bajo el potencial beneficio de la formalidad, exponer los hechos como si fueran lo que no son. Va de suya la relevancia de los dos primeros artículos de la Ley de Procedimientos Tributarios mencionados, que en el caso, además, conllevan un efecto adicional de protección de instrumentos del Mercado de Capitales, de la confianza pública y de la posibilidad real de oferentes de contar con información para la toma de decisiones.

Por último, si bien resulta concluyente la definición del concepto y requisitos como que “se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periódicas, transmisiones radioeléctricas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones, impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”⁴, evidentemente más claro y didácticas son las palabras del Dr. Julián Alberto Martín cuando expone que “la oferta pública es un acto jurídico

(Notas)

¹ Sumario del dictamen N° 16/02 del 25-01-2002 de la Dirección de Asesoría Técnica de la AFIP-DGI

² Dictámenes de la Dirección de Asesoría Técnica de la AFIP-DGI N° 74/96 del 4-7-1996 y N° 58/97 del 19-12-1997.

³ Artículo 37 Ley 23576, no obstante consignar que las empresas siempre pueden deducir los gastos e intereses de préstamos con las limitaciones de la “Thin Capitalization”.

⁴ Artículo 16 de la Ley 17.811

Independientemente del ejemplo traído a colación, por lo coyuntural, el concepto es el que se trata de rescatar, léase como “oferta pública”, “emisión por oferta pública” o bien “colocación por oferta pública” o como el legislador lo señale, se persigue fomentar este instrumento de captación de ahorro e inversión, resaltando la transparencia que conlleva el mismo y, nítidamente, en contrario a la oferta privada o préstamo liso y llano.

relativo a la compra-venta, suscripción de títulos valores emitidos en masa, ofrecidos en forma genérica, a sujetos no individualizados al momento de realizarse el contrato”.¹

Refiere a la normativa más representativa emanada de la Comisión Nacional de Valores², el autor mencionado, cuando analiza la trascendencia del concepto de transparencia en el Mercado y los requisitos del proceso de Oferta Pública, circunstancia que reafirma la significatividad de reflejar en los actos jurídicos la realidad económica, o bien que ésta no se desvirtúe a través de los primeros, en pos de una mejora competitiva de la mano de una exención que no corresponde, hecho que para nada tiene que ver con la debida transparencia que debe darse tanto en la captación financiera interna como en la externa, y teniendo como último fin llegar a la mayor cantidad de inversores posibles para así, obtener los mayores fondos a la menor tasa posible.

(*) Pablo Martín Paturllanne es Miembro del Instituto de Mercado de Capitales

(Notas)

¹ Dr. Julián Alberto Martín, Tratamiento Impositivo de Operaciones Financieras, KPMG, página 310.

² Ob.Cit. en 7, páginas 308 a 310 a cuyo análisis me remito. Jurisprudencia de la CNV; Resolución N° 9580 de fecha 17-7-1992 en la causa Colorín SA s/Sumario Expediente N°280/92; Resolución 324/98 del 22-12-1998; Resolución N° 315/98 del mismo año.

Agosto: Entre la suba del petróleo y la vuelta de las “Dot Com”

Escribe el Dr. Sergio Luis Olivo(*)

¿De nuevo la burbuja de las Dot Com?

Tras muchas idas y venidas, finalmente Google (GOOG) debutó en el Nasdaq con una suba de casi el 18% sobre su precio de oferta inicial (que fue de 85 dólares). Sin embargo, no hubo alegría para todos. Aquellos quienes compraron las acciones en los primeros minutos de operaciones (el primer precio fue de u\$s 135,91 y rápidamente llegó casi a u\$s 141) terminaron la primera rueda con una pérdida del 28,5% ya que cerró sólo unos pocos centavos por encima de u\$s 100. Se trató de la cuarta mayor IPO del año en los EE.UU. A este precio, la capitalización bursátil de Google es de 23.100 millones de dólares, por encima de Amazon e incluso de General Motors, aunque bien por debajo de los 38.700 millones de Yahoo, su principal competidor. Es de esperar que pronto, si todo sigue bien, Google pase a formar parte del Internet Holders Trust (HHH) el trust de Merrill Lynch que reúne a las principales empresas de Internet y cuyas cuotas se negocian en el AMEX. Ciertamente le vendría muy bien al trust. El HHH había subido más de un 30% desde principios de año hasta fines de julio, pero luego durante agosto devolvió íntegramente dicha suba.

La suba del petróleo

Durante Agosto, el petróleo continuó su fuerte escalada alcista que lo llevó a negociar en nuevos máximos históricos. Desde que los futuros de petróleo comenzaron a negociarse en el Mercantil Exchange de Nueva York (en el año 1983) jamás habían alcanzado valores tan altos. Si partimos del último primero de abril (cuando la OPEP anunció un recorte de la producción) el crudo Brent subió un 36% y el WTI un 34% (datos hasta el 23 de agosto). Dentro de las explicaciones “tradicionales” podemos encontrar: La cada vez más inestable situación en Irak, la incertidumbre sobre el futuro de la petrolera rusa Yukos y el triunfo del presidente Chavez en el plebiscito venezolano. Sin embargo, el hecho concreto es que gracias a la creciente demanda en China y en la India, claramente estamos ante un nuevo mercado muy distinto al de hace 10/12 años atrás. De hecho, de acuerdo a la agencia estatal de estadísticas, China ya lleva procesado en sus refinerías un 17% más de petróleo que en el mismo periodo del año anterior. India no se queda atrás; la empresa estatal Indian Oil publicó días pasados un informe donde estima que sus importaciones de petróleo aumentarán alrededor de un 15% durante el año 2005.

Contrariamente a la violenta suba que mostró en ocasión de la primera guerra del Golfo (1990), donde los precios rápidamente volvieron a valores “normales” (ver gráfico), en esta oportunidad la suba se mantiene desde hace varios meses y no parece tener fin en lo inmediato.

Los altos precios del petróleo responden a cambios de fondo en la demanda...



Veamos los puntos destacados del gráfico adjunto:

Punto 1: 11 de octubre 1990, primera guerra del Golfo, el barril de crudo WTI alcanzó los u\$s 41.07

Punto 2: 25 de noviembre de 1998, el WTI alcanzó el mínimo de los últimos 20 años (u\$s 10.86)

Punto 3: 20 de marzo de 2003, Guerra de Irak, u\$s 28.62

Punto 4: Comienza la fuerte suba con una sucesión de malas noticias; el 18 de diciembre de 2003 una fuerte ola de frío en los EE.UU. (u\$s 33.72); el 2 de marzo de 2004 se anuncia una fuerte caída en las reservas de petróleo de EE.UU. (u\$s 36.60); Finalmente, el 1 de abril de 2004 la OPEP anuncia un recorte de su producción (u\$s 34.47)

Es por ello que, volvemos a insistir, nos encontramos con un “nuevo” mercado, claramente distinto al de los noventa. Una vez se recorte parte de la “exagerada” suba de las últimas semanas, los precios podrían volver a niveles de u\$s 38/40 (anterior resistencia que ahora podría ser el nuevo soporte). Por ese motivo, no sería de extrañar que debamos tener que acostumbrarnos a precios por encima de los u\$s 40 como los nuevos valores “normales” del crudo.

Sin embargo, en la AIE (Agencia Internacional de Energía) no piensan así. Consideran que la suba del petróleo es “irracional” (sic) y citan como ejemplo el hecho que Yukos (la petrolera Rusa en quiebra), a pesar de la crisis, exporta hoy más petróleo que hace exactamente un año atrás.

Es interesante analizar además el impacto de la suba del petróleo en las bolsas. Podemos decir que la suba del crudo ha impactado en la evolución de las principales bolsas afectando su crecimiento pero no que las haya “derrumbado”. De hecho, si tomamos como punto de partida este último primero de abril (*datos al 23 de agosto*) no se observan variaciones muy significativas en los principales índices bursátiles mundiales. Los índices que más cayeron en ese lapso son el Merval (sin una gran correlación con el precio del petróleo, más afectado por otros problemas “locales”) la bolsa de China (fuerte importador de crudo) y la bolsa Rusa. En este último caso, a pesar de ser exportador de petróleo (lo que aparentemente sería una contradicción) tenemos que recordar su crisis bancaria y la quiebra (aún no resuelta del todo) del gigante Yukos. Paralelamente, el Oil Index (OIX), índice que promedia la cotización de las 11 principales petroleras que cotizan en EE.UU., subió sólo un 12% en el mismo lapso. No es una suba despreciable (sobre todo, teniendo en cuenta que el resto del mercado estaba en baja) pero lejos de la suba que hubiera podido esperarse en función de la “historia” de este índice (cuando solía mostrar una fuerte correlación positiva con los precios del crudo).

... pero aún no parecen haber afectado demasiado las expectativas de crecimiento

.... y las expectativas de crecimiento del G7

Así como la fuerte suba del petróleo aún no ha afectado seriamente a las bolsas, tampoco parece haber afectado demasiado (al menos no todavía) a las expectativas de crecimiento económico del mundo desarrollado.

El FMI elevó (del 1,75% al 2%) su expectativa de crecimiento de la zona euro para el año 2004, reduciendo en forma insignificante (del 2,3% al 2,25%) su expectativa para el 2005. En Europa, aunque fuera de la zona euro, el Banco de Inglaterra subió la tasa de interés al 4,75% (su mayor valor en los últimos 3 años) dado que “...el fuerte y continuo crecimiento económico puede llevar a presiones inflacionarias...” (sic). Es que el PBI del Reino Unido viene creciendo desde hace 48 trimestres consecutivos (todo un récord).

Después de Finlandia, el Reino Unido es el país donde más ha crecido el PBI en lo que va del año. La contrapartida la encontramos en Grecia, con la caída más pronunciada (-0,6% en el segundo trimestre) dato más que llamativo (los juegos Olímpicos y los 7.500 millones de dólares invertidos no fueron suficientes para impulsar su alicaída economía).

Mientras, en EE.UU. la FED tampoco cree (por ahora) que la suba del petróleo afecte el crecimiento de la economía (aunque algunos de los últimos datos sugieren un desaceleramiento de la misma). De hecho, a mediados de agosto, la FED volvió a elevar en 25bp las tasas de interés por segunda vez en los últimos dos meses (la anterior vez fue el 30 de junio) aún a pesar de esos datos.

El promedio de los "leading economic indicators", después de subir en forma ininterrumpida desde marzo de 2003, ya lleva dos meses consecutivos de caída. Debemos recordar que es habitual interpretar 3 caídas consecutivas de este indicador como indicio del comienzo de un ciclo recesivo de la economía. El aumento de la productividad cayó al +2,9% en el segundo trimestre desde el +3,7% que había tenido en el primero. El gasto de los consumidores cayó un 0,7% en junio (último dato disponible) siendo esta la mayor caída desde setiembre de 2001. La pregunta es ¿Cuánto más podrá caer después que los consumidores digieran el impacto del efecto conjunto de un precio del galón de nafta superando los 2 dólares, y las tasas de interés hipotecario por encima del 6 por ciento?.

(*) El Dr. Sergio Luis Olivo es docente en la Lic. y en la Maestría en Mercado de Capitales y miembro del Instituto de Mercado de Capitales.

Novedades Normativas del Mes

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

RESOLUCIÓN GENERAL 466/2004

Aportes Irrevocables a Cuenta de Futuras Emisiones y Capitalización de Deudas de la Emisora

Publicada en Boletín Oficial el 24 de Junio de 2004

La presente R.G. incorpora a las NORMAS (N.T. 2001), el Capítulo XXXIV: "Aportes Irrevocables a Cuenta de Futuras Emisiones y Capitalización de Deudas de la Emisora" el cual consta de siete artículos, en los que se establece:

(a) En qué situaciones y condiciones las emisoras que hagan oferta pública de sus acciones, y mientras su autoridad de regulación específica no prevea un régimen distinto al respecto, podrán recibir Aportes Irrevocables a Cuenta de Futuras Emisiones.

(b) La forma que deberán seguir las emisoras para capitalizar sus deudas, poniendo énfasis en el tratamiento del capital y los intereses devengados al momento de la capitalización.

(c) La exigencia de presentar, conjuntamente con la solicitud de oferta pública, un informe especial.

(d) El tipo de cambio aplicable para la conversión a pesos de los aportes irrevocables y de pasivos susceptibles de capitalización.

La norma, además, incorpora y sustituye puntos, artículos e incisos de las NORMAS (N.T. 2001).

El texto completo de la Norma en:

<http://www.cnv.gov.ar/LeyesYReg/CNV/RGCNV466.html>

RESOLUCIÓN GENERAL 467/2004

Transparencia en el Ámbito de la Oferta Pública

Publicada en Boletín Oficial el 24 de Junio de 2004

El Decreto sustituye la forma de remitir la información por parte de las entidades fiscalizadas por la CNV. De esta manera se reemplaza la remisión en formato papel, "por vía electrónica de INTERNET, utilizando los medios informáticos que provee la Autopista de la Información Financiera (AIF)".

El presente establece, además, los requisitos, los sujetos alcanzados y la información que debe remitirse por medio de la AIF.

El texto completo de la norma en:

<http://www.cnv.gov.ar/LeyesYReg/CNV/RGCNV467.html>

Actividades Académicas del Área de Mercado de Capitales de la USAL

Últimas Tesinas presentadas

“Sobre la necesidad de un mercado de futuros de vino en Argentina”

Federico Fabuel
Universidad del Salvador
Agosto 2004

Los denominados Contratos de Futuros sobre Mercancías o Commodities y las Opciones sobre Futuros de tales productos aportan soluciones muy apropiadas para aquellos que intenten mitigar o bien para aquellos que desean tomar ventaja de las volatilidades en los precios. Tales instrumentos permiten aplicar estrategias tanto de cobertura (hedging) como especulativas (trading).

El análisis presentado intenta responder si es factible la creación de un mercado de futuros y opciones vitivinícola. Tener en claro el funcionamiento y las ventajas que otorga contar con un Mercado de Futuros y Opciones es fundamental para responder los siguientes interrogantes: ¿Están dadas las condiciones fundamentales en el actual mercado vitivinícola local para que funcione un mercado de futuros y opciones organizado?. ¿Es suficiente la información disponible sobre el tema para sacar conclusiones valederas? ¿Existirá el suficiente interés y compromiso de las instituciones y protagonistas del proyecto?.

“Financiamiento de la Obra Pública Municipal a través del Mercado de Capitales”

Orlando Nalvanti
Universidad del Salvador
Agosto 2004

Las administraciones municipales tienen la necesidad de obtener fondos a largo plazo ya que muchos de los proyectos de infraestructura a financiar demoran bastante tiempo en concretarse y, una vez terminado, generalmente tienen una vida útil prolongada y en muchos casos generan ingresos luego de transcurrir varios años. Por esto el Mercado de Capitales se perfila como el más apto para el financiamiento de la Obra Pública.

La contribución que intenta realizar este trabajo consiste, precisamente, en integrar a los demandantes de fondos (Gobiernos sub nacionales), con los mercados de valores, con las fuentes de ahorro institucional (AFJP, fondos de inversión, compañías de seguros, etc.) y con los inversores individuales, fomentando una “cultura de inversión” en bonos municipales y otros instrumentos financieros, no sólo por las necesidades de la economía Argentina, sino también para posibilitar el desarrollo nacional y regional.

“Proyecto para impulsar la adecuación de la normativa de liquidación de fondos comunes de inversión abiertos por falencia de ambos órganos”

Jorge Daniel Castelo
Universidad del Salvador
Agosto 2004

La problemática que redundaba en los perjuicios que produce la falta de adecuación normativa sobre la liquidación de fondos comunes de inversión abiertos por falencia de ambos órganos castiga, aún más, a una industria que no puede recuperarse desde el año 2000.

Si bien debe reconocerse que en el texto tipo del reglamento de gestión original se incluyeron algunas disposiciones sobre el proceso de liquidación, nunca se habían planteado las situaciones ocurridas a fines de 2001, lo cual hubiera requerido que la Comisión Nacional de Valores dicte normas preventivas y de desarrollo del proceso de liquidación.

No obstante ello, y al promoverse desde este trabajo la creación de un cuerpo consultivo, también se intentará diluir la burocracia de la que adolece la reglamentación actual. El aporte intenta completar en vacío normativo existente en materia de liquidaciones de fondos comunes de inversión abiertos, específicamente para fondos cartulares, omitidos en la RG 439.

Noticias Bibliográficas



FINANZAS

Autores: Zvi Bodie & Robert C. Merton

Editorial: Prentice Hall

Páginas: 479 (incluye un CD)

Precio: \$ 79

En el prólogo del libro, Paul Samuelson nos dice que sólo cada diez años aparece una obra innovadora; y este parece ser un caso. En efecto, tras muchos manuales de finanzas con énfasis en los últimos “descubrimientos” (opciones, derivados exóticos) volvemos a encontrar un texto que enfoca las finanzas desde el punto de vista de la economía, de la producción y de la empresa. No debería sorprendernos ya que uno de sus autores (Robert Merton) fue premio Nobel de economía en 1997. Está pensado como un texto introductorio a las finanzas (de allí que no tenga la extensión de otros manuales ya conocidos). Viene acompañado (y he aquí un importante valor adicional) por un CD con ejercicios y planillas de cálculo con ejemplos.

S.L.O.



LA CREACION DE VALOR PARA EL ACCIONISTA Y EL CONSUMIDOR

(Finanzas y Marketing en una perspectiva integrada)

Autor: Eduardo J.A. Petracca

Editorial: Errepar (Colección Biblioteca Profesional y Empresaria)

Páginas: 176

Precio: \$ 32

Se trata de un buen intento por integrar las finanzas y el marketing en un mismo enfoque. Son tratados temas tales como la mezcla de productos, el portfolio de productos y/o de negocios de una empresa (desde perspectivas ya clásicas como la matriz BCG), el ciclo de vida de un producto, los costos y el Cash Flow de la empresa. Los mismos se analizan desde el punto de vista de la creación de valor, utilizando para ello diversas herramientas típicamente financieras; duration, CAPM, etc. El enfoque es muy innovador, aunque los temas no están tratados con la suficiente extensión.

S.L.O.

Concurso: Temas de Investigación

Se invita a todos los alumnos de la Licenciatura en Mercado de Capitales a desarrollar un trabajo de investigación sobre algunos de los temas mencionados en la presente publicación.

Los temas sugeridos son:

- El promedio de los "Leading Economic Indicators" en EE.UU.
- El índice de petróleo (OIX)
- Futuros sobre petróleo
- El Internet Holders Trust (HHH)

El consejo académico del Instituto de Mercado de Capitales seleccionará los mejores trabajos que serán premiados con su publicación.

Apéndice Estadístico

PRINCIPALES INDICADORES BURSATILES

(datos actualizados al 23 de agosto)

Nombre	Símbolo	Ultimo Valor	% último mes	% últimos 6 meses	% último año
Merval	MERV	936,47	-3,99%	-21,92%	36,94%
Burcap	BURC	2.388,50	1,19%	-16,21%	45,64%
Indice General	IBG	43.290,70	0,11%	-17,99%	42,34%
Dow Jones Industrial	DJI	10.073,05	0,11%	-5,06%	7,75%
Dow Jones Utilities	DJU	285,79	3,20%	4,78%	20,94%
S&P500	GSPC	1.095,68	0,87%	-3,97%	10,33%
Nasdaq Composite	IXIC	1.838,70	-0,56%	-8,41%	4,16%
Russell 2000 Industrial	RUT	543,47	0,79%	-4,69%	11,94%
Bovespa	BVSP	22.852,00	5,84%	7,10%	56,38%
Mexico	MXX	10.169,19	2,64%	4,15%	35,70%
Japon	N225	10.960,97	-2,02%	0,85%	6,61%
China	SSEC	1.325,41	-5,83%	-21,18%	-7,89%
Londres	FTSE	4.405,30	1,83%	-2,63%	4,25%
Alemania	GDAXI	3.772,14	-0,66%	-7,29%	6,29%
Francia	FCHI	3.589,69	0,63%	-3,79%	7,83%
España	IBEX	7.788,90	-0,76%	-5,53%	8,09%
Rusia	MTMS	6.843,79	-3,37%	-12,13%	8,88%
Turquia	XU100	19.363,67	2,43%	5,90%	61,35%

PRINCIPALES MONEDAS (tipo de cambio por dólar)

(datos actualizados al 23 de agosto)

Moneda	Símbolo	Ultimo Valor	% ultimo mes	% ultimos 6 meses	% ultimo año
Peso	\$	3,02	1,34%	2,72%	1,34%
Real	R\$	2,996	-1,96%	1,00%	0,35%
Euro	€	3,72	1,53%	-1,06%	3,34%
Yen	¥	109,49	-0,64%	1,12%	-7,21%

PRINCIPALES ACCIONES LOCALES

(datos actualizados al 20 de agosto)

Empresa	Símbolo	Ultimo Valor	% ultimo mes	% ultimos 6 meses	% ultimo año
REPSOL YPF	YPF	118,5	2,62	1,27	39,66
TENARIS	TS	40,33	10,86	15,32	43,04
ACINDAR	ACIN	2,93	-4,78	3,41	23,21
ALUAR	ALUA	3,71	-0,54	-12,40	-7,28
BANSUD	BSUD	2,91	-9,62	-4,81	37,80
GALICIA	GALI	1,43	-13,29	-64,34	19,58
COMERCIAL	COME	0,43	-11,63	-32,56	32,56
FRANCES	FRAN	5,13	-7,41	-63,16	2,53
INDUPA	INDU	2,41	-0,41	-20,33	14,94
MOLINOS	MOLI	3,58	-0,56	-44,13	-20,67
PETROBRAS	PBE	2,8	-6,79	-37,50	20,71
TELECOM	TECO	5,32	-3,95	-8,08	39,85
TGS	TGS	2,56	0,39	-17,19	37,89
TELEFONICA	TEAR	2	-10,00	-45,00	-3,50