



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Alternativas de financiamiento de la gran empresa Argentina.

Fell, Marcelo Adolfo

1997

Cita APA: Fell, M. (1997).

Alternativas de financiamiento de la gran empresa Argentina.

Buenos Aires : Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas.
Escuela de Estudios de Posgrado

Este documento forma parte de la colección de tesis de posgrado de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios".
Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

Universidad de Buenos Aires
Posgrado de Especialización en Administración
Financiera

**ALTERNATIVAS DE
FINANCIAMIENTO
DE LA GRAN
EMPRESA
ARGENTINA**

Cdor. Marcelo Adolfo Fell
- Febrero de 1997 -



017-0079



Col 1502 / 0610

CATALOGADO

INTRODUCCION	1
PARTE I : PRÉSTAMOS BANCARIOS A CORTO PLAZO	5
<i>Generalidades</i>	5
<i>Tipo de préstamos bancarios</i>	6
<i>Sobregiro en cuenta</i>	6
<i>Préstamos en moneda local</i>	7
<i>Préstamos en "Argendólares"</i>	7
<i>Préstamos en dólares estadounidenses</i>	8
<i>¿Cuándo es conveniente financiarse en pesos y cuándo en argendólares?</i>	8
<i>Implicancias impositivas</i>	10
PARTE II : PRÉSTAMOS BANCARIOS A MEDIANO Y LARGO PLAZO	16
<i>Generalidades</i>	16
<i>Factibilidad de acceso a éste tipo de préstamos</i>	17
<i>Tipo de préstamos bancarios a mediano y largo plazo</i>	17
<i>Préstamos sindicados</i>	18
<i>Características e instrumentación</i>	18
<i>Determinación del costo</i>	21
<i>Implicancias impositivas</i>	23
PARTE III : FINANCIACIÓN DE BIENES DE CAPITAL	24
<i>Generalidades</i>	24
<i>Financiación de bienes de capital importados</i>	24
<i>Organismos para el fomento de exportaciones</i>	25
<i>Exim Bank</i>	27
<i>EDC/SEE</i>	27
<i>Exim Bank of Japan</i>	28
<i>Korea Export Import Bank</i>	29
<i>COFACE</i>	30
<i>HERMES</i>	30
<i>ECGD</i>	31
<i>SACE</i>	32
<i>Finamex</i>	32
<i>ERG</i>	33
<i>CESCE</i>	33
<i>Implicancias impositivas</i>	34

G. 3352
FZA

Trdo. Page 1

<u>PARTE IV: EL LEASING</u>	36
<i>Generalidades</i>	36
<i>El leasing en Argentina</i>	37
<i>Leasing financiero</i>	37
<i>Leasing operativo</i>	38
<i>Inscripción</i>	39
<i>Transmisión del dominio</i>	39
<i>Obligaciones entre las partes</i>	39
<i>Falta de pago del canon por parte del tomador</i>	40
<i>Análisis de factibilidad financiera</i>	41
<i>Implicancias impositivas</i>	41
<i>Impuesto a las ganancias</i>	42
<i>Impuesto al valor agregado</i>	43
<u>PARTE V: SECURITIZACIÓN Y FIDEICOMISO</u>	45
<i>Generalidades</i>	45
<i>El fideicomiso</i>	46
<i>Tipos de securitización</i>	47
<i>La securitización en Argentina</i>	48
<i>El fideicomiso</i>	48
<i>El fideicomiso financiero</i>	49
<i>Letras hipotecarias</i>	50
<i>Alternativas de securitización en Argentina</i>	51
<i>Fideicomiso financiero inmobiliario</i>	51
<i>Securitizaciones de facturaciones futuras</i>	52
<i>Implicancias impositivas</i>	53
<i>Impuesto a las ganancias</i>	54
<i>Impuesto al valor agregado</i>	55
<i>Impuesto sobre los ingresos brutos</i>	55
<u>PARTE VI: OBLIGACIONES NEGOCIABLES</u>	57
<i>Generalidades</i>	57
<i>La oferta pública y la colocación privada</i>	58
<i>Antecedentes de la ley de obligaciones negociables</i>	58
<i>Normas complementarias</i>	60
<i>¿ Qué es una obligación negociable ?</i>	61
<i>La decisión de emitir obligaciones negociables</i>	63
<i>Las entidades financieras en la emisión</i>	65
<i>La emisión de obligaciones negociables</i>	66
<i>Pasos formales para la emisión</i>	66
<i>La autorización de oferta pública</i>	67
<i>La cotización en bolsa</i>	69
<i>El prospecto</i>	70
<i>Condiciones generales de la emisión</i>	72
<i>Información relativa a la compañía</i>	75
<i>Los programas globales</i>	75
<i>La emisión de obligaciones negociables en el exterior</i>	76
<i>El ingreso al mercado de capitales de los Estados Unidos</i>	77
<i>Cierre de la emisión y determinación del precio</i>	78
<i>Implicancias impositivas</i>	79

<u>PARTE VII: FINANCIACION DE PROYECTOS</u>	82
<i>Generalidades</i>	82
<i>El patrocinante del proyecto</i>	82
<i>Clásicas estructuras de un proyecto</i>	83
<i>Los riesgos en la financiación de proyectos</i>	84
<i>Riesgo de finalización</i>	84
<i>Riesgo de desempeño</i>	85
<i>Riesgo de mercado</i>	86
<i>Riesgo político</i>	87
<i>Riesgos legales</i>	88
<i>Etapas de la financiación de proyectos</i>	88
<i>Fase de desarrollo</i>	89
<i>Estructuración del proyecto</i>	89
<i>Sindicación</i>	91
<i>Administración del préstamo</i>	91
<i>Herramientas financieras del "Project Finance"</i>	91
<i>Las Agencias Multilaterales y Nacionales de Crédito</i>	93
<i>La Corporación Financiera Internacional</i>	93
<i>Overseas Private Investment Corporation (OPIC)</i>	97
<i>Implicancias impositivas</i>	97
<u>PARTE VIII: GLOBALIZACION, REGIONALIZACION Y EL EFECTO TEQUILA</u>	99
<u>CONCLUSIONES</u>	104
<u>BIBLIOGRAFIA CONSULTADA</u>	106

INTRODUCCION

Cuando un inversor analiza la posibilidad de colocación de fondos, tiene en cuenta ciertos factores fundamentales que hacen al riesgo, en especial cuando la inversión se define fuera de sus fronteras. Estos factores son la estabilidad política y el marco legal en el que esta inmersa la institución emisora de la deuda.

La Argentina ha experimentado en especial en la segunda mitad del presente siglo, una marcada inestabilidad política, con gobiernos en gran parte de dicho periodo fuera del marco constitucional, situación que ha traído como consecuencia una fuerte inestabilidad normativa. Adicionalmente a ello, y relacionada a dicha situación, se produjo una seria crisis económica y financiera con fuertes periodos inflacionarios e incluso hiperinflacionarios en especial a fines de la década del '80.

Esta situación de inestabilidad produjo una falta de interés y confianza absoluta por nuestro mercado, en especial por parte de los inversores institucionales extranjeros, quedando las Empresas con necesidad de financiamiento fuera del mercado internacional de capitales.

En los inicios de la presente década, comienzan a migrar capitales extranjeros a nuestro país, incentivados fundamentalmente por los siguientes factores:

- **Estabilidad política:** El país muestra signos de madurez política, con un mandato presidencial dentro del marco de la Constitución concluido, y otro desarrollándose con absoluto respeto a las instituciones. Cabe destacar que a pesar de haberse presentado situaciones de extrema gravedad en el campo social, político y económico a fines de la década pasada, las Instituciones han permanecido sin ningún desvío a la Norma Fundamental.
- **Estabilidad monetaria:** La sanción de la “Ley de Convertibilidad” N°23.928 y su Decreto Reglamentario N°529/91 en el año 1991 dio como resultado una importante disminución de la tasa de inflación (desde el 84% en 1991 al 7,4% en 1993, 3,9% en 1994 y 1,6% en 1995), un crecimiento sustancial en el producto bruto interno y el consumo.
- **Estabilidad económica:** Las Autoridades dirigen sus esfuerzos a estabilizar la economía del País, con medidas tendientes a la disminución del déficit fiscal, mejorando la recaudación a través de una política recaudatoria y de controles a la evasión, de disminución del gasto público a través de la privatización de las empresas públicas (la mayoría de ellas deficitarias), medida que trajo como consecuencia un ingreso adicional que permitió renegociar la deuda pública con las entidades acreedoras.

- **Desregulación de la economía:** En el mes de octubre de 1991 el Poder Ejecutivo Nacional emitió un Decreto que, en términos generales, desreguló el mercado doméstico de mercaderías, servicios y transportes, aboliendo restricciones a las importaciones y exportaciones y simplificando o en casos eliminando entidades reguladoras.
- **Fomento a las inversiones:** En septiembre de 1993, la legislación eliminó los requerimientos existentes a esa fecha de inmovilización de capitales por tres años para su repatriación, permitiendo así a los inversores extranjeros remitir utilidades en el momento necesario, y dando además la posibilidad de hacer uso del crédito doméstico con los mismos derechos que las firmas locales.
- **Globalización de los mercados:** La globalización de los mercados y la creciente apertura de las economías, así como las más fluidas relaciones económicas y financieras entre las naciones, ha derivado en que las relaciones económicas internacionales no sólo tengan que ver con los flujos de comercio entre los países, sino también ahora se ven complementados en forma creciente por flujos de inversiones de empresas que van más allá de sus fronteras nacionales ¹.
La globalización incorpora sobre los mercados nacionales la incidencia de las fluctuaciones y alternativas de los mercados mundiales. En el caso puntual de la Argentina, el hecho de que varias de las empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (especialmente las privatizadas), también hayan accedido a la oferta pública en otros países hace que su cotización en aquellas “internacionalice” los resultados de la compañía y su cotización dependa no solo de las variables domésticas, sino también de la estructura de preferencias que los inversores de esas otras plazas vuelquen en ellas ².
- **Tasas internacionales bajas:** En ese período y en especial en los Estados Unidos se produce un efecto de “empujón” por las tasas de interés inusualmente bajas, esto acompañado con la desaparición de los denominados bonos basura, que ofrecían a los inversionistas la posibilidad de adquirir en el mercado interno instrumentos de elevado riesgo con beneficios también elevados ³.

La seriedad demostrada por parte del Estado en lo referente a las políticas monetarias y económicas, adicionalmente a la estabilidad política plasmada en el inicio de un tercer período constitucional consecutivo, permite mejorar los costos del financiamiento de las empresas que tienen acceso al endeudamiento internacional.

¹ Díaz Sanhueza, Raúl M. - Colocaciones de acciones en bolsas extranjeras como alternativa de financiación de la gran empresa - XVII jornada de contabilidad, economía e administração do cone sul - Vol.IV - Pág.107 - Brasil, octubre de 1994.

² Miguel, Cleo Laura - La experiencia Argentina en el proceso de globalización de su economía - XVII jornada de contabilidad, economía e administração do cone sul - Vol IV - Pág. 207 - Brasil, octubre de 1994.

³ Masood Ahmed y Sudarshan Gooptu - Corrientes de inversiones de cartera a los países en desarrollo - Finanzas y Desarrollo - Marzo de 1993. Página 9.

Para entender lo antedicho, recordemos que las tasas de interés se ven influidas por una serie de factores que las determinan.

Algunos autores ⁴ mencionan al “riesgo de incobrabilidad” como uno de aquellos factores. La posibilidad de que un receptor de fondos no esté en condiciones de cumplir su obligación de devolver el monto de capital más sus intereses a su vencimiento, trae como resultado que quien provee los fondos pretenda una remuneración (tasa de interés) más elevada.

Este “sobrepeso” por incobrabilidad, cuando el mismo se refiere a los residentes de un país, se denomina “Riesgo País”. Para entender al mismo deberemos aclarar qué significa el “Riesgo Soberano”.

Cuando un Estado emite deuda, la tasa de interés que el inversor está dispuesto a pagar, incluye la mencionada sobretasa por incobrabilidad por el riesgo que el inversor extranjero considera que compensaría eventuales situaciones no deseables, especialmente en países emergentes con situaciones de inestabilidad. Esa sobretasa pagada por el Estado Nacional es la denominada tasa por **Riesgo Soberano**.

Es de suponer que cuando de deuda Gubernamental se trata, esta significa un piso de riesgo para el inversor extranjero, entendiendo que cualquier emisión de endeudamiento por las empresas residentes en aquél país poseen un riesgo adicional, relacionado con la propia actividad de cada una de ellas, sus estructuras, etc., constituyendo esta sobretasa requerida la denominada tasa por **Riesgo País**. Cabe aclarar que ésta última engloba a ambas, conteniendo a la primera.

Esto explica el porqué las sanas políticas mejoran las perspectivas para las empresas con necesidad de financiamiento, permitiendo el acceso al Mercado Internacional de Capitales.

Entendemos que dadas las características del contexto argentino actual, sólo las Grandes Empresas pueden acceder a una serie de herramientas para su financiamiento, que incluyen ciertas alternativas de fondeo a nivel internacional, herramientas que serán explicadas a lo largo del presente trabajo.

Se entenderá por “Gran Empresa” a aquella que posee una envergadura de importancia, con una gerencia (management) calificado, con nivel patrimonial de relevancia y con riesgo acotado dentro de la actividad en la que se halla inmersa.

A continuación se expondrán las diferentes alternativas de financiamiento al alcance de los las empresas mencionadas en el contexto argentino actual, detallando las características generales de cada una de ellas, una síntesis de su forma de aplicación, sus implicancias impositivas y las situaciones en las que son de utilización conveniente.

⁴ Marcel, Alberto E. - Múltiples facetas de la tasa de interés - Revista Ejecutivos de Finanzas - Instituto Argentino de Ejecutivos en Finanzas (IAEF)- Setiembre de 1989 - Página 56.

Es importante destacar que el objetivo del presente trabajo, es ilustrar a todos aquellos profesionales o interesados en el tema planteado que no posean acceso a las Grandes Empresas, puntualmente en lo referente a aquellos instrumentos de financiamiento evaluados y utilizados a diario para la gestión de las mismas, dadas las características especiales y del acceso restringido a varias de esas herramientas para Compañías de menor envergadura.



PARTE I: **Préstamos bancarios a corto plazo**

Generalidades:

En primer término deberá definirse al crédito a corto plazo. El crédito a corto plazo se define como la deuda originalmente programada para ser reembolsada dentro del año ⁵.

Entre las modalidades de crédito a corto plazo más utilizadas por la gran empresa se encuentran los préstamos provenientes de entidades bancarias comerciales.

Usualmente las organizaciones de mayor envergadura se relacionan comercialmente con entidades financieras de primera línea, obteniendo una **calificación** y una **línea de crédito**.

A los fines de tramitar la obtención de una calificación por parte de la entidad bancaria elegida, normalmente se presenta un conjunto de información y de documentación necesaria para el análisis del área crediticia, quien luego del análisis determina el nivel correspondiente. La documentación exigida usualmente es un ejemplar completo de los Estados Contables de la firma (debidamente auditados), un informe con el nivel de endeudamiento comercial y financiero, y el detalle de las ventas efectuadas por la firma (conocido como informe de deudas y ventas). Toda la documentación mencionada conforma la llamada "carpeta".

Esta información es requerida posteriormente en forma periódica con el objeto de mantener la línea de crédito.

La mencionada calificación considera fundamentalmente el riesgo que la empresa calificada significa para el banco, siendo común una calificación de "primera línea" en el caso de las empresas que nos ocupan en el presente trabajo.

La calificación crediticia obtenida, normalmente trae como consecuencia el otorgamiento de una línea de crédito.

Una línea de crédito es un acuerdo formal o informal entre un banco y el prestatario acerca del saldo máximo de préstamo que el banco concederá al prestatario ⁶.

⁵ Weston, J.Fred - Copeland, Thomas E. - Finanzas en administración - Vol. 1, pág.380 - Editorial Mc Graw Hill - México, octubre de 1989.

⁶ Idem nota anterior. Pág. 381.

Obviamente las empresas mejor calificadas en razón de su riesgo, obtienen líneas de crédito absolutamente suficientes para sus necesidades eventuales de financiamiento, como así también se endeudará a tasas de interés más bajas ó preferenciales.

La autoridad monetaria argentina mostró su interés en la calificación de deudores a través de la Comunicación A-2216 (BCRA), a través de la que completa un conjunto de normas tendientes a cambiar el proceso de evaluación de los riesgos bancarios, junto con las disposiciones sobre capitales mínimos y sobre máximo de asistencia crediticia. Cambia el enfoque del análisis del riesgo crediticio, pasando de un criterio patrimonialista a un criterio de capacidad de riesgo, en función del flujo de fondos proyectados. Este cambio de enfoque consiste en que el Banco Central marca pautas muy claras sobre cómo los bancos tienen que clasificar a los deudores. Cuanto más sana es la cartera, menos provisiones tendrán que hacer los bancos ⁷.

Esta disposición del Organismo de Contralor, como se expuso, obliga a las empresas a presentar flujos de fondos proyectados con el objeto de completar la carpeta de crédito y obtener así la calificación esperada.

Tipo de préstamos bancarios:

Los comúnmente utilizados por las grandes empresas son los que se detallan a continuación:

- ◆ **Sobregiro en cuenta**
- ◆ **Préstamos en moneda local**
- ◆ **Préstamos en “argendólares”**
- ◆ **Préstamos en dólares estadounidenses**

Sobregiro en cuenta:

Es el modo más sencillo de financiar eventuales déficits de caja. Nos referimos a situaciones de “cortísimo” plazo, entendiendo como tal a uno o dos días.

Generalmente las empresas de primera línea consiguen financiarse a través de esta sencilla herramienta a tasas altamente preferenciales, siendo por lo general muy similares a la del mercado interbancario (tasa call) entre entidades de primer nivel.

La operatoria utilizada para conseguir el financiamiento en cuestión, implica la comunicación formal del operador financiero de la Empresa al operador de la “Mesa de Dinero” del Banco que otorgará el crédito. Usualmente las entidades bancarias exigen la presentación de una “Solicitud de Préstamo”. Se trata de un formulario normalmente

⁷ Alfara, Eulogio - Gaynor, Eric - Nueva metodología para calificar empresas - Revista Ejecutivos de Finanzas - Instituto Argentino de Ejecutivos en Finanzas (IAEF)- Buenos Aires, marzo de 1995 - Año 11 - N°113 - Página 32.

preimpreso en el que constan los datos de la operación, aclarando el inicio y fin del período del préstamo, y las cláusulas que regulan la transacción.

Luego sencillamente resta sobregirar la cuenta corriente hasta el monto pactado.

Se aclara que si no existe la comunicación formal de la intención de girar en descubierto, y éste se produce por un error de operación, la entidad sobregirada cobrará una tasa de descubierto que normalmente es elevada y de carácter punitiva.

Préstamos en moneda local:

Una modalidad frecuente de financiamiento bancario a corto plazo, es la solicitud de fondos en moneda nacional.

Ante la decisión de financiarse a través de esta herramienta se procede de la siguiente manera: se comunica al operador financiero el monto y plazo de financiamiento requerido, luego y con el objeto de obtener la mejor posibilidad, debe efectuar un relevamiento telefónico a todas las “mesas de dinero” en las cuales la Compañía posee acceso a través de una línea crediticia activa. Terminado este paso, determina la mejor alternativa, cerrando la operación con el operador bancario de la entidad seleccionada e instruyendo al mismo respecto al modo entrega de los fondos (acreditación en cuenta corriente o caja de ahorro, cheque, efectivo, etc.) de acuerdo a la necesidad de la Empresa.

La operación cerrada telefónicamente se perfecciona, al igual que en el sobregiro en cuenta, a través de una “Solicitud de Préstamo”.

La presente alternativa implica la toma de fondos en pesos, y la consecuente devolución del capital solicitado más los intereses pactados en la misma moneda, lo que implica un eventual riesgo de cambio para la entidad otorgante de los fondos ante una situación inflacionaria o de devaluación de la divisa. Este riesgo es cubierto a través de una sobretasa por riesgo, significando para la empresa tomadora una tasa de interés superior a la de moneda extranjera.

Préstamos en “Argendólares”:

Otra modalidad frecuente de financiamiento de la Gran Empresa con el objeto de cubrir posiciones deficitarias a corto plazo, es la de préstamos en dólares estadounidenses provenientes de entidades locales, comúnmente denominadas “argendólares”.

El procedimiento de obtención de los fondos es similar a la detallada en el punto anterior.

Esta alternativa puede ser elegida por variados motivos. Uno de ellos puede ser la necesidad de financiamiento en esa moneda por tener que cubrir una obligación en el exterior, por lo que se evita la compra de divisas dando la instrucción de transferencia directa del monto operado a la cuenta del exterior en cuestión.

Otro motivo puede ser que de un análisis de las alternativas presentadas ante la necesidad de financiamiento a corto plazo, ésta sea la de menor costo para la empresa. En un punto siguiente veremos la forma de analizar la mejor opción.

En contraposición a lo dicho en la alternativa de préstamo en moneda nacional, al financiarse en divisa estadounidense, y al ser ésta una moneda “dura”, ante una situación de devaluación o inflacionaria, la empresa tomadora de los fondos corre riesgos, ya que debería asumir el costo de la variación del tipo de cambio. Por otra parte y por no mediar el riesgo descripto para el prestamista, la tasa de interés pasiva normalmente es menor a la de moneda nacional.

Préstamos en dólares estadounidenses:

Cuando una entidad local no posee fondos disponibles para prestar a corto plazo, o cuando por razones de costo el administrador financiero de la Empresa decide no acudir a bancos locales, es factible acceder a entidades bancarias extranjeras, las que usualmente son filiales de los entes locales en las que se posee calificación y línea de crédito disponible.

La tasa de interés que aplican las entidades extranjeras suelen ser una tasa de amplia difusión internacional más un margen (denominado “spread”). La tasa de mayor aceptación es la LIBOR (London Interbank Offer Rate), o sea la tasa utilizada en el mercado interbancario de primera línea de la ciudad de Londres. Dado que esta tasa es diferente de acuerdo al plazo, se deberá aclarar con precisión cual será la que se aplicará.

Por lo general, las tasas de interés (Libor + Spread) son mas bajas que las requeridas por bancos locales por préstamos en dólares (argendólares).

El procedimiento en este caso difiere de los vistos anteriormente, interviniendo usualmente la oficina de representación del banco extranjero en el local, o directamente el oficial de créditos que atiende a la cuenta de la Compañía.

¿Cuándo es conveniente financiarse en pesos y cuándo en argendólares ? :

Existe la posibilidad de que sea indiferente para el administrador financiero solicitar fondos con el objeto de cubrir posiciones deficitarias a corto plazo, en pesos o en argendólares.

En este caso, se deberá efectuar el análisis de la conveniencia, basado en los siguientes factores:

- Posibilidad de variación del tipo de cambio en el período del préstamo.
- Diferencial de tasas entre pesos y argendólares.
- Brecha o “spread” entre la venta y compra de moneda extranjera.

Teniendo en cuenta lo antedicho, podemos utilizar la siguiente fórmula:

$$\frac{\left\{ \left(\frac{iD}{365} \times n \right) + \left(\frac{Tc_1}{Tc_0} - 1 \right) \right\}}{n} \times 365 = iE$$

Donde:

- iD = Tasa activa de interés en argendólares (tanto por uno)
- Tc_0 = Tipo de cambio comprador al momento de la imposición
- Tc_1 = Tipo de cambio vendedor al momento de la cancelación
- n = Plazo del préstamo (en días)
- iE = Tasa equivalente en pesos de la tasa iD para el plazo n .

La iE será la tasa nominal anual equivalente en pesos respecto a la resultante de endeudarse en argendólares asumiendo el costo adicional de efectuar en primer término la venta de divisas con el objeto de cubrir la posición deficitaria en moneda nacional, y la posterior recompra de los dólares con el objeto de proceder a la cancelación del principal más los intereses correspondientes.

Veamos a continuación un ejemplo a través de la siguiente situación extraída de la realidad. Como resultado del relevamiento de tasas efectuado por un operador con el objeto de cubrir su posición deficitaria en pesos para tres días, obtiene la siguiente información:

Tasa activa en pesos (plazo 3 días)	8,00%
Tasa activa en argendólares (plazo 3 días)	6,00%
Tipo de cambio comprador (divisas)	\$ 0,9998
Tipo de cambio vendedor (divisas)	\$ 1,0000

Se asume que al vencimiento del plazo del préstamo, el tipo de cambio vendedor no sufrirá alteraciones, por lo que será de \$ 1,0000 por dólar.

Aplicando la fórmula expuesta obtenemos:

$$\begin{aligned} iD &= 0,06 \text{ (6\%)} \\ Tc_0 &= 0,9998 \\ Tc_1 &= 1,0000 \\ n &= 3 \end{aligned}$$

$$\underline{iE = 0,084338 \text{ (8,43\%)}}$$

Por lo tanto, el resultado indica que de producirse la situación esperada al momento de la cancelación del préstamo tomado, la iE o tasa equivalente en pesos será del 8,43%, la que es superior a la de 8% en pesos solicitada al momento de la imposición.

Concluyendo, de ser indiferente la decisión de endeudarse en pesos o argendólares, la opción mas económica para la compañía será la de financiarse a través de pesos al 8%.

Veamos ahora a través de la siguiente fórmula, una segunda manera de determinar la alternativa de financiación más conveniente.

$$\left[\frac{\left(\frac{iP - iD}{365} \right) \times n}{100} + 1 \right] \times Tc_0 = Tc_1'$$

Dónde:

Tc_1' = Tipo de cambio teórico vendedor al momento de la cancelación

Esta fórmula nos indica cuál es el tipo de cambio vendedor de corte, teniendo como dato la tasa nominal anual en pesos y argendólares, el plazo deseado y el tipo de cambio comprador al que el banco esta dispuesto a adquirir la divisa tomada.

Veamos ahora un ejemplo de aplicación. Supongamos que del relevamiento de información se obtienen los siguientes datos:

Tasa activa en pesos (plazo 3 días)	7,00%
Tasa activa en argendólares (plazo 3 días)	6,00%
Tipo de cambio comprador (divisas)	\$ 0,9998
Tipo de cambio vendedor (divisas)	\$ 1,0000

Aplicando la fórmula expuesta obtenemos:

$$\begin{aligned} iD &= 0,06 (6\%) \\ iP &= 0,07 (7\%) \\ Tc_0 &= 0,9998 \\ n &= 3 \end{aligned}$$

$$\underline{Tc_1' = 0,99988}$$

Este resultado nos indica que si del análisis de la variación del tipo de cambio futuro, el valor de venta se presume que se encontrará por encima de $Tc_1' = 0,99988$, nos convendrá endeudarnos en pesos, caso contrario será más ventajoso asumir una obligación en dólares.

Implicancias impositivas:

En la actualidad existen dos impuestos que afectan directamente a la decisión de financiamiento a corto plazo a través de préstamos bancarios.

La Ley del **Impuesto al Valor Agregado (IVA)** N° 23349 y sus modificaciones, grava a los intereses provenientes de préstamos bancarios efectuados bajo estas condiciones pero no en forma directa sino por excepción.

Entre las exenciones que taxativamente se han incluido en el Inciso 17 del Artículo 6° Título II de la Ley, se detallan en ocho puntos todas aquellas “colocaciones y prestaciones financieras” que se encuentran excluidas del alcance del Impuesto. Ninguno de estos puntos hacen referencia a los intereses en cuestión, estando entonces gravados por excepción.

Por otra parte cabe aclarar que de acuerdo al punto 1 del mencionado inciso 17 del Art.6°, se encuentran exentos “los préstamos que se realicen entre dichas instituciones (las regidas por la ley 21526 de Entidades Financieras)” con la explicación adicional del Art.12.3, último párrafo del Decreto Reglamentario N°2407/86 y sus modificaciones, en el que especifica que la exención “está referida a las denominadas operaciones de “call money”, las colocaciones que las mismas realicen en el Banco Central de la República Argentina y las demás operaciones definidas como “préstamos entre entidades financieras” por el mencionado Banco Central”.

Cabe ahora efectuar la siguiente aclaración. Existen tres situaciones posibles frente al presente tributo: poseer la situación de “responsable inscripto”, la de “responsable no inscripto” y la de “exento”.

La situación más usual en el caso de las compañías que nos ocupan es la de “responsables inscriptos”. Por lo tanto, los intereses abonados por operaciones activas concertadas por grandes empresas, se hallarían alcanzados por el impuesto. Recordemos que el IVA no es un costo, siendo posible computar el importe cobrado por la entidad bancaria en el momento de la cancelación de la operación como un crédito fiscal, descontando el mismo de la posición determinada para el período mensual en que el hecho imponible se perfeccionó.

Dicho esto, podemos decir que la real incidencia del IVA para las empresas que se encuentran en calidad de inscriptas en el presente tributo, es únicamente de carácter financiera.

En este caso, podríamos determinar el real costo del financiamiento en moneda nacional para las empresas descriptas a través de la siguiente fórmula:

$$\left\{ 1 + \left[iT \times \left(\frac{iP}{365} \right) \times (t_v - t_c) \right] \right\} \times iP = iR_P$$

Donde:

- iP = Tasa nominal anual activa en pesos (tanto por uno)
- iT = Tasa del IVA (tanto por uno)
- iR_p = Tasa nominal anual de costo real del préstamo (tanto por uno)
- t_v = Fecha de vencimiento de la declaración jurada mensual
- t_c = Fecha de cancelación de los intereses financieros

Del mismo modo podrá calcularse el costo total real del financiamiento en argendólares a través de la siguiente fórmula:

$$\left[\frac{\left\{ \frac{Tc_1}{Tc_0} - 1 \right\}}{n} \times 365 \right] + \left[\left\{ 1 + \left[iT \times \left(\frac{iD}{365} \right) \times (t_v - t_c) \right] \right\} \times iD \right] = iR_D$$

Donde:

- iD = Tasa nominal anual activa en argendólares (tanto por uno)
- iR_D = Tasa nominal anual de costo real del préstamo en argendólares (tanto por uno)

Supongamos que la Empresa en razón de su actividad se encuentra encuadrada como exenta o no gravada frente al tributo. En este caso puntual debemos aclarar que la incidencia del Impuesto al Valor Agregado es muy alta, ya que la entidad prestamista deberá cargar los intereses con el tributo, no pudiendo la Compañía descargar el mismo constituyendo en este caso un costo.

Un caso en el que esta situación se presenta, es en las compañías inversoras cuya única actividad es la tenencia accionaria de otras empresas, conocidas como "Holding Companies", dado que esa actividad no se encuentra alcanzada por la Ley del Impuesto. Dado el volumen de fondos que circula en este tipo de organizaciones, es de gran importancia lo mencionado en este punto a los fines de la toma de decisiones.

Dicho esto, analizaremos la fórmula a través de la que se puede determinar el costo real de la operación en pesos:

$$\{ iP (1 + iT) \} = iR_P$$

Donde:

iP = Tasa nominal anual activa en pesos (tanto por uno)

iT = Tasa del IVA (tanto por uno)

iR_P = Tasa nominal anual de costo real del préstamo (tanto por uno)

Del mismo modo podrá determinarse el costo real del financiamiento en argendólares:

$$\left[\frac{\left\{ \frac{Tc_1}{Tc_0} - 1 \right\}}{n} \times 365 \right] + [iD(1 + iT)] = iR_D$$

Donde:

iD = Tasa nominal anual activa en argendólares (tanto por uno)

iR_D = Tasa nominal anual de costo real del préstamo en argendólares (tanto por uno)

Veamos las consideraciones siguientes, luego de las cuales podremos llegar a una conclusión respecto a la conveniencia para el financiamiento de Compañías exentas o no gravadas frente al I.V.A.

El segundo tributo que afecta la decisión de financiamiento a corto plazo es el **Impuesto a las Ganancias** (t.o.1986 con las modificaciones posteriores al ordenamiento establecidas por las Leyes 23525, 23549,23658 y siguientes).

En el caso de préstamos financieros otorgados por Entidades Financieras locales, la incidencia del mencionado tributo es nula.

La situación a analizar es la referida a préstamos obtenidos de Entidades Financieras del exterior.

Para estos casos el primer párrafo del artículo 91 de la Ley indica que “cuando se paguen beneficios netos de cualquier categoría a sociedades, empresas o cualquier otro beneficiario del exterior, corresponde que quien pague retenga e ingrese a la Dirección, con carácter de pago único y definitivo, el 33% de tales beneficios”.

Seguidamente y definiendo a los beneficios de tales empresas del exterior, en el artículo 93, y específicamente en su inciso c) indica que presumirá ganancia neta sin admitirse prueba en contrario “el 40% de los intereses pagados por créditos de cualquier origen o

naturaleza obtenidos en el extranjero” (desde el 27 de septiembre de 1996, modificación efectuada por Ley 24.698).

Por lo tanto, debería ingresarse a la Dirección General Impositiva, el 33% del 40% , es decir el 13,20% de los intereses abonados a la entidad extranjera, deduciendo tal suma del interés total a girar en carácter de retención, no provocando ningún efecto para la tomadora del préstamo.

Sin embargo, normalmente al concertar este tipo de operaciones, queda expresamente estipulado en los contratos, que todos los impuestos que existen y que puedan existir en el futuro serán a cargo del tomador de la obligación, haciendo especial hincapié en la retención del Impuesto a las Ganancias (Withholding Tax).

Por ello, la entidad pagadora de los intereses debe efectuar el acrecentamiento o “Grossing-Up”, caso en el que debe hacerse cargo incrementando así el costo total de la operación. Lo antedicho está tratado puntualmente en el último párrafo del Art.150 del Decreto Reglamentario del impuesto.

El efecto del Grossing-Up en el costo total del préstamo del exterior puede ser calculado del siguiente modo:

$$\frac{iW}{1 - iW} = iA$$

Donde:

iW = Tasa de retención del Impto.a las Ganancias (tanto por uno)

iA = Efecto provocado por el Grossing-Up (tanto por uno)

Tomando la situación real actual y aplicando la fórmula, donde iW es del 13,20%, concluimos que los préstamos otorgados por entidades del exterior tienen un efecto de incremento en el pago de intereses (iA) del 15,21%.

Esta situación si bien aparenta una desventaja absoluta de los préstamos del exterior sobre los locales, la realidad imperante en el mercado de tasas, indica que las tasas activas requeridas por entidades extranjeras son notablemente menores a las locales, compensando fuertemente la desventaja mencionada.

Sin embargo, y retomando lo dicho respecto a las Compañías que se encuentran en calidad de exentas frente al Impuesto al Valor Agregado, y recordando que dicho impuesto constituye un costo de la operación, en la medida que la tasa del I.V.A. sea mayor a la del Grossing Up, será conveniente obtener financiamiento de entidades bancarias radicadas en el exterior, descartando prácticamente el financiamiento local.

Quedará pues librado al análisis del Administrador Financiero de cada Empresa que requiera financiamiento bancario a corto plazo, la conveniencia de endeudarse en el mercado local o extranjero.



PARTE II: Préstamos bancarios a mediano y largo plazo

Generalidades:

En primer término, resulta importante definir al mediano y largo plazo.

Contraponiendo lo dicho en la parte anterior, debe entenderse como deuda a **largo plazo** la que se programa reembolsar en un plazo superior al año.

Esta idea parece ser apoyada por toda la doctrina. El glosario financiero de Corben's define al largo plazo como la "tenencia de activos por cierto tiempo, probablemente por un mínimo de un año, como parte de la política de inversiones"⁸.

Del mismo modo, George Oldham define al financiamiento a largo plazo como "alguna deuda que no vence en un año o más"⁹.

El **mediano plazo** es denominado por el glosario de Corben's como "plazo intermedio" y definido como el período que se encuentra entre el corto y el largo plazo, dependiendo su extensión del contexto. Prosigue aclarando que para los analistas del mercado que nos ocupa, significa un plazo de seis a doce meses¹⁰.

Veamos ahora cuándo surge la necesidad de financiarse a mediano y largo plazo.

La mayoría de los directivos financieros intentan hacer coincidir los plazos de vencimiento de activos y pasivos. Es decir, financian activos de largo plazo como instalaciones y maquinarias, con endeudamiento a largo plazo y capital propio. Por otra parte, la mayoría de las empresas hacen una inversión permanente en capital de trabajo (activo corriente menos pasivo corriente), financiando también esta inversión con fondos a largo plazo¹¹.

Dicho esto, se infiere que normalmente los préstamos a largo plazo suelen ser por montos de cierta envergadura.

⁸ Corben's Glossary of Financial and Investment Terms - Corben's Financial Publications Limited - Fourth Edition, London, 1995 - Página 106.

⁹ Oldham, George E. - Dictionary of Business and Finance Terms - Barnes & Noble Books - New York, 1993 - Página 142.

¹⁰ Op.Cit.(8) - Página 322.

¹¹ Brealey, Richard - Myers, Stewart - Principios de Finanzas Corporativas - McGraw-Hill - Segunda Edición - México, 1993 - Página 687.

Factibilidad de acceso a éste tipo de préstamos:

La factibilidad de acceder a éste tipo de préstamos, depende fundamentalmente de tres factores:

- **La situación económica y política del país** en el momento de surgir la necesidad de este tipo de transacción;
- **La situación general de la región** en la que se encuentra el país y
- **La situación económico-financiera de la Empresa** y su sector.

Cuando la situación económica y política del país es conflictiva y con políticas y regulaciones poco claras, el acceso al mercado de largo plazo y aún del mediano plazo se encuentra altamente restringido, llegando en algunas situaciones a desaparecer. Obviamente el riesgo que asumen las entidades financieras en este tipo de transacciones es alto, siendo sumamente cautas, especialmente las pertenecientes al exterior.

En ciertas ocasiones el país no posee inconvenientes en su faz política o económica, pero por factores de inestabilidad en la región, se ven resentidas las transacciones financieras, en especial las que nos ocupan en éste capítulo. Un claro ejemplo de ello es lo sucedido recientemente con la crisis mexicana, conocida como “Efecto Tequila” que analizaremos con mayor profundidad mas adelante.

En momentos de producirse ésta crisis, la situación general de la Argentina era buena, con reglas económicas y políticas claras, con estabilidad monetaria y realizando esfuerzos para el logro del equilibrio fiscal. Sin embargo, tanto nuestro país como varios vecinos de la región, vieron seriamente resentidas y comprometidas sus economías debido a la desconfianza que se produjo en nuestros países. Esta desconfianza, exteriorizada a través del retiro de depósitos del sistema financiero, limitó y hasta eliminó el crédito a las empresas, por sólidas y fuertes que fueran, quedando absolutamente fuera las posibilidades de endeudarse aún a corto plazo.

Por último, la situación económico-financiera puntual de la Empresa tomadora del préstamo, es decisiva al analizar la factibilidad de concreción del mismo. Dado el riesgo mencionado que asumen las entidades, el mayor o menor plazo posible dependerá de la solidez de la Compañía, y adicionalmente, de la situación general del sector de la economía en que se halla inmersa.

Tipo de préstamos bancarios a mediano y largo plazo:

Los comúnmente utilizados por las grandes empresas son los que se detallan a continuación:

◆ Préstamos en moneda local

- ◆ Préstamos en “argendólares”
- ◆ Préstamos en dólares estadounidenses

Dado el mayor riesgo potencial que existe por parte de las entidades prestamistas al otorgar fondos a mayor plazo, es común que prefieran la moneda extranjera con el objeto de minimizar riesgos cambiarios.

Eventualmente en situaciones de solidez, los bancos estarán dispuestos a prestar en moneda nacional, pero generalmente los plazos no suelen ser mayores al año.

Lo mencionado en el capítulo anterior referente a cada tipo de préstamo, en general es coincidente, salvo ciertos aspectos específicos.

Un aspecto que suele ser diferencial, es la concertación e instrumentación. Cuando se trata de préstamos a mediano plazo y por montos considerados en la franja del mercado que se encuentra bajo análisis como pequeños o al alcance directo de la entidad, no difiere en su instrumentación y concertación mayormente de lo mencionado en el capítulo anterior, mediando una operación de “mesa” e instrumentado a través de un contrato estándar.

Contraponiendo lo mencionado en el párrafo anterior, la diferencia se produce en operaciones por plazos mayores al año y en general por sumas importantes.

En éstos casos, por lo general se accede a un tipo especial de transacciones denominadas “Préstamos Sindicados” y que explicará seguidamente.

Préstamos sindicados:

Características e instrumentación:

Cuando la necesidad de fondos es de importancia en cuanto a monto, es habitual que no pueda ser satisfecha por una sola entidad financiera.

En estas circunstancias, y dadas las características particulares de este tipo de transacciones, deberá encuestarse a una serie de entidades capaces de otorgar un préstamo de las características requeridas, ya sea en forma escrita para lo cual es conveniente el armado de una licitación con el objeto de guardar objetividad en la decisión, o en forma verbal. Tanto en el caso de efectuar una licitación o de consultar en forma verbal a los probables ofertantes, deberán precisarse las características de la transacción requerida por la Empresa demandante de fondos.

Una vez obtenida las respuestas, deberá efectuarse un análisis de costos (el que desarrollaremos mas adelante), del cual surgirá una grilla que permitirá definir a la entidad prestamista. Una vez que se tomó la decisión, deberá comunicarse la resolución especialmente a la entidad adjudicada.

Llegada esta instancia, se firma un acuerdo en el que consta el compromiso formal del Banco de suministrar los fondos solicitados en las condiciones acordadas (monto, plazo, tasa, moneda, comisiones, momento del desembolso, impuestos, condiciones precedentes, etc.) las que son detalladas con precisión en el documento. Este acuerdo se denomina **mandato** el que además suele incluir una cláusula específica de confidencialidad (compromiso formal de no divulgar lo pactado), las condiciones precedentes del préstamo (condiciones que deben cumplirse para la concreción de la operación), aprobaciones internas del o los bancos agentes, etc.

Luego de esta instancia, el Banco (o Bancos) al que se le otorgó el mandato convoca a otros que están interesados a participar en la transacción bajo las condiciones en cuanto a plazo y costos pactadas previamente con la Empresa, formando así un **Sindicato** de Bancos. Esta entidad o grupo de entidades que encabezan el Sindicato se denominan **Organizadores**, conocidos en idioma inglés como **Arrangers**.

La complejidad de este tipo de transacciones requiere una instrumentación formal complicada, con costos de organización no existentes en las operaciones analizadas hasta el momento.

Es habitual en este tipo de transacciones la participación de entidades financieras del exterior, por lo cual los contratos que rigen la operación son efectuados bajo ley extranjera, utilizando por lo general la jurisdicción del Estado de Nueva York. Esto implica que las cláusulas legales que formarán parte del contrato a instrumentar, deberán ser analizadas minuciosamente por los asesores jurídicos tanto de la Compañía como del Sindicato, siendo estos costos soportados por la parte tomadora del préstamo. Adicionalmente, y por ser jurisdicción extranjera, es común la participación de estudios jurídicos pertenecientes al distrito elegido, cuyos profesionales deberán emitir una **opinión legal** (conocida como “Legal Opinion”) respecto al instrumento a celebrar, sin la que no podrá cerrarse la transacción.

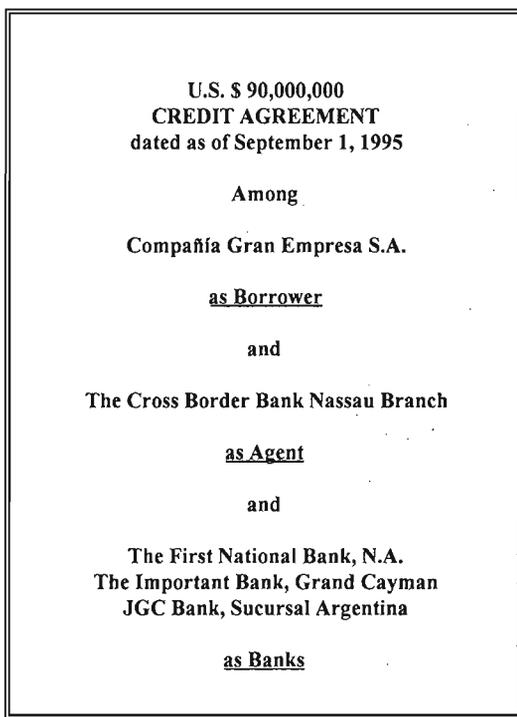
Tal como se mencionó previamente, son también pactadas y comprometidas a través del mandato, las comisiones específicas para la organización y administración del sindicato. Las que habitualmente se suelen cobrar son comisiones por el gerenciamiento del sindicato (denominada “management fee”), comisión por la suscripción (“underwriting fee”), comisión por estructuración (“structure fee”) y otras pactadas.

Como se infiere, los gastos legales suelen ser de cierta importancia por la participación de varios estudios jurídicos tanto locales como extranjeros. Por ello suele acordarse con los otorgantes del préstamo, un valor “tope” (“cap”) por sobre el que la Empresa no se hará cargo, siendo costo para el grupo de bancos que sindicaron el préstamo.

El formato de los contratos que son utilizados habitualmente en este tipo de transacciones poseen características determinadas, dado que como hemos mencionado anteriormente se rigen por leyes de los Estados Unidos de Norteamérica.

Una primer característica obvia, dada la jurisdicción elegida para la operación, es que son redactados en idioma inglés.

El contrato posee una carátula en la que se detallan las características básicas del préstamo (tipo, monto , fecha de imposición) y los participantes del mismo (tomador de la operación, agentes, bancos prestamistas). Seguidamente exponemos una hipotética carátula de contrato de préstamo sindicado:



A continuación de la carátula, se expone un índice dividido por capítulo (denominados artículos). Estos capítulos usualmente son:

- ◆ **Definiciones (Definitions):** Contiene las definiciones de todos los términos involucrados en el Contrato (comisiones, tasa, Libor, días hábiles, etc.).
- ◆ **Montos y términos del Préstamo (Amounts and terms of the Loans):** Define el momento y forma en que se desembolsará el préstamo, los porcentajes a aplicar en concepto de comisiones, tasas de interés punitorias, condiciones de prepago, tratamiento de los impuestos, etc.
- ◆ **Condiciones para el desembolso (Conditions of lending):** Se detallan las condiciones precedentes del préstamo (Condition Precedent to the Loans), las que de no ser cumplidas facultarán a las entidades prestamistas a no desembolsar. Estas condiciones son la no existencia de situaciones adversas para el deudor, presentación de documentación formal (Estatutos, actas de Directorio, las mencionadas Opiniones Legales de los estudios jurídicos locales y extranjeros, etc), y otras requeridas por los acreedores.

- ◆ **Representaciones y Garantías (*Representations and Warranties*):** La empresa garantiza que es una corporación organizada válida bajo las leyes argentinas, la ejecución del presente contrato, que no existen hipotecas o prendas bajo ciertas características, la existencia o no de juicios en contra, etc.
- ◆ **Obligaciones del deudor (*Covenants of the Borrower*):** Se dividen clásicamente en obligaciones positivas (*Affirmative Covenants*) las que se refieren a las obligaciones que debe cumplir el deudor (debe mantener la existencia de la Compañía, las propiedades de la misma, una buena cobertura de seguros, etc.) , y las obligaciones negativas (*Negative Covenants*) que se refiere a todas aquellas actos o situaciones que no debe afrontar la compañía (por ejemplo: no debe superar un nivel determinado de endeudamiento, no poseer ciertas hipotecas, no efectuar ciertas fusiones o adquisiciones de activos, etc.)
- ◆ **Eventos que producen la “caída” del préstamo (*Events of Default*):** Detalla taxativamente todas aquellas situaciones que producen la finalización de la transacción en forma anticipada e involuntaria.
- ◆ **El Agente (*The Agent*):** Explica con claridad el papel a cumplir por el agente de la transacción, su relación con los Bancos intervinientes, sus funciones, etc.
- ◆ **Varios (*Miscellaneous*):** Forma en que se deben efectuar las notificaciones involucradas con la operación, gastos relacionados con la misma (incluyendo el valor techo o “cap” pactado), definición de la jurisdicción del contrato, compromisos de confidencialidad, etc.
- ◆ **Documentación (*Schedules*):** Se incluyen como anexos todos aquellos esquemas en borrador de la documentación exigida para el cumplimiento del contrato en cuestión.

Es interesante destacar que el tema ecológico, el cual es considerado seriamente en los últimos tiempos y en especial en los países desarrollados, afecta también a este tipo de transacciones. Por ello se incluyen en los contratos cláusulas específicas con estrictas obligaciones a cumplir por parte del tomador del Préstamo en todos aquellos temas que tengan impacto ambiental. De no cumplir estas obligaciones, se dará por cancelada la Operación.

Determinación del costo:

Veamos ahora cual es la forma de analizar el costo total de este tipo de transacciones. Este análisis se efectúa en el momento de recibir las respuestas de la licitación con el objeto de determinar cuál va a ser la entidad elegida para financiar a la Compañía.

Dado que en este tipo de préstamos intervienen varios Bancos, pueden existir diferentes combinaciones en lo que se refiere a la nacionalidad de los mismos. Ello influye en el

tratamiento impositivo de los intereses, tal como se mencionó en el capítulo anterior. Los intereses de entidades radicadas en el exterior (denominadas “Cross Border”) tendrán efecto respecto al acrecentamiento de la retención del Impuesto a las Ganancias (“Withholding Tax”) del que deberá hacerse cargo la tomadora. En cambio, los intereses de las entidades locales, o sea de los argendólares, estarán gravados por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), no teniendo efecto respecto a costos¹².

El primer paso es la preparación de un flujo de caja que abarque todo el período afectado por la futura operación, con el detalle preciso de todas las comisiones, intereses y gastos necesarios.

Este flujo de caja permitirá determinar la Tasa Interna de Retorno que significará el costo total (All in cost) de la transacción.

Una vez determinado el costo total de cada una de las propuestas enviadas por los oferentes, simplemente se compararán con el objeto de adjudicar la operación a aquella entidad cuyo costo sea el menor.

A continuación se expondrá un ejemplo de análisis de una hipotética oferta presentada por una entidad bancaria, transacción que posee las siguientes características:

Monto de la imposición:	U\$S 70.000.000,-
De entidades del exterior (Cross Border)	U\$S 20.000.000,-
De entidades locales (Argendólares)	U\$S 50.000.000,-
Tasa flotante (para Cross Border)	Libor + 3,75%
Tasa fija (Argendólares)	10,75%
Plazo de la operación	360 días
Servicio de intereses	Semestral
Cancelación del capital	Al vencimiento (denominado Bullet)

Además se cobrarán las siguientes comisiones sobre el monto del préstamo:

Management Fee	0,125%
Underwriting Fee	0,250%

Con toda esta información, la que es expuesta de manera similar en las respuestas a las licitaciones o encuestas que se efectúan a los fines de determinar el otorgante del préstamo, se efectúa un cuadro de las siguientes características:

¹² Si bien se ha explicado anteriormente el efecto financiero del IVA por el período que se extiende entre el momento de la erogación del mismo junto con el pago de los intereses financieros y la presentación de la Declaración Jurada en la que “descarga” el mismo como crédito fiscal, con ánimo de simplificar este análisis no se tomará en cuenta. De todos modos es importante destacar que en operaciones de la envergadura que se está analizando, ese efecto es irrelevante. Obviamente este comentario se refiere a los casos en que la Compañía tomadora del préstamo sea un “Responsable Inscripto” frente al IVA.

SYNDICATED BANK LOAN FACILITY				
Cross Border	28,571%		Tasa flotante	Libor + 3.75%
Argendólares	71,429%		Libor	5,8750%
	<u>100,000%</u>			
Interés semestral		0	180	360
Capital		70.000.000		(70.000.000)
Management Fee	0,1250%	(106.250)		
Underwriting Fee	0,2500%	(175.000)		
Interés (variable)	9,6250%		(962.500)	(962.500)
Interés (fijo)	10,7500%		(2.650.685)	(2.650.685)
Withholding tax			(45.353)	(45.353)
Gastos legales		(15.000)		
		69.703.750	(3.658.538)	(73.658.538)
T.I.R.	11,209%			

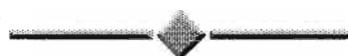
De este análisis se concluye que el costo total (all in) de la oferta presentada por este sindicato, será del 11,209%.

Implicancias impositivas:

Las consideraciones efectuadas en el punto “implicancias impositivas” del capítulo anterior en las que se exponen todos los efectos que los tributos tienen sobre las transacciones financieras, son aplicables en su totalidad al tipo de operaciones que nos ocupan en la presente parte.

Respecto a la determinación de los costos de las operaciones con su efecto impositivo, lo mencionado en el capítulo de operaciones a corto plazo es aplicable a todas aquellas transacciones a mediano y largo efectuadas por una única entidad financiera (Ver páginas 10 y subsiguientes).

La salvedad debe hacerse en los casos de determinación de costos de “préstamos sindicados”, tal como se analizó en el punto anterior, para los que deben analizarse a través de un flujo de caja y determinación de una Tasa Interna de Retorno (Ver página 20).



PARTE III: Financiación de Bienes de Capital

Generalidades:

Cuando una Empresa encara la adquisición de bienes de capital de cierta envergadura, es habitual que se analice en forma conjunta con el análisis técnico y económico de las propuestas, la financiación de los mismos.

Un punto fundamental a ser tomado en cuenta es la procedencia de los bienes a adquirir, esto es si son de procedencia nacional o extranjera.

Si se trata de bienes locales, las alternativas de financiación se encuentran limitadas. En estos casos por lo general la misma es otorgada por el proveedor de los bienes o por una entidad financiera también local.

En ambos casos los ofrecimientos se limitan a préstamos otorgados específicamente para la financiación de la compra del activo en cuestión, en los que se suele aplicar una tasa de interés sobre saldos. Típicamente se utiliza el sistema de amortización de préstamos denominado “Francés”, con cuotas iguales formadas por intereses decrecientes y amortización del capital en forma periódica creciente.

Por lo tanto en estos casos y a los fines de la evaluación de la financiación probable, deberán prepararse flujos de fondos en los que deberá incluirse la totalidad de gastos, comisiones e impuestos involucrados en la operación. Una vez hecho esto, deberá calcularse la Tasa Interna de Retorno (TIR), tasa que permitirá seleccionar la mejor alternativa de financiación.

Las posibilidades de financiar bienes se multiplica en el caso de adquisiciones de activos efectuadas a proveedores del exterior, tema que desarrollaremos seguidamente.

Financiación de bienes de capital importados:

También en el caso de la adquisición de bienes importados, existe la alternativa de obtener financiamiento a través del mismo proveedor o a través de una entidad financiera.

Dado que los montos involucrados en estas transacciones son de importancia, normalmente los plazos de pago de las financiaciones relacionadas son de mediano o largo plazo.

Es habitual en los casos en que la Empresa deba afrontar un proyecto de equipamiento, reequipamiento o reemplazo de bienes de uso de cierta magnitud, efectúe una licitación para obtener las mejores condiciones técnicas, económicas y financieras.

Para ello, se invita a la participación de todas aquellas Compañías que posean la capacidad técnica para la provisión de los equipos requeridos. En el pliego de la licitación se incluyen las especificaciones técnicas minuciosamente detalladas, las condiciones económicas de la operación, y en caso de ser necesario las condiciones de financiamiento requeridas.

Las propuestas de financiación en estos casos suelen ser de variados tipos. Una alternativa es el otorgamiento de crédito directo por el proveedor del equipamiento, el que propone una forma de pago del capital y los intereses con una tasa de interés determinada. En ocasiones y dada la envergadura de los proveedores de equipamiento del exterior, suelen poseer entidades subsidiarias de tipo financiero, que se ocupan de otorgar crédito por la compra de sus mercancías.

Tanto en uno como en otro caso, los oferentes utilizan una tasa de interés de amplia difusión internacional, normalmente la LIBOR (Ver “Préstamos en dólares estadounidenses” en el Capítulo I) más un spread que contempla fundamentalmente al riesgo del país.

En otras oportunidades, el proveedor ofrece la financiación de los equipos a través de un Banco con el que posee relación comercial, disminuyendo en casos el costo de la operación al considerar una tasa inferior por relacionar al riesgo del préstamo con el de la Empresa ofertante. En estas ocasiones el “paquete financiero” es detallado minuciosamente en la respuesta a la licitación, y de ser adjudicada esta oferta, el proveedor establecerá las relaciones entre la Empresa adquirente de las mercancías y el Banco, facilitando así la tramitación del préstamo.

La otra opción es la búsqueda de financiamiento directo por parte de la Compañía que está afrontando la compra de los equipos. En este caso accederá directamente a algún préstamo especial para la “**financiación de importaciones**”.

Estas son líneas especiales que poseen las Entidades Financieras con tasas usualmente acomodadas y por mediano a largo plazo. Generalmente a pesar de ser otorgadas por Bancos locales, éstos se “fondean” a través de Entidades del exterior, siendo también en estos casos normalmente una LIBOR más un spread más, comúnmente, una comisión por la gestión.

Por último, y en punto aparte, mencionaremos a todas aquellas entidades que tienen como función la promoción de exportaciones.

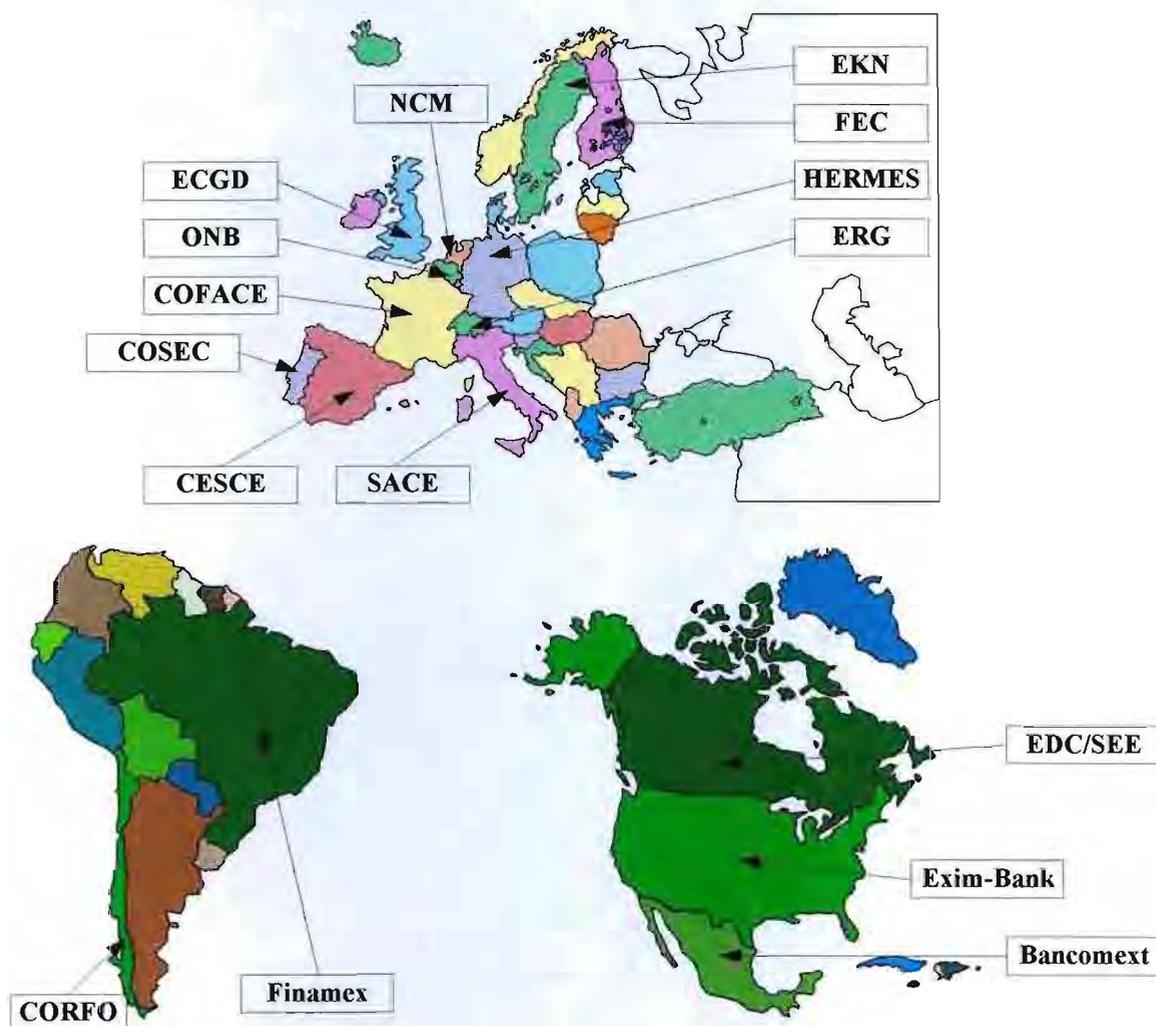
Organismos para el fomento de exportaciones:

Dada la importancia que dentro del comercio internacional tiene para cada país el volumen de sus exportaciones, son muchos los gobiernos que cuentan con sistemas de promoción.

Los gobiernos que buscan ampliar el volumen de exportaciones pues, crean para tal fin entidades especiales con el objeto de fomentar ese tipo de transacciones, a través de las cuales deben realizarse las tramitaciones para obtener los beneficios. Estas agencias creadas especialmente para esos fines son conocidas internacionalmente como "Export Credit Agencies" (ECA's).

Esos beneficios se traducen en menores costos para quienes desean importar equipos o mercaderías, debido ello al ofrecimiento de menores tasas de interés, amplios plazos de financiación, otorgamiento de garantías y seguros que cubren riesgos de tipo comercial o político. Estos últimos permiten lograr menores tasas de interés por préstamos otorgados por entidades financieras, dado el menor riesgo implícito en la operación.

A continuación se detallarán aquellos organismos de mayor importancia a nivel internacional, fundamentalmente por pertenecer a países de importancia en lo referente a la provisión de equipamientos y mercancías:





Exim Bank (Estados Unidos de Norteamérica):

El Export-Import Bank of the United States (conocido internacionalmente como “Exim”) es una agencia independiente del gobierno de los Estados Unidos de Norteamérica creada en el año 1934 por el Congreso con el objeto de facilitar la exportación de bienes y servicios de ese país. Obtiene los fondos necesarios del Tesoro de los Estados Unidos. El EXIM: a) financia importaciones y exportaciones, b) otorga préstamos directos a través de sus programas a tomadores de deuda extranjeros y c) provee garantías a las exportaciones (a través de las que terceras entidades efectúan préstamos a tasa fija o variable), seguros contra riesgos comerciales y políticos y descuento de préstamos.

Para ser viable la financiación de esta entidad, las mercancías deberán contener como mínimo 50% de componentes estadounidenses, y deberán ser embarcados desde los Estados Unidos. Exim-Bank financiará el 100% del componente local ó el 85% del total del precio del contrato.

Esta entidad cobra las siguientes comisiones por su intervención:

1. Comisión por Compromiso (Commitment Fees): cobrará un 1/2% anual en el caso de los Préstamos Directos, y un 1/8% anual en el caso de garantizar la operación.
2. Comisión por exposición (Exposure Fee)
3. Una comisión anticipada del monto de cada desembolso del organismo, se abonará en el momento de cada uno de ellos. Esta comisión está basada en una clasificación de riesgo de uno a diez utilizada por el Exim, respecto del obligado y de la capacidad de repago del préstamo.



Export Development Corporation (EDC)/Societe pour l'Expansion des Exportations (SEE) (Canadá):

EDC y SEE son organismos federales totalmente dependientes del Gobierno de Canadá. Depende del Parlamento Canadiense a través del Ministerio para el Comercio Internacional.

Su objetivo es facilitar y desarrollar las exportaciones desde Canadá, el que ofrece una amplia variedad de seguros, garantías y programas de financiación.

El acceso a los programas del EDC y SEE esta disponible para los exportadores, importadores y bancos canadienses, que incluye al Chemical Bank of Canada.

El soporte ofrecido por estas entidades incluye: seguros a los créditos de exportación, seguros por desempeño, seguros a la inversión extranjera y financiación de

exportaciones. Generalmente la financiación de exportaciones se instrumenta en forma de préstamos directos.

Los tipos de cobertura que ofrecen son de dos tipos:

- * Cobertura del riesgo político: el programa cubre hasta el 90% del costo de los equipos que contenga como mínimo 20% de partes canadienses. La cobertura del riesgo político incluye guerra, invasión, y/o revolución. Bajo su garantía a mediano plazo, el EDC y SEE cubrirá hasta el 100% del costo del equipo en este tipo de riesgos.
- * Cobertura del riesgo comercial: EDC y SEE cubrirá hasta el 85% del costo del equipo que contenga un mínimo de 60% de componentes canadienses contra los riesgos de insolvencia del comprador, falta de pago del mismo y por anulación del contrato.

Las mercancías son generalmente financiadas por el plazo de hasta cinco años, con pago de cuotas en forma semestral, comenzando a los seis meses de la fecha del acuerdo o del desembolso de la entidad.

La tasa de interés y los spreads son determinados tomando en consideración varios factores, como los patrocinantes del proyecto, operadores, país de destino, contenido canadiense y el alcance de la competencia internacional.

Las comisiones que se deben abonar a estas organizaciones son:

1. Comisión por compromiso (Commitment Fee) del 0,50% anual
2. Comisión de aplicación (Application Fee): inexistente.



**The Export-Import bank of Japan (JEXIM)
Ministry of International Trade & Industry (MITI)
Export-Import Insurance Division (EID) (Japón):**

JEXIM es una institución financiera gubernamental creada en el año 1950 para facilitar el comercio exterior. Es una institución financiera independiente perteneciente totalmente al gobierno japonés.

Los programas del JEXIM incluyen créditos a los compradores de las mercaderías, garantías y préstamos bajo la forma de programas de ayuda, préstamos para la inversión en el exterior y financiación de proyectos de recurso limitado. El MITI provee seguros para el crédito de exportación.

Créditos para el comprador: JEXIM proveerá préstamos a las corporaciones extranjeras o gobiernos, con el objeto de financiar la compra de bienes y servicios del Japón. La cobertura ofrecida es del 60/70% del 85% del valor del contrato. Es requerido el pago del 15% al contado. El contenido mínimo de componentes japoneses deberá ser del 30%.

La entidad cobrará una comisión de compromiso (Commitment Fee) del 0,50% anual por la porción no desembolsada, y otros gastos razonables. El período de repago será de entre tres y diez años, período que será determinado analizando con profundidad caso por caso.

Créditos a la importación: JEXIM proveerá créditos a los tomadores de deuda extranjeros por sus desarrollos y exportaciones de productos primarios considerados esenciales por la economía japonesa.

Préstamos “desligados”/Programas de garantías “desligadas”: Provistos a los gobiernos extranjeros y a los tomadores de deuda para proyectos de alta prioridad y programas de reestructuración económica. Una condición muy importante a tomar en consideración, es la no exigencia de contenido de partes del Japón.

La cobertura del riesgo político es disponible tanto para los deudores soberanos como para los que no lo son. El plazo de la cobertura será de entre diez y veinte años.

Cubrirá el 95/100% dependiendo si la cobertura es requerida por los primeros dos o dos años y medio del financiamiento.

Las comisiones por las garantías (Guarantee Fees) están en un rango entre el 0.30%/0.70%, dependiendo del monto, tipo y contenido. La comisión por compromiso (Commitment Fee) es del 0.50%.

Créditos para la inversión extranjera: Provisto a los gobiernos extranjeros con el objeto de “fondar” y otorgar préstamos a joint ventures con corporaciones japonesas. JEXIM solo puede prestar directamente a joint ventures.

Financiación de proyectos de recurso limitado: Las aprobaciones de este tipo de transacciones depende de la significatividad que pueda existir para los intereses nacionales del Japón, grado de participación de compañías japonesas y la satisfacción de los requerimientos de seguridad ofrecidos al JEXIM.



Korea Export Import Bank (KEXIM)(Corea):

Creada el 1° de julio de 1967, es una institución financiera especial del Gobierno cuyo propósito es promover el desarrollo de la economía coreana y la cooperación económica con países extranjeros.

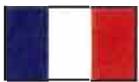
KEXIM apoya las exportaciones, importaciones y las inversiones extranjeras a través de préstamos directos, facilidades y garantías a favor de terceros prestamistas. La mayor parte de los apoyos provistos por KEXIM son a través de sus programas de préstamos directos. Adicional al otorgamiento de créditos basados en la solvencia de un deudor existente, KEXIM ofrece la financiación de proyectos de recurso limitado, usualmente conjuntamente con otros prestamistas.

Bajo el programa de préstamo directo, el máximo porcentaje a cubrir es del 80%. Las transacciones disponibles son de hasta 10 años, dependiendo del contrato y de la naturaleza de las mercancías financiadas. Con el objeto de ser aceptadas para su financiamiento, los productos deberán contener al menos un 75% de componentes

originados en Corea. KEXIM sólo financiará el contenido coreano de las exportaciones, no otorgando financiación para mercaderías originadas en terceros países.

Las comisiones cobradas por esta institución son las siguientes:

1. Prima por riesgo (Risk Premium): Determinada caso por caso, dependiendo del tomador del préstamo, del país de origen del mismo y de las mercaderías.
2. Tasa de interés: CIRR o OECD.
3. Comisión por compromiso (Commitment Fee): 0,5% anual sobre el monto no desembolsado.



**Compagnie Française pour l'Assurance du Commerce Exterieur
(COFACE)(Francia):**

COFACE es la agencia de crédito a la exportación de Francia. Es una entidad separada del estado francés, y tiene el status legal de una corporación privada. Sus accionistas son grandes bancos del estado y compañías de seguro. COFACE ofrece seguros a mediano y largo plazo en nombre del estado francés y se encuentra bajo la supervisión del Ministerio de Finanzas.

Cobertura a largo plazo: COFACE otorga pólizas de seguro, no préstamos. La cobertura es del 85% de exportaciones francesas. Con aprobación especial, puede ser incluida en la cobertura hasta el 20% del contenido extranjero. El valor de facturación puede incluir hasta el 20% de otros países de la Comunidad Económica Europea y el 20% de contenido extranjero puede incluir 10% de países no pertenecientes a la CEE.

COFACE indemniza hasta el 95% del monto cubierto por créditos otorgados a los compradores y hasta el 90% de los créditos a proveedores. El riesgo residual debe ser retenido.

Las coberturas serán contra riesgo político y comercial. En este último caso cubre la insolvencia del comprador y quiebra del mismo. Usualmente COFACE requiere una garantía bancaria.

Financiación de Proyectos de Recurso Limitado: COFACE no posee lineamientos para considerar transacciones de financiación de proyectos. Sin embargo, considerarán aplicaciones de financiación de proyectos si los mismos son bien definidos y han progresado substancialmente.



HERMES Kreditversicherungs-AG (Alemania):

HERMES es una compañía de seguros privada que posee un mandato para administrar garantías a las exportaciones, a favor de exportadores alemanes e instituciones de crédito (como garantías sobre créditos financieros para compradores públicos y privados) para la exportación de mercaderías de origen alemán. Sin embargo, envíos de hasta el 30% desde países integrantes de la Comunidad Económica Europea y el 10% de otros países son aceptables para la cobertura. Hasta un máximo del 85% del valor facturado, la “porción financiada”, deberá ser garantizada por Hermes. Los préstamos cubiertos por Hermes son normalmente de hasta cinco años pero puede ser extendido hasta trece. El repago en cuotas iguales semestrales, comienza a partir de los seis meses del embarque o desde la comisión en el caso de la financiación de proyectos.

En el caso de los créditos otorgados a los compradores, Hermes garantizará la cobertura del riesgo político y comercial en un 95% de la porción financiada.

En ese caso, el porcentaje de riesgo no cubierto deberá ser tomado por un banco de financiación. Sin embargo, los exportadores usualmente pagan una comisión por riesgo para solicitar la cobertura de este riesgo.

Las comisiones a ser abonadas por los deudores del sector privado al Hermes, incluyen una comisión al inicio del 1.5% de la suma del principal más el interés, y un 0.1% por mes del valor pendiente del préstamo.

El préstamo para los exportadores podrá ser a tasa fija, variable o una combinación de ambas.



Exports Credits Guarantee Department (ECGD)(Reino Unido):

ECGD es un departamento del Gobierno del Reino Unido. Opera bajo la autoridad delegada desde el Tesoro británico.

De acceso para instituciones y firmas británicas y extranjeras. Para la cobertura de interés, será aceptada por el ECGD el préstamo otorgado por bancos del mismo Reino Unido.

Los tipos de apoyo específicamente ofrecidos son la financiación de exportaciones a tasa fija, otros tipos de financiación de exportaciones, garantías específicas, garantías sobre líneas de crédito y seguros para la inversión en el exterior.

Tipos de cobertura: Existen tres opciones de cobertura del riesgo político:

- Opción 1: Riesgos políticos estándar, 100% de cobertura del 85% del componente británico y de los costos del exterior aceptables, más intereses.
- Opción 2: es igual a la Opción 1, adicionalmente provee la cobertura contra la brecha de emprendimientos específicos del Gobierno (determinado caso por caso).

- Opción 3: es igual a la Opción 1 y 2, más el riesgo comercial sobre la base de distribución del riesgo. ECGD cubre el 60% o £ 70.000.000, el que fuera menor, y los prestamistas toman el 40% del riesgo por causas comerciales, más un prestamista deberá retener el mayor del resultante del 10% o £ 5.000.000 del riesgo comercial.

La póliza de cobertura del riesgo comercial (Opción 3) cubre la insolvencia del comprador y la falta de pago dentro de los seis meses.



Sezione Speciale per l'Assicurazione del Credito all'Exportazione (SACE) (Italia):

Este organismo financia hasta el 85% de la mercadería importada. El plazo posible de financiación incluye un período de dos años de gracia y permite un plazo de hasta diez años de repago en cuotas semestrales. El plazo final que aprobará la agencia dependerá de la interpretación del proyecto por parte de las autoridades de la organización.

Respecto al riesgo político, la agencia italiana cubre hasta el 90% del monto financiado. En lo referente al riesgo del proyecto, financiará entre el 60 y 80% del monto financiado.

El SACE cobra un "Exposure Fee" que puede ser financiado en un 100%.

En principio no se requieren garantías adicionales, sin embargo puede a su sólo criterio podrán ser requeridas garantías de Bancos Comerciales, o específicamente para el período de construcción e instalación de los equipos, para la aprobación del riesgo del proyecto.



Finamex (Brasil)

El Finamex no posee monto máximo para financiar exportaciones. El monto financiado será hasta del 85% del valor F.O.B. de las mercancías.

El plazo posible de financiamiento será de hasta diez años. Originalmente el Programa Finamex no contempla la posibilidad de períodos de gracia, sin embargo tanto esto como el plazo máximo de financiación puede flexibilizarse de acuerdo a la naturaleza del proyecto y sujeto a la aprobación final de Finamex.

Con respecto a la cobertura del riesgo político, la agencia del Brasil cubrirá hasta el 100% del monto financiado bajo el esquema de garantías dentro de CCR (ALADI).

El Finamex no cubre el riesgo del proyecto ni financia el Exposure Fee e intereses durante la construcción.

La Agencia brasileña podrá requerir garantías comerciales de Bancos locales autorizados para operar dentro del Convenio CCR (ALADI).



ERG (Suiza)

La ERG no posee un valor tope para la financiación de bienes a exportar. Financiará el 85% de la mercadería elegible y el 15% de los costos locales necesarios para la importación de los bienes adquiridos a proveedores suizos.

El plazo a financiar incluirá dos años de gracia y doce años de repago en cuotas semestrales.

El riesgo político será cubierto hasta el 90% del monto financiado. Respecto a la cobertura del riesgo del proyecto, la Agencia cubrirá hasta el 90% del monto financiado.

El “Exposure Fee” cobrado por la Agencia suiza al igual que los intereses pagaderos durante la construcción (de existir), será financiado en el 100%.

En principio no se requieren garantías adicionales, sin embargo si el organismo lo cree conveniente, podrá solicitarlas (garantías de Bancos Comerciales), o específicamente para el período de construcción e instalación de los equipos, para la aprobación del riesgo del proyecto.



CESCE (España)

Al igual que en el caso anterior, el CESCE no posee un valor tope para la financiación de bienes a exportar desde España y financiará el 85% de la mercadería elegible y el 15% de los costos locales necesarios para la importación de los bienes adquiridos a proveedores de ese origen.

Los plazos posibles de financiación están sujetos a la interpretación del proyecto por parte de las autoridades de la Agencia y a las aprobaciones finales. El plazo máximo posible incluye dos años de gracia y hasta doce años de repago en cuotas semestrales.

El riesgo político será cubierto hasta en el 98% del monto financiado, mientras que el riesgo del proyecto será cubierto entre el 60 y 80% del monto financiado.

El “Exposure Fee” cobrado por el CESCE será financiado en un 85% al igual que los intereses existentes durante el período de construcción , de existir.

Respecto a las garantías adicionales, repetimos las consideraciones vertidas para el ERG.

Otras Agencias de Crédito a la Exportación son:



Bancomext (México)



COSEC (Portugal)



EKN (Suecia)



FEC (Finlandia)



NCM (Holanda)



ONB (Bélgica)



CORFO (Chile)

Implicancias impositivas:

Debemos analizar las diferentes alternativas de financiación que hemos mencionado a lo largo de este capítulo, con el objeto de estudiar el impacto impositivo sobre cada una de ellas.

Al principio de esta parte mencionamos la financiación de bienes de capital adquiridos localmente, la que por lo general es otorgada por entidades financieras locales, o por el mismo proveedor de los bienes.

En este caso puntual, y tal como se mencionó en la parte I, los intereses financieros se verán afectados por el Impuesto al Valor Agregado, debiendo tomar en cuenta la situación del comprador frente al tributo con el objeto de analizar la incidencia del mismo en la transacción.

La situación más frecuente en las Empresas objeto de nuestro análisis es la de encuadrarse como inscripto frente al IVA, caso en el que sólo existirá un impacto de tipo financiero por el desfase que existe entre el momento de desembolso de los intereses con el correspondiente impuesto, y la posibilidad de hacer uso del crédito fiscal en la declaración jurada mensual. En esta situación y en momentos de bajas tasas de interés no habrá mayor impacto.

Sin embargo, en el caso de aquellas Compañías que revisten la calidad de “Exentas” ó “No Gravadas” frente al IVA, tendrán un fuerte impacto ya que el impuesto sobre los intereses incrementará el costo de la financiación ya que, tal como se analizó en la página 12, no existe posibilidad de tomar el crédito fiscal. En estos casos, y con el objeto de estudiar el costo real de la financiación, y dado que el pago de los intereses con el correspondiente impuesto se efectúa en forma periódica, se deberá realizar un flujo de fondos y determinar luego una TIR.

Veamos ahora el caso de la adquisición de bienes en el exterior. En primer término se deberá determinar si el bien comprado es clasificado como “inmueble” o “mueble”, y en este caso si son amortizables o no, de acuerdo con los criterios contables. En el caso de tratarse de bienes inmuebles o muebles no amortizables, debemos recordar que en el caso de financiaciones otorgadas por entidades del exterior, en casi la totalidad de los casos, los impuestos que se aplican o podrán aplicarse en el futuro, corren por cuenta del tomador del préstamo. Por lo tanto, y refiriéndonos ahora al Impuesto a las Ganancias tratado en la página 13, implicará el mismo un mayor costo de la transacción, debiendo realizar el “Grossing-Up” correspondiente.

Sin embargo, en el caso de tratarse de bienes muebles amortizables, existe una exención objetiva a través del Artículo 20, punto 1) del inciso x) de la Ley del Impuesto. El mismo indica que están exentos del gravamen “los intereses originados por créditos obtenidos en el exterior para financiar la importación de bienes muebles amortizables, excepto automóviles. Sólo estará alcanzada por la franquicia la financiación original que otorgara el vendedor o la obtenida por su intermediario o directamente por el comprador o por el importador del país, siempre que se aplique exclusivamente a las referidas importaciones”.

El presente inciso es de aplicación para todas aquellas operaciones concertadas a partir del 1° de enero de 1990, e introducidos al texto de la ley del impuesto a las ganancias a través de las leyes 23760 y 23765.



PARTE IV: El leasing

Generalidades:

En primer término debemos explicar qué es el arrendamiento o leasing. Brealey y Myers¹³ lo definen como un contrato de alquiler que dure un año o más y que suponga una serie de pagos fijos.

Los arrendamientos pueden ser de muy distintos tipos, teniendo como característica general que el arrendatario (usuario del bien arrendado) se compromete a efectuar una serie de pagos al arrendador (propietario del bien).

Una primer gran clasificación en cuanto al tipo de contrato de leasing a celebrar será en razón al tiempo del mismo:

- **Leasing operativo**
- **Leasing de capital, financieros o de pago completo.**

El leasing operativo será a corto plazo y podrá cancelarse durante el período de contrato a opción del arrendatario. El leasing de capital, financiero o de pago completo durará la mayor parte de la vida económica esperada del activo, y no podrá cancelarse salvo que medie una compensación económica por las pérdidas ocasionadas al arrendador. Este último constituye una verdadera fuente de financiación.

El leasing financiero será equivalente a tomar fondos en préstamo, con una entrada inmediata de tesorería, ya que el arrendatario evita el tener que pagar el precio por el activo. Este tipo de contrato, de gran difusión en otros países, deberá ser considerado como una alternativa de financiamiento para el tipo de empresas que nos ocupa en el presente trabajo.

Otra clasificación posible será en relación a los servicios ofrecidos o pactados, a saber:

- **Arrendamiento de servicio completo o de renta bruta:** en este caso el arrendador se compromete a mantener y asegurar el equipo, haciéndose cargo de los impuestos sobre el patrimonio que recaiga sobre el bien.
- **Arrendamiento neto:** Aquí el arrendatario se compromete a mantener el activo, asegurarlo y pagar cualquier impuesto sobre el patrimonio. La mayor parte de los arrendamientos financieros son arrendamientos netos.

Otras modalidades de leasing conocidas son las siguientes:

- **El “Lease-back” (“leasing de retro”):** muy difundida en los Estados Unidos de Norteamérica. Consiste en que una empresa vende bienes a una entidad financiera o

¹³ Op. Cit. (11) - Página 601.

sociedad de leasing, la que se los cede a la primera por leasing, con una opción de recompra. Es decir que la primera no pierde el uso.

- **“Hire purchase”**: considerada como la versión anglosajona del alquiler venta, consistente en: a) el arrendatario entrega una suma al arrendador, al contratar, para imputar a la opción de compra; b) se obliga a pagar un alquiler mensual; c) si quiere comprar debe pagar la diferencia entre la suma de los alquileres y el valor residual de manera que el arrendador al menos, reciba una suma igual al valor de venta; d) la opción de compra puede hacerse en cualquier momento, dentro de los parámetros anteriores.

El leasing en Argentina:

La ley 24441 denominada “Financiamiento de la Vivienda y la Construcción”, sancionada el 22 de diciembre de 1994, promulgada el 9 de enero de 1995 y publicada en el Boletín Oficial el 16 de enero de 1995, introduce en su Título II (artículos 27 al 34) esta nueva figura jurídica en nuestro país.

Si bien más arriba hemos definido al arrendamiento o leasing desde el punto de vista doctrinario de las finanzas, definiremos ahora a esta figura desde el punto de vista jurídico ¹⁴. El leasing es entonces, un contrato por el cual una de las partes (**el dador**) provee a la otra (**el tomador**) una cosa mueble o inmueble para su uso, mediante el pago de un **canon** periódico y por un cierto plazo, concediéndole la opción de adquirir la cosa luego de abonado un mínimo determinado de períodos, mediante el pago de un valor residual, establecido de acuerdo a pautas fijadas en el contrato, que toman en cuenta no sólo el valor de la cosa sino también el tiempo de su amortización y la cantidad ya pagada por el uso.

Coincidiendo con lo mencionado más arriba respecto a las clasificaciones, la ley efectúa una división en dos tipos de contratos de leasing, en función del sujeto que lo otorga:

- **Leasing financiero**
- **Leasing operativo**

Leasing financiero:

Este tipo de contratos encierra fundamentalmente una financiación, de allí que su **sujeto** deba ser, de acuerdo a lo especificado en el inciso a) del artículo 27 de la Ley, una entidad financiera o sociedad que tenga como objeto estas operaciones. Esta modalidad era la aceptada en nuestro país a través de la Ley de Entidades Financieras.

Objeto: Deberá consistir en cosas muebles compradas especialmente por el dador a un tercero, con la finalidad de localarlas al tomador, o de inmuebles de propiedad del dador. Por antecedentes de tipo doctrinario y operativos, se entenderán como muebles a los bienes de capital, vale decir, todos los elementos que intervienen en el proceso

¹⁴ Gastaldi, José María - ¿ Qué es el leasing ? - Página 16 - Abeledo-Perrot - Buenos Aires, Agosto de 1995.

productivo, sin sufrir transformaciones ni extinción en el curso del mismo, ni constituir un componente del bien final producido.

Canon: El canon es el precio a pagar por el tomador. De acuerdo a lo regulado a través del Inc. c), primera parte del artículo 27 de la Ley, el mismo deberá tener un contenido amortizante pues debe fijarse teniendo en cuenta la amortización del valor de la cosa, conforme con los criterios de contabilidad generalmente aceptados, en el plazo de duración del contrato.

Plazo: Deberá establecerse la duración del leasing en el contrato. No existen limitaciones en forma expresa en los plazos de concesión del uso, máxime que el artículo 27, inciso c) *in fine*, determina que no se aplican las disposiciones de plazos máximos ni mínimos de la locación de cosas, es decir que no regirán las limitaciones que el Código Civil establece como plazos máximos y mínimos para las locaciones.

Sin embargo, el mismo inciso establece que el plazo deberá tener relación con la amortización del bien en cuestión, pues ésta habrá de producirse “en el plazo de duración del contrato”.

Opción del tomador: Es requisito legal que el tomador posea la facultad de comprar la cosa, mediante el pago de un precio fijado en el contrato, que responda al valor residual del bien locado. Esta opción deberá ser ejercida:

1. a partir del momento en que el tomador haya pagado la mitad de los períodos de alquiler estipulados, o
2. antes de aquél momento, si así lo hubiesen convenido las partes.

La doctrina ¹⁵ plantea la pregunta, de si el tomador tiene derecho a anticipar períodos para poder ejercer la opción. No parece resultar prohibido pues quedaría dentro de la posibilidad que confiere la segunda parte del inciso d) del art. 27, que pone como condición el pago de la mitad de los períodos y no el transcurso de ellos; lógicamente lo podrán establecer las partes pues sería una variante de la facultad que les confiere el final de dicho inciso.

Leasing operativo:

Sujeto: En el caso de este tipo de contratos, la ley no requiere la intervención de una entidad financiera u otra sociedad intermediaria, pudiendo pues celebrarse este tipo de contratos directamente con los fabricantes e importadores de los bienes objetos del leasing.

Objeto: deberá consistir en cosas muebles destinadas al equipamiento de industrias, comercios, empresas de servicios, agropecuarias o actividades profesionales que el tomador utilice exclusivamente con esa finalidad.

¹⁵ Op. Cit. (14) - Página 71.

Canon, plazo y opción del tomador: serán válidas las consideraciones efectuadas para el caso del leasing financiero.

Garantías de evicción y vicios redhibitorios: La ley declara irrenunciables a estas garantías , careciendo pues de validez los contratos de leasing que contengan estas renunciaciones.

Inscripción:

A los efectos de su publicidad, la Ley dispone la inscripción registral del contrato de leasing. No se crean nuevos registros, sino que se prevee que se registrarán en aquellos correspondientes a las cosas que constituyen su objeto.

En el caso de que se trate de bienes muebles no registrables (equipos, maquinarias, instalaciones), se inscribirán en el Registro de Créditos Prendarios del lugar donde se encuentren.

La inscripción garantiza el uso del bien por parte del tomador.

Transmisión del dominio:

El artículo 32 de la ley, determina con claridad los requisitos que se deben cumplir para que se produzca la transmisión de dominio del dador al tomador, a saber:

1. Ejercicio de la opción de compra: aunque resulta obvio, la ley remarca la obligatoriedad para el tomador de efectuar la opción.
2. Pago del valor residual en las condiciones fijadas en el contrato.
3. Cumplimiento de los recaudos legales pertinentes de acuerdo a la naturaleza de la cosa de que se trate, a cuyo efecto las partes deberán otorgar la documentación necesaria.

Obligaciones entre las partes:

Como contrato bilateral de que se trata, produce obligaciones para las partes. No todas están establecidas por la ley específica, como es habitual en nuestros cuerpos legales, planteando aquella una subsidiariedad pues en su artículo 33, primera parte dice que “A este contrato se aplicarán subsidiariamente las disposiciones relativas a la locación de cosas en cuanto sean compatibles con su naturaleza y finalidad; y las del contrato de compraventa después de ejercida la opción de compra”.

Resultan de este modo integradas en este contrato una serie de obligaciones de las partes, que variarán según se esté en la etapa del uso y goce o en la que comienza al hacerse la opción.

A continuación se enumerarán las obligaciones propias del dador y tomador que la doctrina ¹⁶ identifica como específicas del contrato de leasing, que en oposición determinarán también los derechos de la contraparte:

a) Obligaciones del dador:

1. Adquisición de la cosa para ponerla a disposición en el tiempo convenido.
2. Transferir al dador todos los instrumentos que acrediten la titularidad de la cosa.
3. Conceder el uso y goce por un período mediante el pago de un canon.
4. Establecimiento de fórmulas financieras adecuadas a la contratación y que aseguren ese período de uso y goce, un canon y un valor residual ajustado a las disposiciones de la ley.
5. Inscripción del contrato.
6. Otorgamiento de la opción de compra.
7. Recepción de la cosa en caso de no hacerse uso de la opción de compra.
8. Transmisión de la cosa en caso de hacerse uso de la opción, cumpliendo los requisitos según la especie de que se trate.
9. Responsabilidad del dador: el artículo 33, segunda parte dispone que “la responsabilidad objetiva del dador emergente del artículo 1113 del Código Civil, se limita al valor de la cosa entregada en leasing cuyo riesgo o vicio fuere la causa del daño si el dador o el tomador no hubieran podido razonablemente haberse asegurado y sin perjuicio de la responsabilidad del tomador”.

b) Obligaciones del tomador:

1. Elección de la cosa que se tomará en leasing, si así corresponde.
2. Inscripción del contrato.
3. Pago del canon.
4. Efectuar la opción de compra dentro del plazo legal o convencional previsto: deberá hacerse en forma clara, siendo conveniente que lo sea mediante documento fehaciente, aunque la ley no lo imponga.
5. Pago del valor residual en las condiciones establecidas, en caso de ejercerse la opción de compra.
6. Cumplimiento de los recaudos legales para la transmisión y otorgamiento de la documentación del caso.
7. En el caso del artículo 28 (leasing operativo) se deberá utilizar la cosa con la finalidad que dispone la norma.
8. Restitución de la cosa en caso de no efectuarse la opción de compra.

Falta de pago del canon por parte del tomador:

La ley trata diversas situaciones derivadas del incumplimiento de la obligación.

Estas situaciones dependerán del pago de la cantidad de períodos convenidos, variando las consecuencias del siguiente modo:

¹⁶ Op. Cit. (14) - Páginas 76 y ssgtes.

- Mora automática y demanda de desalojo en los casos en que se hubieren pagado menos de un cuarto de la cantidad de períodos convenidos.
- Obligación de intimar el pago y dar posibilidad de opción por parte del tomador de pagar la deuda en un plazo de 60 días corridos en el caso de que el tomador hubiere pagado mas de un cuarto, pero menos del 75% de los períodos.
- La obligación mencionada en el punto anterior pero en un plazo de 90 días corridos cuando se hubiese pagado las 2/3 partes de los períodos, o se haya entrado en el período en que el tomador está habitado para ejercer la opción de compra.

Análisis de factibilidad financiera:

Si bien el mercado del leasing en el país no posee aún un desarrollo importante, puede darse la posibilidad de recibir ofertas de financiación utilizando esta herramienta.

En este caso y a los fines de la evaluación de la oferta, deberá confeccionarse un flujo de fondos para cada alternativa (incluyendo la posibilidad de abonar al contado), esto significará la determinación de una tasa interna de retorno y un valor actual neto que permitirán elegir la opción mas conveniente para la compañía.

Obviamente para preparar los flujos de fondos mencionados, deberán tomarse en consideración todas los efectos impositivos que se detallan en el punto siguiente.

Implicancias impositivas:

El decreto 627/96 publicado en el boletín oficial el 20 de junio de 1996, definió el tratamiento impositivo de los contratos de leasing. Desde la puesta en vigencia de la ley 24441 en enero de 1995 hasta ese momento, este tipo de contratos estaba sujeto a diversas interpretaciones.

Las normas impositivas que el mencionado decreto desarrolla, son aplicadas a los contratos de leasing comprendidos en la ley 24441. Aún así, el decreto destaca el tipo de sujeto permitido como dador, los que deberán ser:

1. una entidad financiera regida por la ley 21526 (ley de entidades financieras);
2. una sociedad que tenga por objeto exclusivo este tipo de contratos; o
3. un fabricante o importador de cosas muebles destinadas al equipamiento de industrias, comercios, empresas de servicios, agropecuarias o actividades profesionales, que el tomador utilice exclusivamente con esa finalidad.

Los tributos que afectan directamente a este tipo de contratos son el Impuesto a las Ganancias y el Impuesto al Valor Agregado (IVA) efectos que analizaremos seguidamente.