
 **Charlamos con... Leandro Trigo**

Director de SBS Asset Management SA SGFCI

Los actores principales dentro del mercado de capitales son las empresas, que buscan financiamiento para llevar adelante o ampliar su producción, y los inversores, que buscan alternativas rentables para sus ahorros y ofrecen el financiamiento a las empresas.

Los Fondos Comunes de Inversión son inversores institucionales que juegan un papel muy importante en pro del objetivo del mercado de capitales: canalizar el ahorro de la sociedad hacia la inversión productiva.

SBS Asset Management SA SGFCI es un importante administrador de Fondos de Inversión dentro del mercado y, si bien no funciona como un Fondo Pyme, participa activamente en el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas, especialmente a través del sistema Cheques de Pago Diferido avalado.

Por tal motivo, nos acercamos a sus oficinas para conversar con su Director, Leandro Trigo, acerca de la relación de SBS con las Pymes y de su visión sobre el vínculo Pymes-mercado de capitales. Nos decía lo siguiente:

¿Qué papel juega un Fondo de Inversión como SBS en el financiamiento de las Pymes dentro del mercado de capitales?

La tarea principal de nuestro fondo es canalizar el ahorro del público inversor hacia activos financieros a través de instrumentos de inversión colectiva. SBS entiende al mercado Pyme como un mercado eficiente en su relación riesgo-retorno y nuestro objetivo es maximizar dicha relación.

Somos el fondo más importante en el mercado de Cheques de Pago Diferido (CPD); tenemos aproximadamente una posición de 1.000 cheques en cartera, que representa cerca del 50% del stock de cheques que, según nuestras estimaciones, tienen los Fondos Comunes de Inversión. Esto muestra claramente el compromiso de SBS hacia el financiamiento de las Pymes a través del mercado de capitales.

Además, nuestro Fondo contribuye al crecimiento del mercado de capitales para las Pymes en todo el país, ya que estamos operando en plazas del interior. Creemos que es primordial ir acompañando este proceso de manera federal.

¿Qué beneficios tiene invertir en estas empresas?

Como maximizadores de la relación riesgo-retorno, lo que vemos más interesante es el círculo virtuoso que se genera a través de las Sociedades de Garantía Recíproca (S.GR.), principalmente en el sistema de CPD avalados. El régimen avalado es el que más ha crecido desde el año 2003 hasta esta fecha y demostró ser muy eficiente. Como mencioné, nosotros tenemos un stock importante de CPD que actualmente asciende a cerca 1.000 cheques en cartera y hemos operado y cobrado otros 1.800, esto muestra claramente que el sistema avalado tiene una historia eficiente en el sentido de la relación riesgo-retorno. Esta eficiencia es la que permite llevarle al inversor un producto apetecible.

Desde la óptica de los Fondos Comunes de Inversión el mercado de capitales compite contra las tasas pasivas del sistema financiero -sean a 30, 60 o 360 días- pero desde el punto de vista del tomador de fondos compite contra las tasas activas. Lo que el mercado permite es arbitrar esto; minimizar el spread. A nosotros, todo lo que represente rendimiento sobre las tasas pasivas del sistema financiero, y mantenga una relación eficiente con el riesgo, nos atrae y la Pyme se financia a un interés más bajo que el de la tasa activa del sistema financiero. Es por esto que decimos que el régimen de CPD avalados por SGR es un círculo virtuoso.

¿Cuáles son los instrumentos Pymes en los que el Fondo tiene preferencia al momento de invertir y por qué?

No tiene que ver con la preferencia sino con una cuestión del desarrollo que ha tenido el mercado. En la actualidad el principal instrumento que utilizan las Pymes para financiarse en el mercado es el CPD avalado. Hay Fideicomisos Financieros, son una herramienta muy importante, pero se emiten en menor medida para este tipo de compañías. Creo que los CPD tienen una gran ventaja para las Pymes, su velocidad transaccional.

¿Han tenido Fideicomisos Financieros en sus carteras?

Sí, hemos tenido. A veces ciertos Fideicomisos Financieros no podemos adquirirlos por cuestiones regulatorias; no tiene que ver con la preferencia crediticia. Sin embargo, creo que el principal vehículo para el financiamiento de las Pymes es el CPD avalado, y lo viene siendo hace más de dos años.

¿A qué plazos están financiando Pymes a través de la compra de CPD?

Nosotros no tenemos preferencia por el plazo, de hecho nuestra vida promedio de cartera está por encima del plazo promedio de la negociación habitual de CPD. Para nosotros son atractivos todos los plazos.

Creo que lo importante es que la Pyme a través del mercado de capitales encontró un precio para sus pasivos. Esto implica que actualmente las Pymes pueden acceder al mercado y tener una tasa para un mes, dos meses, seis meses, hasta un año. La tarea de los fondos -por lo menos en nuestro caso- es arbitrar en función de esos rendimientos contra otras alternativas de inversión. La tasa es conocida, con lo cual el tema del plazo no representa un problema. De hecho, muchas veces, buscamos mayores plazos de inversión dada la diversificación de nuestras carteras. Ésta es la ventaja principal que generan los Fondos de Inversión en el mercado de capitales, la diversificación.

Lo que no debemos perder de vista en el tema de los plazos es que detrás de los CPD existe una actividad económico-financiera de una empresa y es el giro de su negocio, de su capital de trabajo, lo que en definitiva hace que el volumen de CPD se termine concentrando entre los 90 y 120 días. No es casual que el plazo promedio de cheques se mantenga en ese período, esto no tiene que ver con la falta de fondos a mayor plazo. Nosotros, como fondo de inversión, somos compradores de CPD largos y estamos dispuestos a estirar los plazos en cheques y en otro tipo de productos.

¿Qué condiciones debe cumplir un instrumento emitido por una Pyme para estar en la cartera de SBS? ¿Qué papel juegan la Garantía y la Calificación?

SBS requiere el Aval de SGR o Calificación de Riesgo. En el caso del CPD, al ser compradores dentro del sistema avalado, se analiza la SGR y la mayoría están calificadas. Lo mismo ocurre

con una Fideicomiso Financiero o una ON avalada, automáticamente sobre el producto recae el rating crediticio de la SGR.

Es importante distinguir dentro del Régimen Pyme entre el Régimen Ordinario y el Especial. En el primero se consideran los parámetros de facturación establecidos por la Sepyme y esas empresas pueden acceder al aval de SGR. Sin embargo, en el Régimen Especial se tiene en cuenta lo que la CNV considera una Pyme, donde se duplican los parámetros de facturación establecidos por la subsecretaría. Cuando uno como inversor analiza un instrumento emitido en el Régimen Especial, sin el aval de SGR, lo hace de la misma manera que lo haría con una gran empresa; acá es donde comienza a ser importante la calificación de riesgo. Sin embargo, esto es sólo para el régimen especial, y lo hacemos con todos los instrumentos. Es decir, la calificación de riesgo es parte de nuestra política de inversión y realizamos el mismo análisis para una Pyme que para una gran empresa. En nuestro fondo convive deuda emitida por una grande como YPF con instrumentos de financiamiento para Pymes.

En nuestro fondo convive deuda emitida por una grande como YPF con instrumentos de financiamiento para Pymes.

Cuando el instrumento está 100% avalado por una SGR -Régimen Ordinario- no es necesaria la calificación de la Pyme; no se requiere que converjan las dos condiciones. Ya está analizada la SGR, hay una historia conocida que hace que no sea necesaria la calificación.

¿Qué se necesita para que haya más financiamiento Pyme de largo plazo dentro del mercado de capitales?

En el caso del CPD hay un límite normativo de 360 días y como mencioné antes, que el grueso del monto negociado se mantenga en el tramo de 90 a 120 días no tiene que ver con la falta de inversores sino con la naturaleza de los negocios que se financian; el CPD es un instrumento para financiar capital de trabajo y el período de rotación promedio es éste.

Si pensamos en más de 360 días, es decir financiamiento de capital fijo, tenemos que hablar de Obligaciones Negociables Pyme (ON Pyme) y Fideicomisos Financieros. En el caso de la ON Pyme, que no haya tenido un desarrollo similar al del CPD no tiene que ver con una predisposición de los Fondos de Inversión de suscribir o no este instrumento sino con una cuestión de idiosincrasia de la Pyme y la naturaleza de la Obligación Negociable. Hay una

cuestión fundamental para explicar porqué el éxito del CPD no se percibe aún en el mercado de ON Pyme y es la velocidad transaccional y simplicidad operativa: el CPD es rápido y no requiere de una estructuración costosa.

Un ejemplo de ello es que la mayoría de las Pymes de nuestro país están conformadas como SRL, con lo cual para emitir una ON ya requieren de una modificación estatutaria (por ejemplo, transformarse en sociedad anónima), lo que implica, desde el inicio, realizar un paso adicional a la emisión del CPD.

Creo que las SGR representan un círculo virtuoso en términos de tasa, plazo, velocidad transaccional y transparencia. Estos son los cuatro pilares fundamentales en el régimen de Cheques de Pago Diferido avalado, pero la Pyme se está perdiendo algo importante si utiliza sólo este instrumento, que es crear su propia historia en el mercado de capitales; con el CPD avalado ésta historia queda en el anonimato.

La ON Pyme es el instrumento para darse a conocer, aún teniendo el aval de la SGR. El caso emblemático es Álvarez Hnos., que es una Pyme que utilizó el aval de SGR para la emisión de Obligaciones Negociables Pyme, y fue haciendo su propia historia en el mercado de capitales.

El empresario que entienda que está creando su propio camino en el mercado es el que mejor provecho le va a sacar a este círculo virtuoso de financiamiento Pyme con aval de SGR a través de la bolsa.

Es muy importante que las Pymes se hagan conocer por el mercado mientras están en el régimen de SGR.

Creo que el ámbito y el mercado existen, los jugadores están presentes, estamos en un proceso de maduración y vamos en el camino correcto. A medida que se acerquen más Pymes a hacer ON con SGR vamos a tener un efecto contagio positivo.

¿Qué repercusión puede tener dentro de la mejora de los plazos el Pagaré Bursátil?

Los instrumentos nuevos siempre van a ser bienvenidos, más aun cuando sirven para generar agilidad operativa que es lo que podría lograr eventualmente un Pagaré Bursátil, sin embargo

el círculo virtuoso que genera el régimen de la SGR necesita cerrarse con la salida del anonimato de la Pyme y esto creo que se logra con la emisión de Obligaciones Negociables.

05 de julio de 2010