



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



Escuela de Estudios de Posgrado
Especialización en Administración Financiera

Trabajo Final

Las micro, pequeñas y medianas empresas del noreste de la provincia de Buenos Aires y el acceso al mercado de capitales como fuente de financiamiento

Autor :
Matías Ezequiel Duff

Tutor :
Mauro de Jesús

Buenos Aires, Abril de 2017

BUENOS AIRES, 04 de abril de 2017.

SR. DIRECTOR DE LA CARRERA DE POSGRADO
 DE ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA.
 FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS.
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES.

De mi mayor consideración :

Tengo el agrado de dirigirme a Ud. con la finalidad de remitirle, adjuntos a la presente, TRES (3) ejemplares del Trabajo Final presentado por el alumno:

Matías Ezequiel Duff
Nombre y Apellido del Alumno

cuyo título es el siguiente :

Las MiPyMes del noreste de la provincia de Buenos Aires y el acceso al mercado de capitales como fuente de financiamiento
Título completo del Trabajo Final

En mi carácter de Tutor designado por la Dirección de la Carrera a efectos de orientar y guiar la elaboración de este Trabajo Final, le informo que he analizado y revisado adecuadamente la versión final que se acompaña y que por ello propongo la aprobación de la misma y la siguiente calificación, dentro de la escala de cero a diez :

Número	Letras

Sin otro particular lo saludo muy atentamente.

Firma completa del Tutor
Nombre y Apellido del Tutor
Cargo (s) docente (s) u otro (s) del Tutor

Calificación de las Autoridades de la Carrera :			
Número	Letras	Número	Letras
<i>Firma del Subdirector</i> Heriberto H. Fernández Subdirector		<i>Firma del Director Alterno</i> Celestino Carbajal Director Alterno	
Calificación Final :			
Número			
	Letras		

ÍNDICE GENERAL

	<u>Página</u>
1. RESUMEN DEL TRABAJO.	7
2. INTRODUCCIÓN AL TEMA.	10
3. DESARROLLO DEL TRABAJO.	15
3.1. Situación de las MiPyMes en el mundo	
3.2. Las MiPyMes y la problemática del financiamiento	
3.3. La falla del mercado bancario	
3.4. El mercado de capitales	
3.5. Las MiPyMes y el mercado de capitales	
3.6. Instrumentos de financiación	
3.7. Cómo registrar una PYME ante la CNV	
3.8. Las MiPyMES y el mercado de capitales en la actualidad	
3.9. Trabajo zonal – Caso práctico	
4. CONCLUSIÓN (ES).	76
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.	80
6. ANEXO (S).	81
6.1. El papel de los inversores en el mercado de capitales	82
6.2. Caso compra y posterior alquiler de um departamento	82
6.3. Alternativas de inversión	83
7. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.)	

ÍNDICE DE CUADROS

<u>Cuadro</u> <u>No. :</u>	<u>Título</u> – <u>Fuente</u>	<u>Página</u>
I	Clasificación de pequeñas y medianas empresas. Fuente: CNV	39
II	Tratamiento impositivo para el emisor de ONs. Fuente: BCBA	44
III	Evolución de la negociación de cheques de pago diferido. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la BCBA	52
IV	Negociación de un cheque de pago diferido a través de una SGR.. Fuente: Puente Hnos.	74

ÍNDICE DE GRÁFICOS

<u>Gráfico</u> <u>No. :</u>	<u>Título</u> – <u>Fuente</u>	<u>Página</u>
I	Crédito bancario total como porcentaje del PBI. Fuente: Held,1995; Salloum y Hall, 1989.	22
II	Crédito bancario al sector público y privado como porcentaje del PBI Fuente: Held, 1995; Salloum y Hall, 1989	22
III	Financiamiento bancario a las PYMES Fuente: Held, 1995; Salloum y Hall, 1989	23
IV	Curva de retorno esperado de una institución bancaria Fuente: Held, 1995; Salloum y Hall, 1989	26
V	Capitalización bursátil total Fuente: Elaboración propia a partir de datos del IAMC	31
VI	Cheques de pago diferido patrocinado Fuente: Bolsa de comercio de Buenos Aires (www.bcba.sba.com.ar)	50

VII	Cheques de pago diferido avalado Fuente: Bolsa de comercio de Buenos Aires (www.bcba.sba.com.ar)	51
VIII	Evolución de la negociación de cheques de pago diferido Fuente: Bolsa de comercio de Buenos Aires (www.bcba.sba.com.ar)	52
IX	Mercado de capitales: Financiación PYME 2012 Fuente: Elaboración propia a partir de datos del IAMC	68
X	Financiamiento PYME en el mercado de capitales argentino Fuente: www.lanacion.com	69
XI	Cantidad de habitantes de la zona norte de la provincia de Buenos Aires Fuente: Elaboración propia a partir de informe del Banco de la provincia de Bs. As.	70
XII	Estructura económica del norte de la pcia de Bs. As Fuente: Informe banco de la provincia de Buenos Aires	71
XIII	Principales industrias del norte de la pcia. De Bs. As Fuente: Informe banco de la provincia de Buenos Aires	71
XIV	Participación de los municipios en el valor agregado de la zona Fuente: Informe banco de la provincia de Buenos Aires	72

1. RESUMEN DEL TRABAJO

El presente trabajo versa acerca de la financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas nacionales a través del mercado de capitales de la República Argentina.

También se ofrece información general acerca de distintas posibilidades de inversión.

Las MiPyMes son una parte esencial de la economía nacional.

Algunos indicadores:

- Producen el 40% del PBI de la Argentina,
- Representan el 80% del empleo nacional,
- El 60% se financia con capitales propios y
- Por año se crean 50.000 micro, pequeñas y medianas empresas, generando un alto impacto en la construcción del tejido social que conforma a nuestra sociedad.

Debido a su tamaño, muchas veces estas empresas ven dificultada su tarea de acceder a financiamiento de terceros: Sector bancario y/o programas públicos de desarrollo. Esta dificultad se ve traducida en la empresa como dificultad en el acceso a nueva tecnología, nuevos mercados, nuevos conocimientos, etc.

Históricamente, las MiPyMes argentinas han tenido serios inconvenientes en financiarse a través del sector bancario.

Según una encuesta realizada por el autor, más adelante detallada, el 75% de los empresarios encuestados no está conforme con su actual estructura de financiamiento.

Entonces, si las MiPyMes son tan importantes para la economía nacional, ¿por qué no brindarles las herramientas para su saludable desarrollo a través de un accesible y adecuado financiamiento?

El mercado de capitales pretende ser un canal a través del cual estas empresas financien sus actividades, apuntando a su crecimiento y, por ende, el de la economía zonal a su alrededor.

¿Qué es el mercado de capitales?

El mercado de capitales, también conocido como mercado accionario, es un tipo de mercado financiero en los que se ofrecen y demandan fondos o medios de financiación a corto, mediano o largo plazo. Su principal objetivo es participar como intermediario, canalizando los recursos frescos y el ahorro de los inversionistas; para que los emisores, lleven a cabo dentro de sus empresas operaciones de financiamiento e inversión.

En este trabajo se dan a conocer:

- En primer lugar, las sociedades participantes que componen y permiten el funcionamiento del mercado de capitales en el país,

- En segundo lugar, todos los instrumentos con los que las MiPyMes cuentan a fin de lograr dicho desarrollo,
- Y en tercer lugar, los procedimientos para acceder al mercado en cuestión.

El objetivo de este trabajo es acercar a las MiPyMes a un mercado aún no desarrollado en nuestro país, a fin de que puedan lograr financiarse competitivamente.

Las conclusiones a las que se ha arribado se resumen de la siguiente manera: Los empresarios siempre se encuentran ávidos de nuevas herramientas de financiación y nuevas inversiones. Esto se demuestra por el simple hecho de que mejores decisiones de financiamiento reducen los costos y las mejores decisiones de inversión aumentan la rentabilidad. Juntas, maximizan el valor de la empresa. Es este el principal objetivo de las finanzas corporativas.

Todos los empresarios contactados por el autor están interesados en conocer nuevas herramientas de financiación.

Como tal, se concluye que con el conocimiento que este trabajo brinda y el asesoramiento de un profesional idóneo, el mercado de capitales apunta a ser un canal maximizador del valor empresarial en nuestro país, así como ya lo es en países desarrollados.

2. INTRODUCCIÓN AL TEMA

La economía y el financiamiento

El acceso al financiamiento es un aspecto fundamental del proceso de desarrollo económico.

La problemática del desarrollo adquiere características propias en las economías subdesarrolladas, cuyas desarticulaciones estructurales pueden bloquear su crecimiento y desarrollo.

La cuestión reside, entonces, en buscar la manera de superar esas deficiencias, generar un proceso de crecimiento y a la vez crear las condiciones cualitativas para la consolidación de un sendero de desarrollo sustentable.

El crédito permite financiar inversiones que, a su vez, determinarán crecimiento y desarrollo. La inversión es un aspecto crucial del desarrollo económico, lo que implica que es fundamental analizar las condiciones que hacen posible la existencia de un proceso inversor compatible con determinado patrón de desarrollo.

La relación entre la parte real y la parte financiera de la economía se encuentra mediada por los mercados financieros y por las instituciones que actúan en dichos mercados. A su vez, el Estado y sus políticas intervienen en ambas esferas, pudiendo ser esta intervención más o menos neutral en cuanto a las determinaciones del patrón de crecimiento de la economía.

Las funciones de la intermediación financiera son crear crédito, traspasar fondos de préstamos y permitir la diversificación y acumulación de activos. Crear crédito significa permitir que diversos agentes de la economía se endeuden, es decir, tengan un nivel de gasto superior a su ingreso corriente.

En una economía capitalista, las relaciones de débito-crédito se multiplican en forma tal que la acumulación financiera puede muchas veces crecer más que la acumulación real de capital debido a que el crédito tiene cuatro destinos que no necesariamente están asociados al proceso productivo:

1. La formación real de capital;
2. El capital de trabajo;
3. El consumo y
4. La adquisición de activos reales o financieros ya existentes.

Únicamente los primeros dos destinos están directamente asociados con el proceso productivo, mientras que el tercero se vincula indirectamente a partir de la expansión de la demanda agregada. Para que el crédito pueda cumplir estas funciones deben existir formas institucionales a través de las cuales pueda canalizarse. En este sentido, la estructura financiera resulta relevante en cualquier economía ya que sus características determinarán de qué manera se distribuirán los recursos entre los distintos destinos posibles del crédito.

Los sistemas financieros de América Latina se basan principalmente en los bancos, lo que significa que el crédito bancario es más importante que otras formas de financiamiento como los mercados de bonos o acciones-. En Argentina, esta situación también se comprueba, ya que el ya que el crédito bancario tiene un peso importante en el financiamiento de la producción.

En Argentina, el sistema bancario tiene un rol central en la provisión de financiamiento externo a las firmas; por lo tanto, la discontinuidad de este tipo de financiamiento afecta las operaciones de las empresas y su capacidad de continuidad. (2.1)

¿Qué es una MiPyMe?

Según el artículo 1º de la resolución 21/2010 de la secretaría de la pequeña y mediana empresa y desarrollo regional del ministerio de economía y finanzas públicas, luego modificada por la resolución general 582, serán consideradas micro, pequeñas y medianas empresas aquellas cuyas ventas totales anuales expresadas en pesos no superen los valores establecidos en el cuadro que se detalla a continuación:

<u>TAMAÑO</u>	<u>SECTOR</u>				
	<u>Agropecuario</u>	<u>Industria y Minería</u>	<u>Comercio</u>	<u>Servicios</u>	<u>Construcción</u>
Micro	610.000	1.800.000	2.400.000	590.000	760.000
Empresa					
Pequeña	8.200.000	20.600.000	28.000.000	8.600.000	9.600.000
Empresa					
Mediana	48.200.000	164.400.000	223.800.000	56.600.000	75.400.000
Empresa					

Cuadro 1

Se entenderá por ventas totales anuales, el valor de las ventas que surja del promedio de los últimos tres balances o información contable equivalente adecuadamente documentada, excluidos el I.V.A., el impuesto interno que pudiera corresponder y deducidas las exportaciones que surjan de los mencionados balances o información contable hasta un máximo del 35% de dichas ventas.

Las MiPyMes en la economía nacional e internacional

Las micro, pequeñas y medianas empresas conforman una porción muy importante de la actividad económica. En casi todos los países del mundo, más del 90% de las empresas son MiPyMEs. Estas generan más de la mitad del empleo y una fracción algo menor del producto nacional. En muchos países representan el sector más dinámico de la economía, brindando un relevante componente de competencia, así como también de ideas, productos y trabajos nuevos. Casi toda empresa privada grande en el mundo comenzó como una MiPyMe.

Si bien la participación de las MiPyMEs en el PIB varía considerablemente entre países, se ubica en promedio en un entorno del 50%. Esta participación depende, por supuesto, del tipo de producción, siendo generalmente menor en la industria y mayor en el comercio y los servicios. Al mismo tiempo, dentro de cada tipo de producción existen disparidades. En la industria, los sectores de producción de químicos, ensamble automotriz, transporte aéreo y refinamiento de petróleo están prácticamente dominados por empresas grandes, mientras que las MiPyMes representan el grueso de las firmas en sectores tales como la construcción, la pesca, la vestimenta y los productos de madera.

Entre los servicios, el comercio mayorista y minorista, los servicios legales y las actividades inmobiliarias son principalmente terreno de las MiPyMes, mientras que los sectores de comunicaciones y servicios financieros son generalmente manejados por grandes empresas.

Las MiPyMEs en el país

Las MiPymes tienen un rol relevante en la economía argentina ya que representan el 99% de las empresas, aportan el 42% de las ventas y emplean al 69% de los trabajadores (2.2).

Desarrollan su actividad en la Provincia de Buenos Aires un total de 450.000 PYMES industriales.

El 80 % del valor agregado generado por esas industrias es realizado en los 42 partidos del área metropolitana de la Provincia de Buenos Aires.

Como no puede ser de otra manera, sobre el total de las empresas PYMES industriales más del 95% pertenecen a capital nacional y el resto a capital extranjero.

La problemática del financiamiento

Los recursos financieros son vitales para iniciar y llevar adelante una empresa. Ello se debe a que se necesitan fondos para adquirir activos para fabricar un producto o brindar un servicio. También se precisan para cubrir el período de tiempo existente entre la compra de los insumos y el cobro de los clientes. Por lo tanto, la falta de fondos entorpece el crecimiento de las empresas sobre todo si se trata de micro, pequeñas y medianas, debido a que son, en su gran mayoría, mano de obra intensiva. Por ende, dicho problema repercute negativamente sobre el desarrollo de una región.

En cuanto al origen de los fondos, se reconocen dos fuentes: interna y externa. La primera, se corresponde con recursos aportados por los propios dueños y con los generados por la propia empresa (reversión de utilidades). El origen externo se materializa en forma de deuda o la apertura del capital. Entre las fuentes mencionadas, el origen interno junto con la toma de deuda fundamentalmente bancaria, constituyen las formas en que las micro, pequeñas y medianas empresas financian su actividad.

Acceder al financiamiento bancario no resulta una tarea fácil. En general, se observa que el mercado bancario no funciona eficientemente debido a la falla que lo caracteriza: Información asimétrica. La misma se debe a que los demandantes de créditos poseen mayor información sobre el éxito de sus proyectos en relación con los oferentes. Además, genera como consecuencia una brecha entre la demanda de fondos (empresas)

y la oferta (entidades bancarias). Asimismo, el problema de asimetría se agudiza cuando son las pequeñas y medianas empresas las demandantes de fondos.

3. DESARROLLO DEL TRABAJO

3.1 Situación de las MiPyMes en el mundo

Las MiPyMes constituyen más del 90% de las empresas en la mayoría de los países del mundo. En la Unión Europea y en los Estados Unidos representan el 95% de las unidades económicas y proveen más del 75% de los puestos de trabajo. En América Latina, estudios empíricos estiman que éstas contribuyen entre 35% y 40% a la generación de empleo en la región, 33% del PIB y 25% de la inversión.

Otros estudios corroboran estos resultados, al inferir que en esta zona existen cerca de 17 millones de empresas formales, 95% microempresas y 1,5 millones pequeñas y medianas, que aportan 40% del empleo, 33% del PIB y 25% de la inversión. En México, las MiPyMes generan 52 % del PIB y 72 % del empleo y en Argentina representan 60% de la mano de obra ocupada y contribuyen al PIB en cerca del 30%.

No obstante, las pymes se caracterizan por una alta tasa de mortalidad, aún en los países industrializados. En los Estados Unidos, por ejemplo, el 24% de las nuevas empresas han cerrado dos años después y el 53% antes de los cuatro años. (3.1)

¿Cómo es la estructura de una MiPyMe?

Las MiPyMes suelen contar con una estructura organizacional simple que agiliza la toma de decisiones y la adaptabilidad ante cambios de entorno, a la vez que mejora el flujo de información y la comunicación entre sus miembros, lo que repercute en una mayor flexibilidad y capacidad de adaptación estructural. Asimismo, al ser en muchas ocasiones negocios familiares, impera un elevado nivel de compromiso y motivación de sus integrantes, a la vez que la cercanía al cliente le otorga ventajas de información y mayor flexibilidad para producir pequeñas cantidades, a corto plazo y con determinadas especificaciones (4). Pero a pesar de estas ventajas, existen factores internos y externos que han frenado el desarrollo de las MiPyMes. En cuanto a factores internos, destacan:

- Estructura y organización. Las pymes presentan deficiencias en su gobierno corporativo, en la gestión y en la planeación financiera. Como causa principal del fracaso de las MiPyMes, podemos mencionar la ausencia de conocimiento del negocio que se inicia, es decir, que con frecuencia el empresario se aventura sin conocer el medio a profundidad. La falta de administración profesional impide una correcta planificación y capacidad para interpretar variables económicas y financieras y una adecuada formulación de la visión y misión de la empresa, que se pierde en la operación diaria sin una visión de largo plazo. Ello genera expectativas poco realistas, como pensar que el negocio se desarrollará con relativa facilidad, o el incurrir en gastos e inversiones innecesarios, y se refleja en una escasa definición y planificación de objetivos, en flujos de caja inconsistentes con el capital de trabajo disponible y aún menos con la obtención de capital de largo plazo.
- También surgen dificultades en la presentación de estados financieros y un alto componente de informalidad; la demora en el pago de obligaciones tributarias es otra fuente de desembolsos. Según la Fundación de Desarrollo Sostenible Fundes (2006), 43% de las MiPyMes fracasa por errores administrativos y 24% por errores financieros antes de cumplir un año.

Parte de estos problemas surgen de la propiedad familiar de los negocios, que en reiteradas ocasiones se traduce en una insuficiente inversión y reinversión de utilidades, en la ausencia de una cadena de mando definida que deslinda de responsabilidades, y en un esquema de remuneraciones desvinculado de la productividad. Una característica fundamental de la MiPyMe familiar es la ausencia de separación entre el dueño y la empresa, que deriva en dificultades de sucesión cuando fallece el fundador. Además, según el estudio de Visa y The Nielsen Company (2008), los empresarios resuelven los asuntos de negocios como si se fueran actividades personales e involucran recursos familiares de naturaleza patrimonial, sin establecer un límite prudente de exposición al riesgo, y la brecha entre destrezas técnicas y de negocios les impide visualizar el riesgo real al que se exponen.

- Área de producción: Los problemas relacionados con la producción de las pymes abarcan áreas vinculadas principalmente al proceso en sí, a los factores de producción y al uso de tecnología.

En lo referente al proceso, los problemas se derivan de una baja productividad, con una diversidad no siempre racional de métodos de producción; una ineficiente distribución de tareas; la incapacidad para el logro de economías de escala; un inadecuado balance en las líneas de producción, así como deficiencias en la definición y diferenciación del producto. También la planeación y control son deficientes, lo que deteriora la calidad, e incide en abastecimientos irregulares e inoportunos, dañando la eficiencia e incrementando el costo.

Las MiPyMes carecen de métodos de organización laboral nuevos y enfrentan altos costos de transacción y elevadas tasas de mortalidad.

En relación a los factores de producción, en materia laboral, la dificultad para absorber costos de capacitación del personal repercute en una baja productividad y en un desconocimiento o no aplicación de las normas básicas de seguridad, higiene y nuevas tecnologías. Ello se traduce en bajas remuneraciones, escasa especialización, alta rotación del personal y la fuga del más capacitado, así como en un bajo nivel de competencia para alinear procesos de negocios y optimizar el uso de recursos

- El proceso de globalización, la ausencia de un programa transexenal de desarrollo y políticas de estabilización de naturaleza fiscal o monetaria agresivas y sus efectos en ingreso, tipo de cambio y tasas de interés, afectan en mayor proporción a la MiPyMe, que por su tamaño y atomización le resulta imposible construir las condiciones económicas y de aprendizaje para encadenarse a grandes empresas y al comercio internacional.
- Otras limitantes externas al crecimiento de las pymes se refieren a los trámites gubernamentales y la fiscalización, al limitado acceso al financiamiento y a la ineficacia de los programas gubernamentales.

En lo que se refiere a trámites gubernamentales y fiscalidad, estos promueven la informalidad, ya que los procedimientos son largos, burocráticos y variables. Así, por su tamaño y polarización, las MiPyMes son vulnerables a un trato inadecuado o corrupto por parte de las autoridades, tanto en pago de impuestos como en trámites para abrir una empresa y mantenerla dentro de la legalidad.

3.2 Las MiPyMes y la problemática del financiamiento

En términos generales, las fuentes de financiamiento que pueden utilizar las MiPyMes son cinco:

1. Capital propio
2. Proveedores
3. Bancos privados y/o públicos
4. Mercado de capitales
5. Políticas públicas de desarrollo

En la Provincia de Buenos Aires el 75 % de las Pymes industriales se financian con capital propio. Esta cifra presenta grandes variaciones según sea los distritos que se analicen. En Luján y alrededores el 89% se financia con capital propio. Si estas cifras las comparamos con Latinoamérica tendremos que en México el 71 % de las PYMES se financian con capital propio y en Italia el 46%. El promedio general de Argentina es del 64 %. Esto demuestra las dificultades de financiamiento que enfrentan nuestras PYMES industriales.

La **segunda fuente de financiamiento** más utilizada es “proveedores”, siendo esta, generalmente, de muy corto plazo: 30 a 60 días.

Tercera fuente de financiamiento: El mercado de crédito bancario

En los países en vías de desarrollo, el crédito bancario constituye una porción importante del financiamiento a la producción, dado el escaso desarrollo del mercado de capitales.

Tras la crisis de 2001, el sistema bancario argentino atravesó un intenso proceso de reestructuración y reordenamiento, experimentando fuertes transformaciones que se reflejaron en cambios significativos, tanto cuantitativos como cualitativos, en la asignación de crédito al sector privado. Sin embargo, el financiamiento bancario no se ha expandido en términos reales al ritmo de la actividad económica agregada. Además, en los últimos años ha crecido el peso de los bancos privados nacionales en el sistema bancario. La reconfiguración registrada en el sistema bancario necesariamente influye en los patrones de inversión y, consecuentemente, en la estructura productiva. En este contexto, el estudio de la distribución del crédito bancario y su accesibilidad se torna central para las perspectivas de desarrollo de las MiPyMes. A su vez, teniendo en cuenta el papel protagónico de este tipo de empresas en el proceso de crecimiento reciente de la economía argentina y en la generación de empleo, este análisis involucra directamente a las perspectivas de desarrollo económico del país.

En resumen, el estudio del vínculo entre el sistema bancario y las PYMES es de gran relevancia debido a que el crédito bancario tiene un gran peso en la financiación del desarrollo y por la importancia de las PYMES en la creación de valor agregado y empleo.

De acuerdo a datos del Banco Mundial (BM) las PYMES representan aproximadamente el 70% de la fuerza laboral de la economía formal de Argentina.

En la Argentina, la actividad se financia principalmente con fondos propios y el crédito de proveedores:

- El financiamiento a través de “fondos propios” es realizado a través de la reinversión de utilidades y los aportes de socios. En Argentina el capital propio representaba un 74% del pasivo de las PYMES (1999); en países desarrollados se sitúan en niveles inferiores al 30%.
- La otra fuente de financiamiento mayormente utilizada es el crédito de “proveedores”. Esta fuente tiene la característica de ser de corto plazo y se produce debido a la relación comercial establecida con las empresas. En Argentina constituía la fuente de financiamiento externo más importante en 1999.

El financiamiento de instituciones financieras no-bancarias y el mercado de capitales no constituyen para las PYMES una fuente de financiamiento generalizada.

La limitación de acceso a los mercados de crédito por parte de las MiPyMes en Argentina es un fenómeno ampliamente reconocido. Se trata de un problema de gran relevancia, en la medida en que las restricciones al financiamiento podrían afectar a la inversión, comprometiendo las posibilidades de crecimiento y las ganancias de productividad necesarias para la consolidación y expansión de estas empresas.

Los mercados financieros en América Latina

Respecto al mercado financiero en particular, ha surgido una abundante literatura que estudia los problemas de “fallas de mercado” de este mercado.

Stiglitz señaló que los agentes económicos no tienen información perfecta sobre todas las opciones y las condiciones de acceso y que los diferentes agentes no son homogéneos entre sí. Estos estudios reconocen siete fallas de mercado que pueden proveer los fundamentos para la intervención gubernamental en los mercados financieros:

1. Problemas de "bien público" del monitoreo,
2. De la selección y de la concesión de préstamos,
3. Externalidades de las turbulencias financieras,
4. Mercados ausentes e incompletos,
5. Competencia imperfecta,
6. Ineficiencia en el sentido de Pareto de los mercados competitivos,
7. Inversores desinformados.

La existencia de estas fallas de mercado puede generar el fenómeno de “racionamiento crediticio”. El racionamiento de crédito puede ocurrir en situaciones de información asimétrica en los cuales la tasa de interés no varía para igualar la oferta y la demanda de crédito, si no que se mantiene el precio del crédito a un nivel en el cual la demanda supera a la oferta (3.1). Así, los bancos prefieren mantener el crédito racionado que responder al exceso en la demanda mediante un aumento de precio, porque operan en un

entorno caracterizado por “lagunas” en el conocimiento del prestatario y de su proyecto (información asimétrica), porque las tasas altas ahuyentarán a los prestatarios más conservadores (selección adversa) y porque los prestatarios tendrán tendencia a invertir en proyectos más arriesgados si las tasas son más elevadas (riesgo moral) (3.2). Como fue señalado anteriormente, las MiPyMEs suelen ser los agentes que más padecen este tipo de fenómenos.

La conclusión de este grupo de autores es que el Estado debe jugar un rol en los mercados financieros a raíz de la existencia de las fallas de mercado descriptas anteriormente (3.3). Sin embargo, las intervenciones deben ser "market friendly", es decir, fundamentalmente no selectivas.

Siguiendo esta línea teórica, se propone la intervención estatal en el mercado financiero a través de instrumentos puntuales como programas de asesoría y capacitación a las MiPyMEs y subsanar las deficiencias en los marcos de seguridad jurídica de transacciones mercantiles, entre otros.

En relación al tema del financiamiento, según la CEPAL la experiencia en América Latina nos muestra que, salvo cuando se han creado expresamente instituciones financieras “desarrollistas” bajo el control del sector público, difícilmente pueda un país resolver los problemas de transferencia intersectorial (o espacial) de recursos hacia los sectores más atrasados, o a nuevos sectores o regiones, mediante el desarrollo espontáneo de sus intermediarios financieros. El movimiento de los recursos desde el sistema financiero a los usuarios de crédito se rige por consideraciones de rentabilidad, liquidez y riesgo de las aplicaciones, y no por sus fines sociales o “desarrollistas”. De esta forma, resultan favorecidos los sectores de más alta productividad monetaria y que ofrecen, por lo tanto, colocaciones más “seguras”. Según la CEPAL, en América Latina un gran porcentaje de esas operaciones se hallan vinculadas con la financiación de bienes de consumo durables y del capital de trabajo de las empresas, y no con el financiamiento de la inversión real en nuevas actividades o sectores productivos.

Las MiPyMes y los mercados bancarios

Las condiciones particulares de funcionamiento de estas empresas las diferencian de las grandes debido a que cuentan con problemas de escala y menores niveles de productividad, lo cual redundará en menores volúmenes de producción y rentabilidad.

Una hipótesis bastante difundida en relación con las características de las pequeñas y medianas empresas de los países de la región es su rezago "cualitativo" en lo tecnológico/productivo, organizativo/gerencial y de mercado en relación con las empresas grandes. Este rezago se traduce en una estructura productiva polarizada o heterogénea, caracterizada por grandes diferenciales de productividad entre las empresas grandes y las de menor tamaño. Al mismo tiempo, se diferencian de las microempresas -que existen en muchos casos como actividades de subsistencia y como único mecanismo de acceso para la obtención de ingresos familiares, porque su organización responde en términos generales a la lógica de la ganancia capitalista.

En este marco, el acceso a diferentes tipos de recursos juega un rol de vital importancia en la determinación del crecimiento de una MiPyMe. Es posible reconocer tres recursos centrales:

1. El financiamiento,
2. La tecnología y
3. El trabajo y management calificado.

Desde el punto de vista de su financiamiento, las empresas pueden obtener los fondos necesarios para su crecimiento de fuentes internas (utilidades retenidas o proveniente de otros sectores vinculados) y externas (sistema bancario, mercado de capitales y crédito comercial de proveedores). La empresa que desea mantener o expandir sus operaciones deberá financiarse a través de cualquiera de esas estas fuentes. La provisión de financiamiento eficiente y efectivo ha sido reconocida como factor clave para asegurar que aquellas firmas con potencial de crecimiento puedan expandirse y ser más competitivas. En general, existe evidencia de una asociación positiva entre financiamiento y desempeño de la firma; por lo tanto es posible suponer que la imposibilidad de financiamiento inhibe el crecimiento y desarrollo.

La explicación de este fenómeno se basa en múltiples razones. En la literatura se enumeran cuatro componentes principales que condicionan el acceso al financiamiento de largo plazo de las empresas y su utilización:

1. Los factores macroeconómicos que dificultan la conformación de un mercado de crédito de largo plazo;
2. Los factores institucionales específicos que afectan al sistema financiero;
3. Las características particulares de las empresas potencialmente receptoras de financiamiento;
4. Por último, las características especiales de las entidades financieras potencialmente oferentes de financiamiento. En el caso específico de la problemática del financiamiento a las MiPyMes la literatura señala la influencia de factores adicionales tales como el alto costo del crédito, el reducido tamaño del negocio, la insuficiente disponibilidad de garantías adecuadas, la preferencia por el uso de recursos propios, el limitado volumen y la escasa diversificación de sus operaciones bancarias, la escasa disponibilidad de personal capacitado en los bancos para atender al segmento MiPyMe, los elevados costos de transacción en las operaciones con estas firmas, la falta de confianza de los bancos respecto de sus proyectos, la falta de transparencia contable, la pérdida de peso de la banca especializada en el crédito MiPyMe y las restricciones de acceso al mercado de capitales que enfrentan estas firmas, entre otros. (3.5)

Así, el acceso al financiamiento por fuentes externas pasa a ser prioritario para el proceso de expansión de las empresas MiPyMEs.

En Argentina, el sistema bancario tiene un rol central en la provisión de financiamiento externo a las firmas; por lo tanto, su discontinuidad afecta las operaciones de las empresas y su supervivencia.

El financiamiento bancario de las PYMEs en la posconvertibilidad

Una mirada global sobre el crédito bancario en Argentina

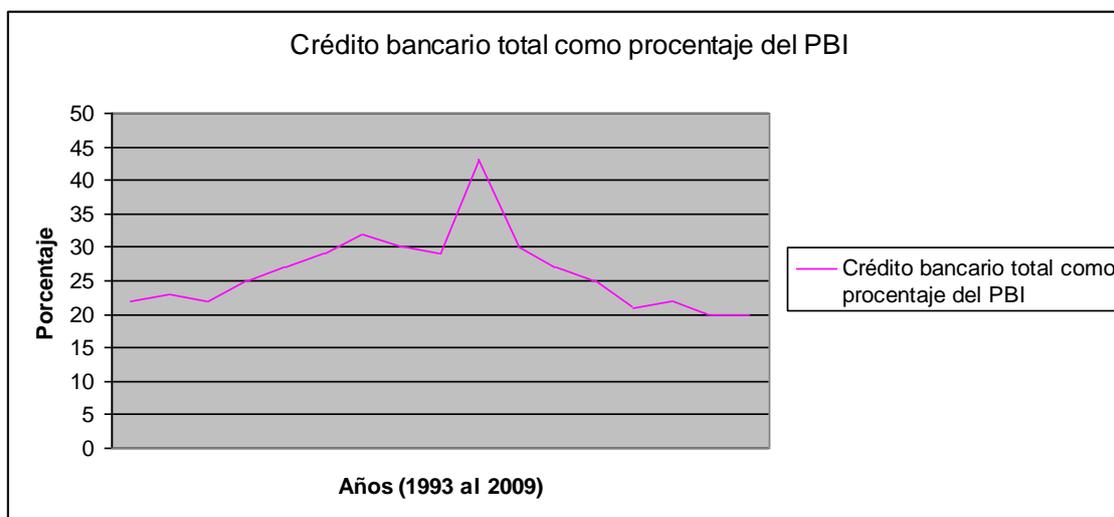


Gráfico N°1

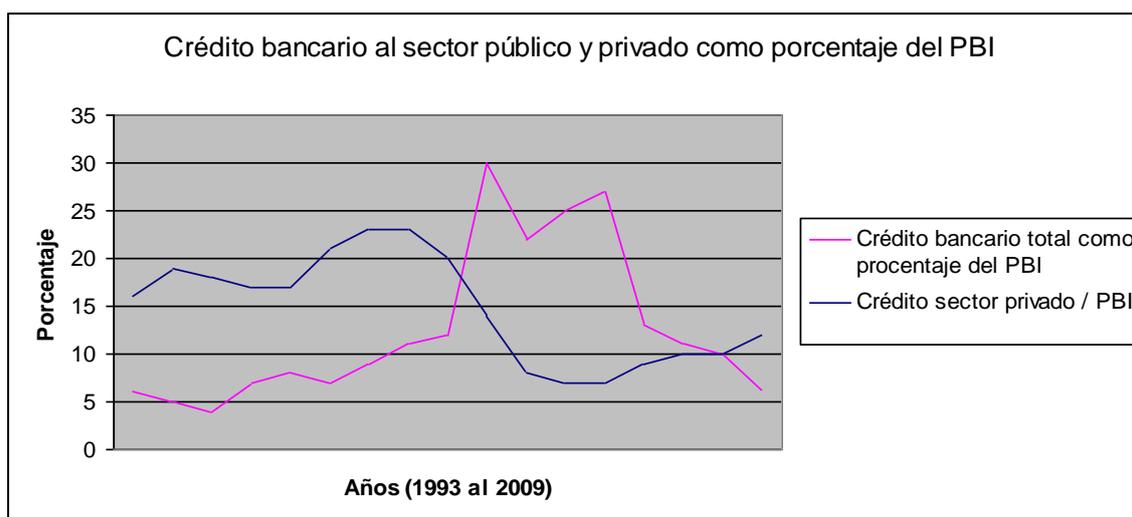


Gráfico N°2

Tal como puede observarse en el gráfico N°1, el crédito bancario total expresado como porcentaje del PBI desciende sostenidamente luego de la crisis del 2001, pasando de representar el 44% del PBI en el año 2002 a 21% en el año 2009. Durante el período 2002-2009 –y considerando los valores en términos corrientes- los préstamos bancarios crecieron un 82%, mientras que el PBI y la IBIF crecieron 268% y 541% respectivamente.

En el gráfico N° 2 presentamos una desagregación del crédito del sistema bancario a los sectores privado y público respectivamente, como porcentaje del PBI. Se observa que el crédito al sector privado experimenta una caída brusca durante la crisis y luego una recuperación muy tenue, sin alcanzar los niveles de los 1990s. El ratio crédito bancario/PBI promedio considerando el período 2002-2009 fue 12%, muy inferior a los de los países desarrollados e inclusive inferior al de ciertos países comparables por su nivel de desarrollo. El crédito al sector público aumenta considerablemente durante la

crisis, decreciendo luego lentamente hasta alcanzar en la actualidad niveles similares a los picos de la década anterior. En el período post convertibilidad, el crédito al sector público excedió al privado hasta el 2007, año a partir del cual el crédito al sector privado pasa a ser mayor, aunque por una diferencia mínima.

A partir de estos datos, podemos deducir la existencia de una significativa tasa de autofinanciamiento por parte de las empresas locales. Esta tasa se mantiene elevada aún años después de la crisis y con el sistema bancario “normalizado”. El elevado nivel de autofinanciamiento de las PYMEs puede considerarse como una característica estructural de Argentina, producto de períodos históricos y fases de alta restricción crediticias por el lado de la oferta, o gran inestabilidad macroeconómica que afectan las condiciones de demanda. Si bien desde el punto de vista de la economía empresarial, el autofinanciamiento se puede plantear como la estructura de plazo y costo óptima en términos de ciertos agentes económicos, a nivel macroeconómico presenta importantes limitaciones

Los créditos bancarios a las PYMES

En el presente apartado se aportan algunos datos sobre la evolución y estructura del financiamiento bancario a las PYMEs en el período de la posconvertibilidad. Cabe destacar que no existen estadísticas precisas sobre la situación del financiamiento a las PYMEs.

Evolución del financiamiento bancario a las PYMEs total y por tipo de banco. A julio de cada año (2001-2009). En millones de pesos corrientes.

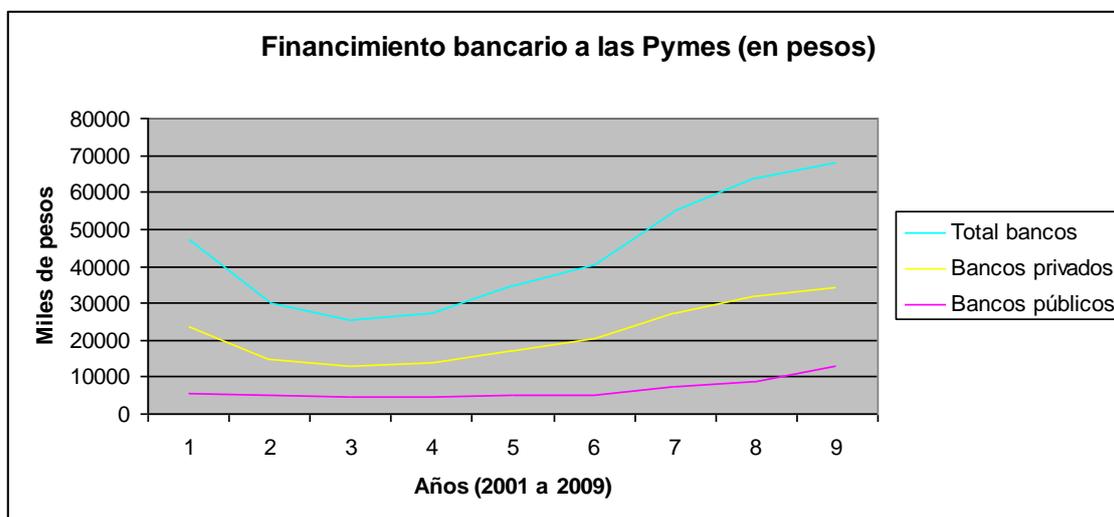


Gráfico N° 3

Como se observa en el gráfico N° 3, los créditos a las PYMEs en valores corrientes, tienen una tendencia ascendente a partir del año 2003. Esta tendencia también se observa considerando la desagregación entre bancos públicos y privados, aunque es más acentuada en el caso de los bancos privados, excepto en el año 2009.

Los bancos incrementaron sostenidamente la participación de los créditos a las PYMEs como proporción de su cartera total de préstamos a partir del año 2003, aunque esta tendencia parecería tener un techo en los últimos años.

Observamos que la tendencia descendente anteriormente señalada se replica para todos los grupos de bancos excepto para los públicos nacionales, para los cuales el ratio se mantiene relativamente constante, en torno al 33% en 2002-2009. Los bancos cooperativos son los que cuentan con una mayor participación de créditos a PYMEs en relación a los préstamos totales al SPNF (sector privado no financiero) (promedio de 72% del total de sus préstamos al SPNF en el período 2002-2009).

Los bancos públicos provinciales y municipales disminuyen marcadamente la participación de los créditos a PYMEs en su cartera de préstamos al SPNF, pasando de 51% en el año 2003 a 26% en el año 2009. Los bancos privados de capital nacional tuvieron una participación promedio de préstamos a PYMEs de 26% en su cartera, mientras que para las sucursales de entidades financieras del exterior el crédito promedio a PYMEs fue de 19%.

Observaciones finales

Podemos realizar algunas observaciones respecto a la oferta de financiamiento bancario a las PYMES durante este período:

En primer lugar, la proporción del crédito bancario como porcentaje del PBI, que descendió en la posconvertibilidad respecto a la década del 90, es bajo en relación con los países desarrollados e inclusive inferior al de ciertos países comparables por su nivel de desarrollo.

En segundo lugar, el crecimiento de los créditos destinados a las PYMEs no fue proporcional al crecimiento experimentado por estas empresas, de manera que podemos inferir que el crecimiento del producto se dio en mayor medida en base al autofinanciamiento.

En tercer lugar, la relación créditos a PYMEs/créditos totales tuvo una tendencia ascendencia durante la posconvertibilidad. No obstante, si consideramos la relación créditos a PYMEs/ créditos al SPNF la relación es levemente descendente, por lo que podemos inferir que los créditos personales (el componente del crédito al SPNF con mayor crecimiento) puede estar ganando participación a costa del crédito a las PYMEs. En general, los créditos personales representan operaciones de muy alta rentabilidad y baja incobrabilidad para los bancos comerciales.

En cuarto lugar, observamos que el peso de la cartera de créditos a PYMEs varía según el grupo de bancos por origen del capital. Si bien los bancos privados de capital nacional son los que han proveído los mayores volúmenes de financiamiento a PYMEs en la posconvertibilidad, no tienen una orientación comercial marcada hacia ese segmento de empresas. Por otro lado, los bancos cooperativos han destinado un porcentaje relevante de su cartera de créditos a PYMEs; sin embargo, el monto de créditos otorgado es marginal si consideramos el volumen total de créditos.

En resumen, podemos afirmar que en la Argentina existe un mercado de financiamiento a las PYMEs pero que opera en forma limitada y restringida. Consideramos que las PYMEs podrían apropiarse de un mayor porcentaje de los créditos; sin embargo, sin intervención estatal en el mercado bancario, este porcentaje será destinado a créditos a grandes empresas y/o a créditos personales, debido a que representan operaciones de mayor rentabilidad y menor grado de incobrabilidad para los bancos comerciales. Además, el proceso de concentración y extranjerización del sistema bancario durante la década del 90 generó fuertes cambios en el patrón de financiamiento a la producción debido a la desaparición de bancos tradicionalmente ligados a financiar el segmento PYME (como los bancos cooperativos); este proceso no parece haberse revertido en la posconvertibilidad. Por este motivo, es relevante analizar la evolución del crédito para determinar cuánto crédito adicional y de qué tipo (plazo, estructura y tasa de interés) es necesario para que estas empresas puedan seguir creciendo a las tasas actuales. En este sentido, es necesaria la intervención y regulación del Estado en el mercado bancario, así como la redefinición de las políticas de crédito de entidades públicas y otras políticas focalizadas para mejorar el financiamiento de las PYMEs en Argentina. (3.5)

3.3 La falla del mercado bancario

¿Cuáles son los limitantes para que las PYMES accedan al “Financiamiento Bancario”?

Las principales carencias respecto del financiamiento radican en:

- Las elevadas tasas de interés
- La falta de acceso a instrumentos de crédito en general
- Las dificultades asociadas a la constitución de garantías
- Plazos de deuda
- Falta de asesoramiento especializado
- Falta de información o información imperfecta

Respecto a este último punto, el problema de la “información imperfecta” genera:

- La dificultad por parte de la banca de identificar la "moral de pago" (intención de pago) de los potenciales clientes. Esta identificación, en la medida que trasciende la información proveniente de los balances, de la situación financiera de la empresa, de los aspectos técnicos del proyecto y del cash-flow (flujo de fondos), descansa en el vínculo personal oficial de crédito-cliente PYME potencial.

Tasa de interés

La determinación de la tasa de interés constituye uno de los elementos más importantes para los bancos, debido a que representa el retorno o ingresos, producto del contrato de préstamo.

No obstante, el establecimiento de la misma genera ciertas dificultades para las instituciones bancarias. Por un lado, el banco desea establecer la mayor tasa posible de acuerdo con el criterio de la maximización del beneficio. Por el otro, al establecerse una

tasa de interés elevada, el banco puede atraer a los demandantes de créditos más riesgosos.

La explicación de lo anterior es muy simple: aquellos proyectos capaces de pagar una tasa elevada son aquellos con retornos esperados elevados y por lo tanto con un riesgo asociado mayor. Es decir, una tasa de interés elevada deja fuera del mercado a aquellos prestatarios con bajos retornos esperados, aunque con menores riesgos. De este modo, la curva de retorno de un banco es como la que se observa en el Gráfico 1: El retorno esperado sube cuando se incrementa la tasa de interés hasta la tasa r^* (recta vertical en el gráfico 1), luego disminuye a medida que sigue incrementándose la tasa que cobra dado que atrae a los proyectos más riesgosos. En este último caso, los demandantes del crédito tenderán a exponer los beneficios del proyecto mas no sus riesgos asociados, profundizándose el problema de selección adversa.

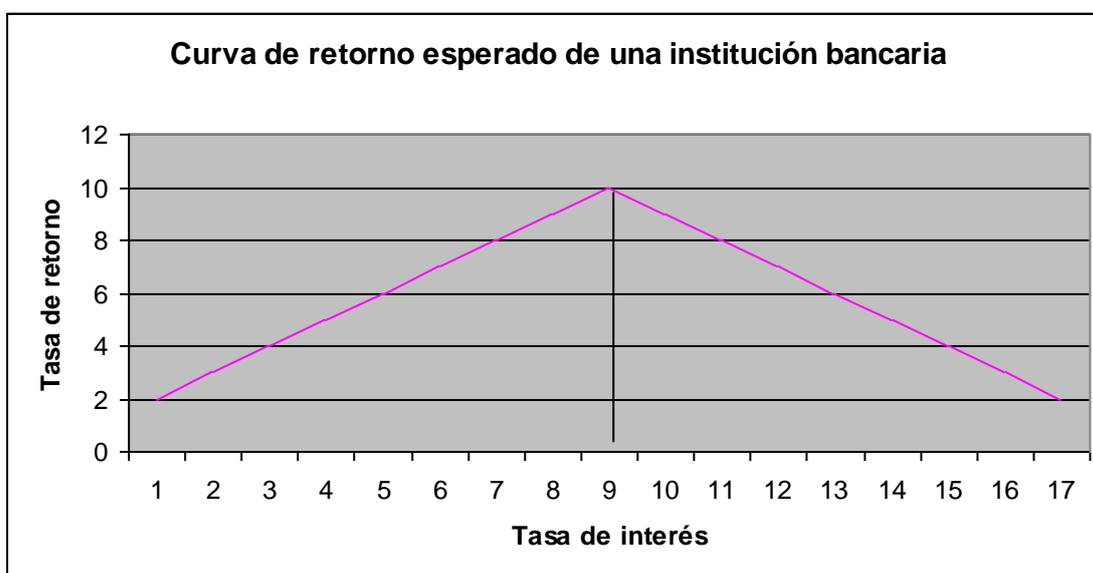


Gráfico N° 4

Garantías

La exigencia de una garantía por parte de los bancos constituye un mecanismo para reducir parte del riesgo moral que rodea el contrato de crédito. La misma reduce los incentivos de los prestatarios para dejar de cumplir con sus obligaciones, incrementado los incentivos para dedicar esfuerzos al proyecto.

Los bienes a ser usados como colateral necesitan cumplir tres condiciones básicas:

- 1) Derechos de propiedad bien definidos,
- 2) Derechos de los acreedores adecuados y
- 3) Liquidez de los activos.

La primera condición se requiere para que los prestatarios puedan establecer en forma creíble la propiedad del activo utilizado como garantía. La segunda se precisa para que los bancos puedan ejecutar la garantía si el prestatario deja de pagar un préstamo. Y por último, la liquidez de los activos es necesaria para que los bancos puedan disponer de los activos a un bajo costo.

La valuación que realiza la institución bancaria es por su valor de remate, es decir como una empresa en quiebra, en las que se supone que se venderán en subasta pública para lograr una realización inmediata.

En la Argentina, casi un 25% de las PYMES citaron las elevadas tasas y los costos como la principal barrera de acceso al financiamiento. Con respecto a la falta de financiamiento de largo plazo, el 19% de las PYMES en Argentina citaban los plazos demasiado cortos de los créditos como el principal obstáculo financiero.

La falta de financiamiento de largo plazo dificulta la inversión por un lado y contribuye a un apalancamiento peligroso cuando las PYMES se ven obligadas a financiar sus inversiones de largo plazo con créditos de corto plazo.

Plazos de deuda

El otro punto que suele estar presente en los contratos de préstamos es el plazo del mismo. En este sentido, los bancos tienen la tendencia de otorgar plazos cortos dado que tienen mayor capacidad de control, reduciendo de ese modo el problema de riesgo moral.

No obstante, el establecimiento de plazos cortos tiende a aumentar los niveles de morosidad debido a que las empresas destinan estos fondos a proyectos de largo plazo. Es decir, las firmas financian sus inversiones de largo plazo con varios préstamos de corto, generando de este modo, un esquema de endeudamiento/apalancamiento bastante peligroso. Por lo tanto, el problema de riesgo moral tiende a aumentar en vez de disminuir.

Falta de información

El mercado de crédito bancario presenta la falla de asimetría de información que explica el funcionamiento desequilibrado del mismo. Dicha falla se manifiesta a través de la selección adversa y riesgo moral, que intentan ser reducidos a través del establecimiento de una tasa de interés, la exigencia de garantías y el otorgamiento del préstamo a corto plazo. No obstante, estos elementos tienden a profundizar los problemas más que a solucionarlos. De ahí, que persista el desequilibrio entre la oferta y demanda de crédito.

El perfecto funcionamiento de los mercados hace que la demanda y la oferta se igualen entre sí, determinando un precio que vacíe el mercado. Es decir, el libre comportamiento de la demanda y la oferta establecen un precio en el cual la cantidad demandada se iguala con la ofrecida. En términos del mercado crediticio, se espera que los demandantes de crédito, dentro de los cuales se encuentran las empresas, sean satisfechos con la oferta del mismo, a través de las instituciones bancarias. De dicho proceso debe surgir una tasa de interés que iguale la oferta con la demanda de crédito.

No obstante, rara vez los mercados funcionan de manera perfecta. Por el contrario, es normal que los mercados trabajen con desequilibrio de manera constante. Es decir, no existe un precio que iguale la oferta con la demanda del bien en cuestión. Por supuesto, el mercado de créditos no es ajeno a dicho funcionamiento. Para explicar el por qué de ello, debe tenerse en cuenta que para que exista equilibrio en los mercados, es necesario que se cumplan una serie de condiciones o supuestos. En caso de que no se cumpla alguno de ellos, surge una falla que desequilibra el mercado.

Una de las fallas que es inherente al mercado de crédito bancario es la falta de información perfecta. La existencia de la información perfecta significa que los participantes del mercado conocen todo lo relevante del mercado, sin que puedan alterar su funcionamiento con alguna acción por parte de ellos. De este modo, la información se constituye como un dato dado para los mercados competitivos.

No obstante, la falta de información perfecta se evidencia dado que en principio, los demandantes de crédito conocen mejor que los oferentes las características del negocio, los riesgos y la rentabilidad esperada del proyecto.

En otras palabras, la parte demandante de fondos posee mayor información que la tomadora de la misma. En consecuencia, esta situación, conocida como información asimétrica, constituye la principal causa de imperfección en el mercado de crédito bancario.

Adicionalmente, bajo este escenario los agentes económicos involucrados aprovechan la desigualdad de información. Tal oportunismo, tanto ex ante como ex post, se reconoce bajo los rótulos de *selección adversa* y *riesgo*

Por las razones anteriormente explicadas que alejan a las empresas de los créditos bancarios, a través de este trabajo se opta por presentar al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento para las MiPymes.

3.4 Cuarta alternativa: El mercado de capitales

¿Qué es el mercado de capitales?

Es un sitio virtual donde la oferta y la demanda de dinero interactúan.

El mercado de capitales permite generar un mecanismo directo de asignación del **ahorro** a la **inversión**, conectando al ahorrista que tenga excedente de capital con aquellos que necesitan financiarse para efectuar sus inversiones. De esta forma, aquel que invierta su dinero en la compra de un **instrumento financiero** como una **acción** o un **bono**, está financiando directamente a la empresa, cuando se trata de una negociación en el **mercado primario**.

Esta función básica del mercado de capitales permite que las empresas puedan financiarse a costos competitivos, y que los inversores, puedan participar dentro de un mercado transparente, que le permita realizar inversiones contando con información disponible periódica.

En este sentido, el costo de financiamiento de una empresa en la BCBA (Bolsa de comercio de Buenos Aires) lo fija el mercado y surge del equilibrio entre los requerimientos de la compañía y las demandas de los inversores. En la mayoría de los casos este costo financiero más los gastos de la emisión son menores a los de otras alternativas de financiamiento.

De esta manera, en el mercado de capitales las empresas y los inversores pueden encontrar distintas alternativas de financiación y de inversión, pudiendo estructurarlas de acuerdo a sus necesidades.

Reseña histórica

Nuestro país registra una antigua tradición respecto de la existencia de negociaciones bursátiles. El origen de las bolsas se remontan hasta el año 1811, momento en que los comerciantes ingleses instalaron una sala de comercio en casa de “mistress Clarke” – a quien los hijos del país llamaban “Doña Clara”-, desde allí se realizaban las primeras operaciones bursátiles.

Posteriormente, en el año 1821, Rivadavia se dirigió al Consulado sugiriendo el establecimiento de una bolsa mercantil, a lo que accedió esa Corporación. Así, el 1° de febrero de 1822 tuvo lugar la apertura de la bolsa, que funcionó hasta el gobierno del General Rosas.

En cuanto a la regulación, cabe mencionar que nuestro primer Código de Comercio argentino (año 1862), no contenía normas relacionadas con las bolsas, recién en el Código de Comercio que entró en vigencia en 1889, se incluyó un capítulo bajo la denominación “De las bolsas y mercados de comercio”. (Título III, Libro I, artículos que iban desde el 75 hasta el 86).

En el año 1937 se creó la Comisión de Valores dependiente del Banco Central de la República Argentina, con funciones de naturaleza consultiva. El primer Directorio de la Comisión de Valores, estaba integrado por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Banco Central y los bancos y casas financieras privadas. Inicialmente la Comisión de Valores ejercitaba facultades de control de oportunidad y de control de legalidad sobre la oferta pública de títulos valores, no tenía personería jurídica y nacía de un convenio privado, sus decisiones revestían el carácter de meras recomendaciones y no tenían fuerza legal.

En el año 1946, se produce una reforma sustancial del régimen con la sanción del Decreto N° 15.353, del 23 de mayo de 1946, ratificado por la Ley 13.894. Ese decreto creó la “Comisión de Valores”, integrada en ese entonces por representantes del Banco Central, en cuya sede funcionaba, del Banco de la Nación, del ex Banco de Crédito Industrial, de los bancos oficiales y mixtos de provincia, de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, de los bancos particulares y empresas financieras. Esta Comisión tenía como función principal la de autorizar los ofrecimientos públicos de valores, cualquiera sea su clase o entidad emisora para poder ser cotizados en bolsa, manteniéndolo siempre en la órbita del Banco Central y con esas mismas funciones que tenía anteriormente.

Esto funcionó hasta la entrada en vigencia de la Ley N° 17.811, que se produjo el 1° de enero de 1.969 (artículo 64; renumerado como artículo 79 por el anexo del Decreto N° 677/01). A partir de allí se reguló en su totalidad el mercado de los títulos valores, abarcando la oferta pública de dichos valores, la organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles y la actuación de los agentes de bolsa y demás personas dedicadas al comercio de títulos valores (cfr. Exposición de Motivos de la Ley N° 17.811, Capítulo I). Por medio de la Ley N° 17.811 de 16 de julio de 1.968, de naturaleza federal, se crea la Comisión Nacional de Valores como una repartición estatal organizada, como entidad autárquica nacional de carácter técnico, con jurisdicción en todo el territorio de la Nación.

Explicación del escaso desarrollo del mercado de capitales en Argentina

A pesar del fuerte crecimiento económico de los últimos siete años el mercado de capitales argentino muestra un grado de desarrollo inferior al de otros países de la región. Entre los factores que explican esta situación, se pueden mencionar fundamentalmente tres:

1. **Contexto.** La gran volatilidad de la economía, producto de dos grandes crisis en los últimos 20 años (la hiperinflación del 1989/90 y la crisis 2001/02) a las que se le agrega la crisis internacional desatada en 2008, provocaron que un gran número de empresas se retirara de la Bolsa. Esto se debió en algunos casos por la quiebra de empresas y en otros por la transnacionalización dado que los grupos que tomaron el control de las empresas, como en el caso de varias de las empresas privatizadas de servicios públicos, prefirieron cotizar en mercados extranjeros. El resultado final es que en las últimas décadas han sido muchas más las empresas que se retiraron del mercado que las que ingresaron. Dentro de esta dinámica se observa que se han ido empresas pequeñas y que han ingresado empresas grandes. Las consecuencias de esta situación se traducen en menos empresas cotizantes, menores volúmenes de negociación (poca liquidez) y una mayor concentración de los negocios en las empresas que conforman el Merval.
2. **Factor Cultural.** En cuanto a la cultura empresarial argentina es importante señalar que existe un alto grado de desconocimiento del mercado de capitales además de una cierta reticencia de los dueños de las compañías a abrir sus empresas y el control sobre las mismas a terceros, a diferencia de lo que ocurre en los países sajones donde existe un fuerte arraigo hacia el mercado de capitales. Es decir, que existe una preferencia por el control societario y por una menor exigencia de información y de cumplimiento normativo. En este sentido, cabe destacar que parte del empresariado argentino se encuentra fuertemente basado en una estructura de carácter familiar y existe un alto grado de informalidad.
Asimismo, analizando la evolución del tipo de empresas que participan del mercado de capitales argentino observamos una tendencia a que se vayan compañías chicas e ingresen grandes, que no es necesariamente igual en otros países. En Wall Street la incorporación de empresas a las bolsas viene por el lado de las compañías nuevas y las pequeñas. El Nasdaq, la bolsa electrónica en donde cotizan la mayoría de las acciones tecnológicas, tiene un panel preparado para empresas de bajo valor de mercado. Además, la mayoría de las compañías que ingresan son nuevas y su modelo de crecimiento es ir aumentando su capital, incorporar accionistas y profesionalizar a sus directivos. Pero allí claramente, no sólo hay un modelo empresario diferente al argentino si no también hay demanda, es decir, existen inversores dispuestos a invertir en compañías que aún no se asentaron.
Del lado de la demanda también hay impedimentos para el desarrollo del mercado de capitales, principalmente dado que existe un fuerte desconocimiento del mismo y porque está instaurada la idea de que “invertir en la bolsa es como jugar a la lotería” en lugar de concebirlo como una herramienta para canalizar el ahorro a través de distintas alternativas de inversión que tengan en cuenta la mejor relación riesgo/rendimiento posible.

De lo anterior puede inferirse que la falta de desarrollo del mercado de capitales en términos de dimensión y profundidad parece explicarse más por la falta de participantes, inversores y quienes necesitan financiamiento, que por la falta de instrumentos.

3. **Marco normativo y regulatorio.** La confianza es un factor crítico para el desarrollo del mercado de capitales y su construcción requiere de un horizonte de largo plazo. Para ello, es necesario un marco regulatorio que minimice las asimetrías de información, asegure la transparencia y la protección al inversor y maximice la calidad de gobierno corporativo.

Las políticas públicas están focalizadas en dos frentes: por un lado, facilitar un cambio en la percepción de los agentes económicos, dado que el Mercado de Capitales no se encuentra aún posicionado como una fuente de recursos financieros para que las empresas obtengan su financiamiento; y por otro, establecer reglas claras, consistentes y estables a través del tiempo, tendientes a fortalecer los aspectos de transparencia, defensa del público inversor, y velar por la estabilidad financiera.

En el sentido anteriormente mencionado es necesario remarcar el notable proceso de desarrollo observable en los mercados de capitales de varios países emergentes, en particular, el caso de Brasil, Chile y México en la última década, que indican casos con procesos de cambio en contextos fuertemente afectados por la pérdida de confianza y crisis económicas, que arrojaron resultados muy significativos en términos de recuperación y desarrollo.

A modo de conclusión, podemos afirmar que el desarrollo del mercado de capitales en el contexto actual requiere la instrumentación de programas de difusión y educación y una acción regulatoria focalizada en dar credibilidad, estabilidad y transparencia al mercado.



Gráfico N° 5

Mercado primario y Mercado Secundario

Las empresas que buscan financiar sus actividades productivas en el mercado de capitales lo hacen a través de la oferta de sus instrumentos de deuda o capital en el *Mercado Primario de Emisiones*.

Se denomina Mercado “Primario” al ámbito al cual las sociedades emisoras acuden por primera vez para obtener fondos líquidos a cambio de la entrega de instrumentos de financiación.

En este mercado participan básicamente dos tipos de jugadores: los que buscan financiamiento, tomadores de fondos, y aquellos que tienen excedentes de fondos, denominados: Colocadores de Fondos. El mercado primario es de relevancia ya que en él se originan los primeros intercambios de necesidades de financiación e inversión entre quienes tienen necesidades de fondos y quienes poseen liquidez.

Este mercado a su vez está asociado a otro denominado *Mercado Secundario*, siendo éste el mercado de “negociación” en el que los instrumentos que han sido emitidos con anterioridad son objeto de negociación entre los inversores.

Las empresas acuden al mercado primario de emisiones para colocar instrumentos de deuda (obligaciones negociables) o de capital (acciones) con el objeto de obtener financiación.

En el mercado de capitales la mayoría de las empresas pueden encontrar una solución a sus necesidades de financiamiento. No sólo las sociedades anónimas sino también otro tipo de empresas como cooperativas y asociaciones civiles pueden hallar distintas herramientas según su perfil. (3.6)

Ventajas de financiarse en el mercado de capitales

- Tasas competitivas
- Oferta de plazos: Corto, mediano y largo plazo
- Liquidez
- Consolidación de la imagen de la empresa

Integrantes vitales para el diario funcionamiento del mercado de capitales:

1. **IAMC:** Instituto argentino de mercado de capitales
2. **BCBA:** Bolsa de comercio de Buenos Aires
3. **MERVAL:** Mercado de valores
4. **CNV:** Comisión nacional de valores

1. IAMC

Fundado en junio de 1984 por el Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval), el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) tiene como función principal brindar un servicio de asesoramiento integral a los Agentes y las Sociedades de Bolsa y difundir la dinámica del mercado de capitales como una alternativa de inversión y financiamiento.

Como área de investigación del Merval, desarrolla y colabora en la implementación de nuevos productos diseñados para adecuar la oferta de instrumentos del mercado de capitales local a la evolución de la política macroeconómica nacional y a las tendencias de los mercados internacionales.

Publicaciones del IAMC

Las publicaciones del IAMC constituyen una fuente de información para todos los participantes del mercado, los medios periodísticos especializados y las instituciones académicas y de investigación. La excelencia y el compromiso de los profesionales del IAMC para con la objetividad y transparencia en el análisis de los datos y la información estadística lo posicionan como una fuente de consulta permanente del mercado.

- REM: el IAMC participa en la encuesta semanal que realiza el BCRA, informando valores proyectados de un conjunto de variables macroeconómicas seleccionadas. La encuesta se denomina Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) y es una de las fuentes de información más consultadas por los agentes financieros nacionales e internacionales.
- Contribución en Bloomberg y Thomson Reuters: el IAMC publica diariamente en tiempo real los indicadores relevantes de los bonos argentinos.
- Medios periodísticos e instituciones académicas: el IAMC es fuente de consulta de los más importantes medios de comunicación especializados y de universidades de todo el país.
- Base de datos: el IAMC provee información estadística para pedidos de medios periodísticos y de universidades y centros de investigación del país y del exterior.

Asimismo, los cursos y seminarios brindados por el IAMC cubren los principales temas de interés relacionados con el mercado de capitales y son dictados por profesionales de primer nivel.

2. Bolsas de comercio

Bolsa de comercio de Buenos Aires (BCBA)

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires es una asociación civil sin fines de lucro. Pertenece al ámbito privado y se autorregula para la concreción de las variadas funciones que cumple dentro del quehacer económico nacional.

De allí que con la premisa de brindar un marco de transparencia y eficiencia para la unión de oferta y demanda, cotidianamente la Bolsa favorece el flujo de capitales que, tanto de las arcas de inversores institucionales como de las carteras de pequeños ahorristas, pasan a conformar capital de trabajo y financiamiento a largo plazo de empresas grandes y pequeñas.

El Estado Nacional, los estados provinciales y municipales también hacen uso de este mecanismo para la captación de fondos que les permitan administrar sus economías y mejorar sus infraestructuras.

A través de este círculo virtuoso, la Bolsa ofrece un espacio de transformación de los ahorros en desarrollo, riqueza y trabajo. Los beneficios resultantes no tardan en llegar a los inversores, quienes vuelven a confiar su dinero para seguir haciendo girar la rueda.

La confianza depositada por los inversores se debe entre otras cuestiones a que las sociedades cotizantes deben presentar a la BCBA sus estados contables anuales y trimestrales e informar todo hecho relevante o información que pueda incidir en las cotizaciones para su publicación y divulgación.

La Bolsa, además, lleva el registro de las operaciones y es responsable de la difusión de volúmenes y precios. Sus facultades de supervisión le permiten, entre otras medidas, interrumpir la cotización de valores cuando lo considere necesario a fin de controlar o prevenir alteraciones anormales en los precios.

Es así como, desde su fundación en 1854, la Bolsa viene acompañando activamente la actividad económica argentina, aggiornando instrumentos y mecanismos de negociación con el avance de nuevas modalidades y tecnologías.

No obstante, ha conservado la misma vocación de sus inicios de constituirse en centro de referencia de múltiples mercados. Asimismo, se enorgullece del prestigio ganado dentro de la Argentina y en el exterior y de haber permanecido como institución democrática a través de los avatares políticos, sociales y económicos del país. Es de destacar el papel que ha cumplido como agente económico en diversas épocas históricas honrando siempre sus obligaciones sin excepción.

Por todo ello, la BCBA es símbolo de crecimiento, libre mercado, cumplimiento del orden jurídico, responsabilidad, idoneidad y transparencia.

Según su estatuto, el objeto social de la BCBA incluye los siguientes compromisos:

- Facilitar a sus socios toda clase de negocios lícitos y operaciones mercantiles, cuidando su realidad, legalidad y seguridad.
- Cumplir las funciones que le confieran las disposiciones legales en todo lo referente a la cotización de títulos valores y auspiciar su realización.
- Auspiciar la realización de transacciones en monedas, metales preciosos, giros, letras de cambio, papeles de crédito comerciales y todo otro bien, servicio o mercadería.
- Asegurar la veracidad del registro de las operaciones realizadas en sus recintos y su publicación para informar el precio corriente de los bienes y servicios negociados.
- Procurar, mediante peticiones a las autoridades e instituciones que crea corresponder, una adecuada legislación relativa al comercio, producción, finanzas, y economía en general.
- Efectuar estudios e investigaciones referentes a las materias expresadas en el punto anterior.

Bolsas o mercados de comercio en general

Según la ley 17.811:

Deberes de las bolsas de comercio:

1. Autorizar, suspender y cancelar la cotización de títulos valores en la forma que dispongan sus reglamentos;
2. Establecer los requisitos que deben cumplirse para cotizar títulos valores y mientras subsista la autorización;
3. Controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las sociedades cuyos títulos valores se coticen;
4. Dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la veracidad de los balances y demás documentos que deban presentarles o publicar las sociedades cuyos títulos valores tienen cotización autorizada;
5. Dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de las cotizaciones y publicar las mismas y los precios corrientes.

3. Merval (Mercado de valores de Buenos Aires S.A.)

Es una entidad privada constituida como sociedad anónima, cuyo capital está integrado por acciones admitidas al régimen de oferta pública y con cotización en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Los accionistas del Merval son los agentes y sociedades de Bolsa, quienes realizan transacciones en el mercado de contado y a plazo, con títulos públicos y privados, para cartera propia o para terceros.

Las principales funciones del Merval se concentran en: la negociación, Cámara Compensadora y Contraparte Central en la liquidación de operaciones y neteo de las mismas, así como también, monitoreo y garantía según corresponda, de las transacciones que se realizan a través de sus dos Sistemas de Negociación: El Mercado de Concurrencia y la Rueda Continua.

El Merval actúa como contraparte central de todas las operaciones que garantiza, realizando la administración de los riesgos asociados a las distintas operaciones e instrumentos autorizados a negociar.

El Merval se encuentra facultado para aplicar sanciones disciplinarias a los intermediarios bursátiles que no cumplan con las normas y regulaciones que rigen al Sistema Bursátil Argentino, de acuerdo al marco normativo de la Ley 17.811 y a disposiciones complementarias dictadas por el propio Mercado en función de las facultades de autorregulación otorgadas por dicha Ley.

A través de todas estas funciones, el Merval agrega valor en cada una de las etapas que componen una transacción completa: Desde la canalización de las órdenes hasta la efectiva entrega contra pago de los valores (DvP).

El Merval es un mercado adherido a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y, como parte del Sistema Bursátil Argentino, integra la Central de Registro y Liquidaciones (CRYL) del Banco Central de la República Argentina. Además, forma parte de organismos internacionales afines a los mercados de capitales como la FIBV, FIABV y

ACSDA.

Para cumplimentar el ciclo de liquidación de las operaciones, el Merval utiliza los servicios de empresas controladas y vinculadas: A través de Caja de Valores S.A. efectúa los movimientos electrónicos de valores negociables, y a través del Banco de Valores y otras entidades financieras autorizadas realiza el movimiento electrónico de medios de pago, siendo el Merval el responsable de dichos movimientos, dada su función de Cámara Compensadora y Contraparte Central.

El Mercado de Valores de Buenos Aires posee el 49,98% del capital de Caja de Valores y el 99.99% del capital del Banco de Valores.

La Administración del Merval está a cargo de un directorio compuesto de nueve miembros titulares y nueve suplentes.

Cuenta también con un Consejo de Vigilancia compuesto de tres miembros y un Comité de Auditoría integrado por tres directores.

4. CNV

La CNV fue creada por la Ley de Oferta Pública N° 17.811 y actualmente el marco normativo que rige su funcionamiento está dado por la Ley N° 26.831 y su objetivo es otorgar la oferta pública velando por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores.

La acción de la CNV se proyecta sobre las sociedades que emiten títulos valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de títulos valores y sobre los intermediarios en dichos mercados.

La acción de la CNV también se proyecta sobre la oferta pública de contratos a término, de futuros y opciones, sobre sus mercados y cámaras de compensación, y sobre sus intermediarios.

Según la ley 17811, la CNV es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la república.

Sus objetivos y funciones están explicitados en **ley 26.831**, entre los cuales podemos enumerar:

1. *Promover la participación en el mercado de capitales* de los pequeños inversores, asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo;
2. Fortalecer los *mecanismos de protección y prevención* de abusos contra los pequeños inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor;
3. Promover el *acceso al mercado* de capitales de las pequeñas y medianas empresas;

4. Propender a la creación de un *mercado de capitales federalmente integrado*, a través de mecanismos para la interconexión de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación, con los más altos estándares de tecnología;
5. Fomentar la *simplificación de la negociación para los usuarios* y así lograr una mayor liquidez y competitividad a fin de obtener las condiciones más favorables al momento de concretar las operaciones.
6. Autorizar la oferta pública de títulos valores;
7. Asesorar al Poder Ejecutivo Nacional sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las bolsas de comercio, cuyos estatutos prevén la cotización de títulos valores, y los mercados de valores;
8. Llevar el índice general de los agentes de bolsa inscriptos en los mercados de valores;
9. Llevar el registro de las personas físicas y jurídicas autorizadas para efectuar oferta pública de títulos valores y establecer las normas a que deben ajustarse aquéllas y quiénes actúan por cuenta de ellas;
10. Aprobar los reglamentos de las bolsas de comercio relacionados con la oferta pública de títulos valores, y los de los mercados de valores;
11. Fiscalizar el cumplimiento de las normas legales, estatutarias y reglamentarias en lo referente al ámbito de aplicación de la presente ley;
12. Solicitar al Poder Ejecutivo Nacional, el retiro de la autorización para funcionar acordada a las bolsas de comercio cuyos estatutos prevean la cotización de títulos valores y a los mercados de valores, cuando dichas instituciones no cumplan las funciones que les asigna esta ley.

Financiamiento de empresas a través del mercado de capitales

El financiamiento empresarial en los primeros tres meses de 2012 totalizó US\$1.077 millones, un 21% inferior al del mismo período del año 2011 (US\$1.368 millones). No obstante, esta cifra superó a los años 2010 y 2009 en 26% y 15%, respectivamente. La caída no debería sorprender, ya que el mercado de capitales parece estar bajo el fuego cruzado de los controles públicos que desalientan cualquier potencial inversión – excepto, claro, en los títulos públicos– y el menor nivel de actividad económica esperada.

El 55% del total financiado se explica por la utilización de fideicomisos financieros (FF). En el primer trimestre de 2012 se colocaron 41 FF por US\$593,5 millones, mientras que en el mismo período de 2011 se obtuvieron US\$646 millones por la emisión de 46 FF, mostrando un descenso de 8% en los montos colocados, lo que sería coherente con un bajón en los niveles de consumo.

Las características que debe reunir una sociedad para ser incluida dentro de la categoría PYME están establecidas en la Resolución 50/2013 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Sepyme).

No obstante la Resolución General 582/2010 de la CNV amplía los montos de la misma, a fin de que una empresa sea considerada PyME sólo a los efectos bursátiles. Esta ampliación de montos no tiene efectos para la intervención de una sociedad de garantía recíproca (SGR).

RESOLUCIÓN GENERAL 582

BUENOS AIRES, 2 de noviembre de 2.010.-

VISTO el Expte. N° 1805/2010, y CONSIDERANDO:

Que el Decreto N° 1087/93 simplificó el régimen para el acceso al mercado de capitales de las PYMES, reglamentando en las NORMAS del Organismo los requisitos para tal acceso.

Que oportunamente, se consideró conveniente ampliar el marco de inclusión de PYMES en el mercado de capitales superando los límites indicados por la autoridad de aplicación específica, que en la actualidad corresponde a la SECRETARIA de la PEQUEÑA y MEDIANA EMPRESA y DESARROLLO REGIONAL.

Que en tal sentido esa secretaría actualizó los valores de la Disposición N°147/2006, mediante el dictado de la Resolución N° 21/2010.

Que el incremento de la actividad económica medida desde que se dictó la normativa específica evidenció tasas de crecimiento relativas para cada rubro de la economía.

Que por tal motivo resulta conveniente en esta oportunidad actualizar los valores máximos de ventas por empresa y sector económico.

Que en concordancia al impulso de las actuales políticas públicas destinadas a fortalecer sectores clave de la economía y, el surgimiento de nuevos encadenamientos productivos resulta necesario adecuar la normativa vigente orientada a consolidar el proceso de apoyo a las PYMES generadoras de puestos de trabajo y riqueza nacional.

Que esta adecuación permitirá la inclusión de un mayor número de entidades dentro del “segmento PYMES” sin el uso de programas de subsidios específicos u otras ventajas destinadas a las entidades encuadradas en la primera definición de PYMES acordada por la autoridad de aplicación específica.

Que el artículo 44 del Anexo aprobado por Decreto N° 677/01 establece que la COMISION NACIONAL DE VALORES podrá establecer regímenes de información y requisitos para la oferta pública diferenciados, teniendo en cuenta: la naturaleza del emisor, la cuantía de la emisión, el número restringido o especiales características de los inversores a los que va dirigida la emisión y, en general, cualquier circunstancia que lo haga aconsejable.

Que la presente Resolución se dicta en uso de las facultades conferidas por los artículos 6° y 7° de la Ley N° 17.811 y 44 del Decreto N° 677/2001.

Por ello,

**LA COMISION NACIONAL DE VALORES
RESUELVE:**

ARTICULO 1°.- Sustituir el Artículo 36 del Capítulo VI –OFERTA PUBLICA PRIMARIA- de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.), por el siguiente:

“ARTICULO 36.- Establézcase que serán consideradas PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES) al sólo efecto del acceso al mercado de capitales mediante la emisión de acciones y/o valores negociables representativos de deuda, aquellas empresas que registren hasta el siguiente máximo de las ventas totales anuales, excluído el Impuesto al Valor Agregado y el Impuesto Interno que pudiera corresponder, expresado en PESOS (\$), detallados en el cuadro que obra a continuación.

Se entenderá por valor de las ventas totales anuales, el valor que surja del promedio de los últimos TRES (3) años a partir del último balance inclusive o información contable equivalente adecuadamente documentada.

En los casos de empresas cuya antigüedad sea menor que la requerida para el cálculo establecido en el párrafo anterior, se considerará el promedio proporcional de ventas anuales verificado desde su puesta en marcha.

Clasificación de pequeñas y medianas empresas

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Pequeña Empresa	8.200.000	20.600.000	28.000.000	8.600.000	9.600.000
Mediana Empresa	48.200.000	164.400.000	223.800.000	56.600.000	75.400.000

Cuadro N° 1

El VEINTE POR CIENTO (20%) o más del capital y/o de los derechos políticos de las entidades incluidas en el cuadro precedente no deberán pertenecer a otras entidades que no encuadren en las definiciones legales de PYMES.

Las PYMES incluidas que soliciten su registro ante la Comisión deberán a tal efecto cumplimentar con lo dispuesto en los artículos 23 ó 32 del presente Capítulo según corresponda.

ARTICULO 2°.- Comuníquese, hágase saber a la SECRETARIA de la PEQUEÑA y MEDIANA EMPRESA y DESARROLLO REGIONAL, publíquese, dese a la Dirección Nacional del Registro Oficial, e incorpórese en el sitio web del Organismo

3.5 Las MiPyMEs y el mercado de capitales

De acuerdo a las características propias de cada firma – forma jurídica, volumen de facturación, sector económico, etc.- el empresario podrá decidir sobre la utilización de la alternativa que más se adapte al perfil de su empresa. De igual modo podrá ajustar su elección sobre cada instrumento en función a los *plazos y montos* de financiación, como así también a la moneda asociada a sus ingresos corrientes.

Cabe resaltar que para el segmento de las micros, pequeñas y medianas empresas, el acceso al financiamiento es en condiciones más ventajosas que las que usualmente utilizan. De ello dan cuenta emisiones de "Acciones Pyme" y "Obligaciones Negociables Pyme" cuyos beneficios se traducen en el Régimen Simplificado de Información que les provee una herramienta ágil para concretar sus operaciones de financiación.

¿Qué tipo de actividades productivas se pueden financiar?

Las empresas pueden recurrir al mercado de capitales para financiar activos de corto/mediano/largo plazo, reestructurar pasivos o financiar sus proyectos de inversión, entre otros:

- Aumentar el stock de Inventario
- Flexibilizar las cuentas por cobrar
- Comprar maquinarias y equipos
- Renovar el parque tecnológico
- Adquirir plantas o inmuebles industriales
- Financiar exportaciones / importaciones
- Refinanciación de pasivos
- Otras actividades productivas

En cuanto al plazo de financiación, el mercado de capitales es el ámbito para acceder al fondeo de mediano y largo plazo. Ello posibilita mejorar la estructura del pasivo de las empresas y adecuar los flujos futuros de fondos con el plazo de la financiación.

Atendiendo las características señaladas en los párrafos precedentes las Instituciones públicas y privadas del Mercado de Capitales Argentino han ido perfeccionando en los últimos años cada instrumento de financiación vigente; aportando normativa y desarrollo de nuevos proyectos con el objetivo de facilitar el acceso al financiamiento de las empresas argentinas.

En este sentido con el dictado de la R.G.CNV N°582/10 la Comisión buscó ampliar la definición PYME a un mayor número de empresas que -cumpliendo con los parámetros establecidos por la referida norma- hoy acceden al régimen de información y requisitos diferenciados contemplado para el segmento de las pequeñas y medianas empresas.

Por otra parte, y debido a las nuevas condiciones económicas de expansión que experimentaron las pymes, la CNV ha impulsado la reciente aprobación del Decreto 319/2008 que autoriza el aumento del límite de emisión de ON pyme de 5 millones a 15 millones de pesos.

Beneficios para MiPyMEs que operan en el mercado de capitales

Resulta de interés poner de resalto que:

- Las MiPyMEs que ofrezcan públicamente sus acciones y/o valores negociables representativos de deuda en el marco de los regímenes especiales actualmente contenidos en el Capítulo VI de las NORMAS (NT2001 y mod.) “no necesitarán constituir un órgano colegiado de fiscalización” (art. 29, Cap. VI e interpretación adoptada en Expte. N° 1420/05).
- Las emisiones efectuadas por PYMES, en su caso, se encuentran exentas de reponer el arancel de autorización establecido por el Decreto N° 1.526 del 24/12/98, según los términos de su artículo 2°.
- Tampoco deben abonar ningún importe en concepto de tasa de fiscalización por control societario aquellas MiPyMEs que, de acuerdo con su lugar de constitución, queden sujetas a la competencia exclusiva y excluyente de esta CNV en dicha materia (conf. Ley N° 22.169, Leyes Convenios y Decreto N° 156/89).
- Las MiPyMEs que hagan oferta pública de sus acciones no tienen obligación de constituir un Comité de Auditoría (arts. 15 y 44 in fine, Dto. N° 677/2001) en los términos del artículo 17, Capítulo III de las NORMAS (NT 2001 y mod.).
- En correlato con las menores exigencias que deben satisfacer las MiPyMEs, sus valores únicamente pueden ser adquiridos por los “inversores calificados” enumerados en los artículos 25, 34 y 38 del Capítulo VI de las NORMAS (NT 2001; mod. Resolución General N° 509).
- Las obligaciones de información periódica resultan similares a las previstas en la sección especial para nuevos proyectos (cfr. arts. 18 y 19 Cap. VI, NORMAS C.N.V.).
- La información contable periódica se limita a la presentación anual de los estados contables con dictamen de contador independiente y durante los restantes trimestres “un estado de movimiento de fondos y un estado de situación patrimonial” (art. 5°, Cap. XXIII, NORMAS). (3.7)

3.6 Instrumentos de financiación

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires presenta varias alternativas de financiamiento que le permiten a las empresas acceder a fondos líquidos para proporcionar capital de trabajo y recursos a largo plazo.

- Títulos Públicos
- Obligaciones Negociables
- Fideicomiso Financiero
- Cheques de Pago Diferidos
- Acciones

Descripción de los instrumentos de financiación

Títulos públicos

Los títulos públicos, también llamados bonos, representan la deuda emitida por el Estado Nacional, los estados provinciales o los municipios. Estrictamente se trata de una promesa de pago por medio de la cual el emisor (en este caso el Estado) se compromete a devolver el capital que los inversores le prestan, más los intereses correspondientes, en un plazo determinado y según un cronograma acordado.

Los títulos públicos son una de las formas por medio de las cuales el Estado se financia habitualmente. Es así como a través de la emisión de estos instrumentos el gobierno le pide plata a los inversores individuales y también a los institucionales.

La característica principal de los títulos públicos es que quien los emite puede fijar las condiciones de emisión según sus propias necesidades de financiamiento y sus posibilidades de pago. De esta forma existen títulos en diversas monedas y plazos, a tasa fija o variable y demás condiciones, según las necesidades del emisor y de los inversores en cada momento del tiempo.

Los títulos públicos son instrumentos de renta fija, ya que al mantenerlos hasta el vencimiento el inversor sabe exactamente cuánta ganancia va a percibir y son considerados una de las inversiones de menor riesgo porque tienen mayor seguridad de pago.

Estos títulos pueden devolver el dinero invertido en cuotas llamadas amortizaciones o en forma íntegra al vencimiento. Además, pagan una tasa de interés que puede ser fija o variable y es comúnmente llamada pago de renta. Este instrumento puede emitirse en pesos, dólares, euros y otras divisas.

O.N. (Obligaciones negociables)

Las obligaciones negociables son bonos privados que representan valores de deuda de la sociedad anónima y/o cooperativa que las emite y pueden ser colocadas entre el público inversor calificado mediante su cotización y negociación en la Bolsa.

Las pequeñas y medianas empresas pueden emitir estos valores bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización, creado a efectos de que estas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, ya sea para la realización de inversiones o el refinanciamiento de deudas. Muchas empresas recurren a estos bonos para ampliar capital, mejorar tecnología o implementar proyectos de investigación.

Pueden emitir ON Pymes aquellas sociedades que califiquen dentro de la Resolución 21/2010 (SePyMe) o de la Resolución General 582/2010 (CNV), y que a su vez cumplan con los requisitos del “régimen ON Pyme” de la BCBA.

El monto máximo de una emisión de ON Pyme no puede superar los quince millones de pesos (\$15.000.000.-) por empresa ni el plazo de 5 años. Las emisoras pueden solicitar la autorización de cotización para una emisión a colocar en series sucesivas dentro del plazo máximo de dos años de otorgada aquélla. Se entenderá que las colocaciones de series sucesivas parciales están comprendidas en la autorización de cotización original cuando se trate de obligaciones negociables del mismo tipo y con condiciones de emisión similares.

El emisor se obliga a realizar los pagos de servicios de interés y de amortización de capital y a cumplir con todas las condiciones estipuladas en el prospecto de emisión del instrumento.

Es de destacar que el Consejo de la BCBA resolvió bonificar ciertos aranceles que correspondan por derechos de cotización y publicaciones (Resoluciones de Consejo Nro. 3/2007 y 2/2010).

Ventajas

La emisión de ON Pyme para el financiamiento de pequeñas y medianas empresas cuenta con una serie de ventajas:

- la presentación de información contable básica, una vez autorizada la cotización,
- menor costo financiero total respecto de otras alternativas disponibles,
- acceso a una gran cartera de inversores,
- la disponibilidad de un canal de financiación, incluso en momentos difíciles de la economía,
- un sistema de financiación transparente en el que se conoce claramente los componentes esenciales; por ejemplo, la tasa final de una emisión de deuda,
- la posibilidad de estructurar la emisión en función del flujo de fondos y demás necesidades de la empresa,
- el acceso a nuevos clientes, proveedores y otras fuentes de financiación, como los bancos, que trae como consecuencia la exposición que adquiere la empresa al cotizar en Bolsa.

TRATAMIENTO IMPOSITIVO PARA EL EMISOR DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Impuesto	Concepto	Con oferta pública (1)
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	Deducción Intereses	Admitida Normas Especiales Ley ON (2) / Limitaciones legales Art. 81 LIG (3)
IMPUESTO AL VALOR AGREGADO	Prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación	Exento (Art. 36 bis inc 1 Ley 23.576 y modificatorias)

Cuadro N° 2

El tratamiento impositivo de la Ley 23.576 y sus modificatorias sólo es aplicable para ON emitidas en las condiciones establecidas en sus normas. El artículo 36 de la Ley 23.576 y sus modificatorias dispone que sean objeto del tratamiento impositivo establecido en dicha Ley las obligaciones negociables que cumplan con las siguientes condiciones y obligaciones:

- Se trate de emisiones de obligaciones negociables que sean colocadas por oferta pública, contando para ello con la respectiva autorización de la Comisión Nacional de Valores. (Res CNV / AFIP N° 470/04 Bookbuilding, esfuerzos colocación, etc.).
- La emisora garantice la aplicación de los fondos a obtener mediante la colocación de los títulos a inversiones en activos físicos situados en el país, integración de capital de trabajo en el país o refinanciación de pasivos, a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas con la sociedad emisora cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados, según se haya establecido en la resolución que disponga la emisión y dado a conocer al público emisor a través del prospecto.
- En el caso de reestructuración de pasivos con ON, sólo se aplica beneficio impositivo a las emitidas por reestructuración de ON que gozaban del beneficio impositivo (Conforme Art. 56, del Capítulo VI. de las Normas de la Comisión Nacional de Valores, según texto de la RG 470/04 Comisión Nacional de Valores).
- La emisora acredite ante la Comisión Nacional de Valores, en el tiempo, en la forma y en las condiciones que ésta determine, que los fondos obtenidos fueron invertidos de acuerdo con el plan aprobado. Deberá informar a la CNV dentro de los 10 días de su aplicación (total o por etapas), el cumplimiento del plan de afectación de fondos comprometido mediante declaración jurada del órgano de administración conforme Art. 55, del Capítulo VI de las Normas de la Comisión Nacional de Valores, según texto de la RG Comisión Nacional de Valores 470/04.

Cuando la emisora no cumpla con las condiciones decaerán los beneficios resultantes del tratamiento impositivo previsto en la ley y la emisora será responsable del pago de

los impuestos que hubieran correspondido al inversor. En el caso de ganancias, a la tasa máxima (35%) sobre el total de las rentas devengadas a favor de los inversores.

El Art. 37 de la Ley de ON establece que: La entidad emisora podrá deducir en el impuesto a las ganancias en cada ejercicio la totalidad de intereses y actualizaciones devengados por la obtención de los fondos provenientes de la colocación de las obligaciones negociables que cuenten con autorización de la Comisión Nacional de Valores para su oferta pública. Asimismo serán deducibles los gastos y descuentos de emisión y colocación.

La Comisión Nacional de Valores declarará inaplicable este beneficio impositivo a toda solicitud de oferta pública de obligaciones negociables (previo a la autorización), que por el efecto combinado entre sus descuentos de emisión y tasa de interés a pagar represente para la entidad emisora un costo financiero desproporcionado con relación al prevaleciente en el mercado para riesgos y plazos similares.

Fideicomiso Financiero

¿Qué es un Fideicomiso?

En la Argentina, los fideicomisos financieros están regulados por la Ley 24.441, que define al fideicomiso como un contrato mediante el cual una persona (el fiduciante) transmite a otra persona (el fiduciario) la propiedad fiduciaria de bienes determinados. Estos bienes son los que conforman el “patrimonio fideicomitado”, que pasan a constituir un patrimonio separado de los del fiduciario y fiduciante. Dichos bienes quedarán exentos de las acciones individuales y colectivas de los acreedores del fiduciario y del fiduciante, no pudiendo estos agredir los bienes que conforman el patrimonio fideicomitado. Las obligaciones que se contraigan en la ejecución del fideicomiso serán satisfechas exclusivamente con los bienes fideicomitados.

El fiduciario es la figura central del instituto y es quien se obliga a ejercer la propiedad fiduciaria en beneficio de quienes se designen en el contrato (los beneficiarios), debiendo cumplir tal cometido con “la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él”.

¿Qué es un Fideicomiso Financiero?

Se trata de una herramienta financiera mediante la cual las pymes, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos, separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria. El administrador interviene para que los activos cedidos sean transformados en activos financieros líquidos y se puedan negociar en el mercado bursátil.

Es así como los bienes fideicomitados quedan exentos de la acción de acreedores, el inversor no se perjudica ante eventuales inconvenientes y la pyme y su balance quedan fuera del instrumento. De esta manera, aún teniendo dificultades, una empresa con buenos negocios proyectados puede ingresar al sistema.

La securitización de activos consiste en la transformación de activos líquidos en títulos valores negociables (o securities). Este mecanismo permite reagrupar un conjunto de activos -individualmente insignificantes- de manera que respalden una emisión de títulos valores para obtener fondos. En el mercado local, todo flujo de fondos futuros se puede "securitizar" mediante la conformación de un fideicomiso financiero.

El hecho de que los bienes fideicomitados queden separados del riesgo comercial de la empresa, hace que ésta pueda acceder a mejores calificaciones de riesgo y emitir títulos valores garantizando su pago con el flujo de fondos generado por esos activos específicos. La mejor calificación de riesgo y las mejores garantías implican un menor costo de financiamiento para la emisora. Además, los costos para grupos de empresas son menores a los de una emisión individual.

El fideicomiso financiero es una herramienta muy útil para disminuir el riesgo y, como consecuencia, obtener financiamiento a un costo menor al de fuentes de fondos tradicionales.

Bienes fideicomitados

Los bienes fideicomitados pueden ser cualquier derecho o cosa que pertenezca a la empresa, siempre que sea transferible. Por ejemplo:

- Valores negociables:
 - Acciones
 - Obligaciones negociables
 - Cuotapartes de fondos comunes de inversión;

- Títulos cambiarios:
 - Pagarés
 - Letras de cambio
 - Cheques
 - Facturas de crédito;

- Créditos personales, contratos de leasing, derechos de cobro.

Partes que intervienen en un fideicomiso financiero

El fiduciante agrupa los créditos a transmitir en su condición de acreedor original de tales activos. Su interés en lanzarse a un proceso de titulización (o securitización) puede originarse en la imposibilidad de obtener créditos por las vías convencionales o por no poder acceder a la oferta pública a través de la emisión de títulos propios.

El fiduciario administra la cartera de créditos, efectuando la cobranza de los activos transmitidos y suministra a la BCBA información periódica relacionada con el fideicomiso para su difusión al público inversor.

Participación o deuda

El fideicomiso financiero permite que los derechos de los beneficiarios se encuentren representados por dos tipos de valores fiduciarios:

- Los certificados de participación; que son emitidos por el fiduciario, y
- Los títulos representativos de deuda, que pueden ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o un tercero.

Liquidez

Es importante advertir que las condiciones de emisión de los fideicomisos financieros para pymes (tasas y plazos) los convierten en una alternativa de inversión muy atractiva para adquirir y mantener hasta su vencimiento, de manera que no puede asegurarse la existencia de un mercado secundario para estos instrumentos, ni su liquidez en un mercado secundario, si existiere.

Reglamentación

La reglamentación que rige a los fideicomisos financieros se encuentra en la Ley 24.441 y normas de la CNV.

Ventajas

El financiamiento a través de los fideicomisos financieros tiene las siguientes ventajas:

- Reduce el costo de endeudamiento pues disminuye el riesgo total al aislar el riesgo del emisor.
- Otorga liquidez a los activos que no eran líquidos ni negociables.
- Amplía las alternativas de financiación sumándose a las utilizadas habitualmente por la empresa.
- Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan.
- Elimina el descalce financiero en plazos y tasas: ya que los plazos de pago de los títulos se pueden ajustar a los vencimientos de los activos securitizados.
- Elimina las restricciones de endeudamiento que se aplican sobre los balances de la empresa: la securitización permanece fuera del balance del emisor, así éste puede continuar obteniendo financiamiento sin mostrar un alto nivel de apalancamiento.
- Elimina la intermediación bancaria.
- Brinda acceso a capitales extranjeros a un costo inferior al riesgo país.
- La calificación de la cartera securitizada es independiente de la calificación de la empresa.
- Distribuir los costos fijos cuando se trata de una emisión de un grupo de empresas. (3.8)

Cheques de pago diferido

El sistema de descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días) adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos cheques a cambio de tasas de interés futuras.

En sentido estricto, el cheque de pago diferido es una orden de pago librada a una fecha determinada, posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente, o autorización para girar en descubierto.

- Las sociedades que descuentan cheques de pago diferido en la Bolsa lo hacen para cubrir necesidades de corto plazo como financiar su capital de trabajo.
- Se pueden negociar CHPD propios o de terceros en el segmento avalado por SGR, y/o CHPD propios en el segmento patrocinado (sin avales).
- Los CHPD propios librados a favor de terceros pueden ser emitidos por: Sociedades comerciales cooperativas, asociaciones civiles, mutuales, fundaciones, la Nación, las Provincias, las Municipalidades, los Entes Autárquicos y las empresas del Estado.
- Los CHPD de terceros pueden ser presentados por la pyme con un aval de SGR.
- La negociación de CHPD constituye el primer paso de la pyme al mercado de capitales.

Los cheques de pago diferido cuentan con dos sistemas de negociación:

1. En el sistema patrocinado, una empresa grande o pyme es autorizada por la BCBA para emitir cheques de pago diferido para el pago a proveedores, que pueden ser negociados en el mercado de capitales.
2. En el sistema avalado, las pequeñas y medianas empresas o personas físicas pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR). La SGR autorizada por la Bolsa puede cotizar cheques que tengan como beneficiarios a sus socios pymes y garantizar el pago mediante un aval.

La reglamentación y los aranceles de derechos de cotización de cheques constan en las “Resoluciones de Consejo Nro. 2 y Nro. 3/2003 de la BCBA” respectivamente.

1. Sistema Patrocinado

Pueden solicitar a la BCBA la autorización de cotización de cheques de pago diferido propios (llamados cheques patrocinados) entidades pymes y grandes, que correspondan a alguna de las siguientes clasificaciones: sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones.

Una vez que la empresa está autorizada a cotizar cheques de pago diferido, los envía a la Caja de Valores S.A., donde debe presentarse el beneficiario de los documentos (proveedor) a fin de endosarlos a favor de ésta (según lo dispone el decreto 386/2003), para su posterior negociación en el mercado.

Un agente o sociedad de bolsa depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición.

De esta manera, los beneficiarios de los cheques (proveedores de bienes y/o servicios) pueden hacerlos líquidos en el mercado sin que recaiga ningún tipo de calificación sobre ellos.

La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.

La responsabilidad tanto del emisor como del beneficiario es la enunciada en la Ley de Cheques; o sea, rige la cadena de endosos, excluyendo el de la Caja de Valores S.A.

Ventajas

Los cheques de pago diferido patrocinados son una nueva y excelente herramienta de financiación de capital de trabajo y permiten:

- Generar mejores condiciones y plazos de pago, liberando así otras líneas de crédito;
- Ofrecer a los beneficiarios liquidar los documentos al menor costo y con la mayor agilidad;
- Brindar asistencia a pymes proveedoras, ayudando así a promover la empresa y fidelizar proveedores;
- Negociar cheques propios y recibir cheques endosables,
- Acceder a tasas similares a las obtenidas por grandes empresas por contar con el aval de una sociedad de garantía recíproca (SGR),
- Mantener al librador y a la pyme beneficiada en el anonimato, ya que la que cotiza en Bolsa es la SGR,
- Equiparar tasa y comisión con todos los clientes de la PYME,
- Acercar a la empresa al mercado de capitales, accediendo al prestigio y reconocimiento de cotizar en Bolsa.

Cheques de pago diferido patrocinado

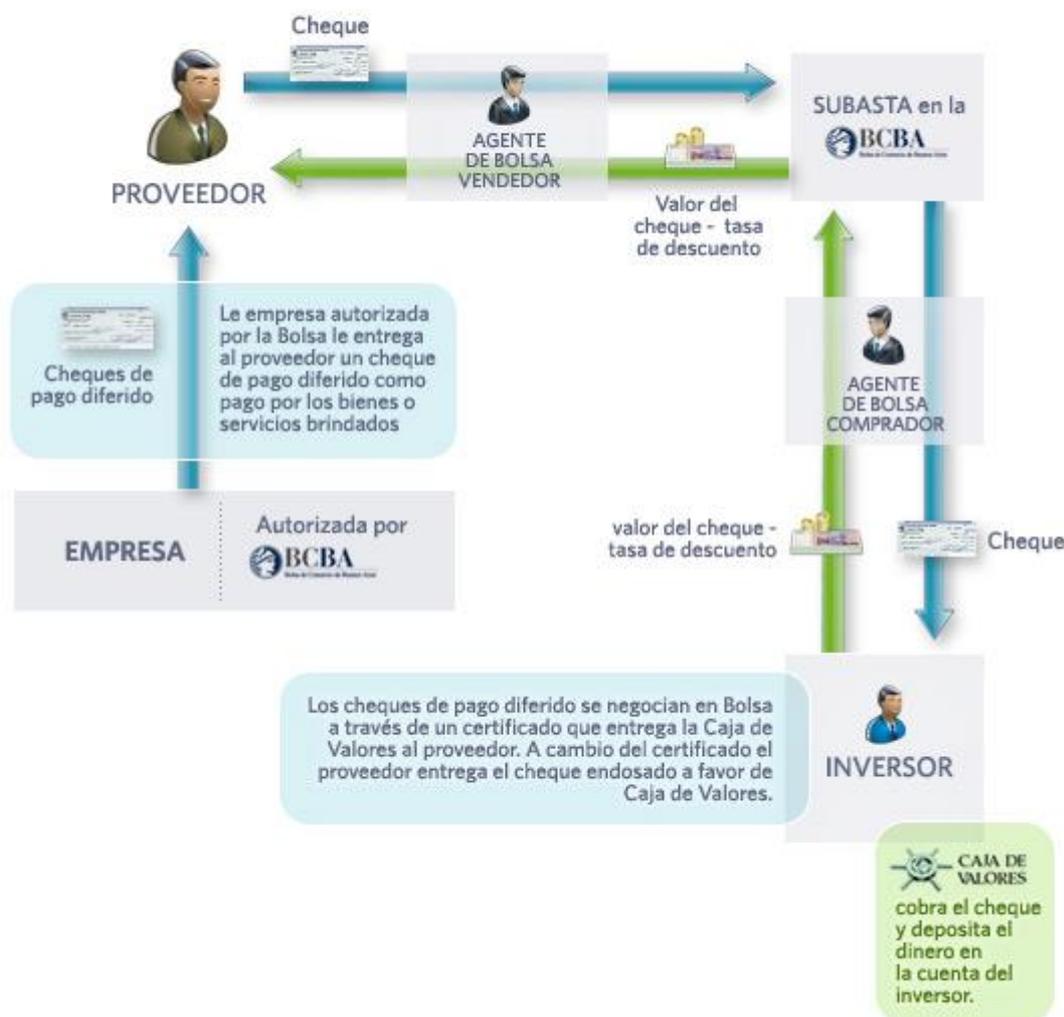


Gráfico N° 6

2. Sistema Avalado

El sistema avalado es exclusivo para pymes o personas físicas.

Para negociar cheques de sus clientes o propios, las pymes deben incorporarse como socio partícipe a una SGR autorizada a cotizar cheques en la BCBA, ya que la SGR puede negociar cheques que tengan como beneficiarios a sus socios pymes, y así poder garantizar el pago mediante un aval.

Las pymes entregan los cheques (propios o de terceros, sus clientes) a la SGR para que ésta los avale y envíe a la Bolsa para su posterior negociación. De esta manera, ante cualquier dificultad de cobro del cheque, la SGR se transforma en principal pagador abonando el monto comprometido.

Un agente o sociedad de bolsa deposita los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición.

Al vencimiento del plazo del cheque, el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.

El gráfico a continuación permite entender el negocio de la compra-venta de cheques de pago diferido:

Cheques de pago diferido avalado

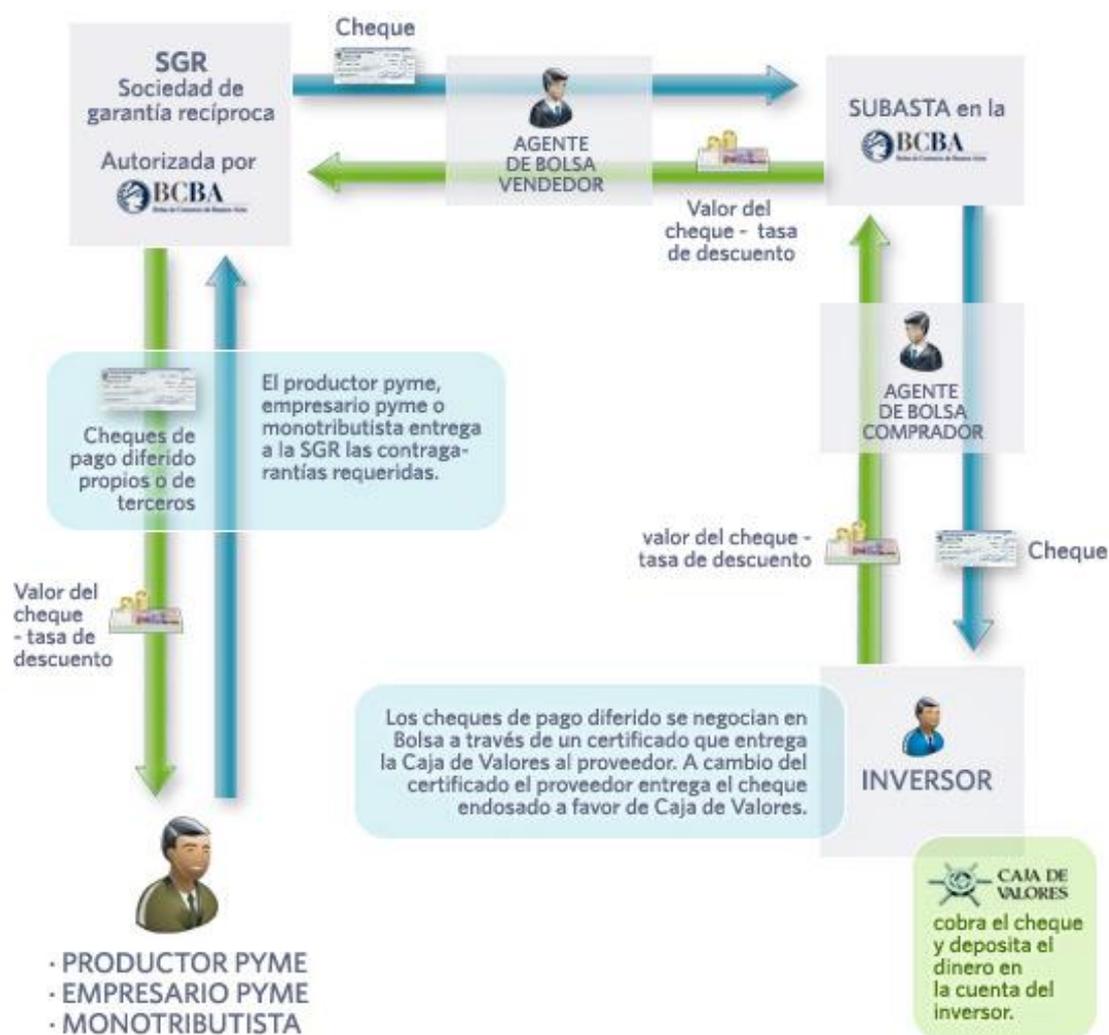


Gráfico N° 7

¿Qué son las sociedades de garantía recíproca?

Las sociedades de garantía recíproca (SGR) son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones.

Consiste en una estrategia asociativa entre grandes empresas y pymes, que permite garantizar cualquier tipo de compromisos u obligaciones susceptibles de apreciación dineraria.

Para informarse del listado de SGR autorizadas por la BCBA para avalar cheques de pago diferido, consulte:

[http://www.bcba.sba.com.ar/downloads/SGR-Autorizadas_por_BCBA_\(septiembre%202012\).pdf](http://www.bcba.sba.com.ar/downloads/SGR-Autorizadas_por_BCBA_(septiembre%202012).pdf)

(3.9)

Evolución de la negociación de cheques de pago diferido

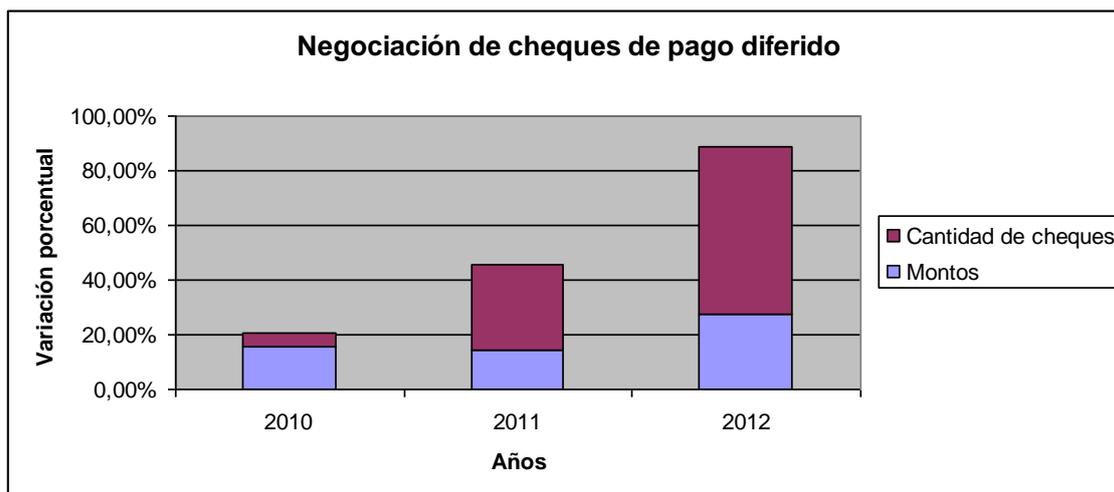


Gráfico N° 8

	sep-09	sep-10	sep-11	sep-12	sep-13
Monto negociado	21335277	22335185	29350141	47267946	362169260
Cantidad de cheques	796	921	1051	1340	5921

Cuadro N° 3

Acciones

- Son títulos de capital que representan participaciones dentro del patrimonio de las empresas.
- Bajo este esquema de financiación las empresas ofrecen públicamente al inversor parte de su patrimonio neto otorgándoles el derecho a participar de los beneficios de la sociedad.
- Las pymes pueden acceder a un régimen especial de emisión.
- Toda persona física o jurídica puede comprar acciones de una sociedad cotizante.

Las sociedades anónimas tienen la posibilidad de ampliar su capital y/o colocar sus acciones ya emitidas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. La emisión de nuevas acciones es una de las principales formas de financiar la expansión de las empresas.

Cuando una sociedad emite acciones y las coloca en la BCBA está incorporando en su estructura patrimonial a un universo de inversores individuales o institucionales que compartirán con los accionistas mayoritarios el riesgo del negocio y también sus beneficios, en proporción a su tenencia.

Ventajas

A las ventajas de cotizar en la Bolsa con los instrumentos vigentes, las acciones suman las posibilidades de acceder a mejores beneficios a nivel corporativo:

- **Compartir el riesgo con los nuevos accionistas:**
A diferencia de la emisión de deuda, la incorporación de socios a la estructura de la empresa permite involucrarlos tanto en los riesgos como en las oportunidades que brinda el negocio, generando nuevos recursos para financiar la actividad productiva de la empresa.
- **Obtener recursos líquidos sin ampliar el pasivo:**
Al emitir acciones la empresa amplía el patrimonio neto generando mejores ratios de endeudamiento y facilitando el acceso a nuevos canales de crédito en el futuro.
- **Acceder a una valuación objetiva de la firma:**
Para realizar una oferta pública de acciones en primer lugar es necesario contar con una valuación objetiva de la empresa que brinde una dimensión real de los negocios, inversiones y proyecciones que tiene. Una vez que la empresa esté cotizando en Bolsa el mercado secundario le permitirá contar con una valoración permanente según la oferta y la demanda de sus títulos.
- **Mejorar la imagen corporativa:**
Las empresas que abren su capital en el mercado comúnmente se denominan empresas públicas ya que todos los inversores pueden acceder a la información relevante, consultar los estados contables, transformarse en accionistas y

participar de las asambleas. Cuando una empresa cotiza sus acciones en la Bolsa, está dando un paso adelante en lo que a transparencia se refiere, es una señal distintiva para los potenciales inversores, los accionistas, clientes, proveedores y toda su cadena de valor.

OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS VALORES

RÉGIMEN PARA PYMES

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) pueden emitir acciones y obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización instituido por un Decreto del Poder Ejecutivo (en el caso de obligaciones negociables), normas complementarias de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y resoluciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), creado a efectos de que las citadas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos.

Las pymes son automáticamente autorizadas a hacer oferta pública de obligaciones negociables y acciones, previo registro ante la CNV y cumplimiento de los requisitos de información que exige dicho organismo. Para obtener la autorización de cotización, deben realizar los trámites respectivos ante la BCBA.

El monto máximo permitido en circulación para las emisiones de obligaciones negociables es de \$15.000.000 por empresa. Deben ser colocadas y negociadas en el ámbito de las bolsas de comercio con mercados de valores adheridos, o de otros mercados autorregulados autorizados por la CNV.

¿Qué empresas son consideradas “PYME”?

Las características que debe reunir una sociedad para ser incluida dentro de la categoría Pyme están establecidas en la Resolución 50/2013 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SePyMe). No obstante, la Resolución General 582/2010 de la CNV duplica los montos de la misma, a fin de que una empresa sea considerada Pyme sólo a los efectos bursátiles. Esta ampliación de montos no tiene efectos para la intervención de una sociedad de garantía recíproca (SGR).

A continuación se explican los aspectos relevantes de este régimen.

Oferta pública

Las emisoras de acciones u obligaciones negociables bajo el régimen especial deben presentar una solicitud de registro ante la CNV, acompañada de la siguiente documentación:

1. Copia de la resolución del órgano que dispuso la emisión y colocación por oferta pública de las obligaciones negociables y sus condiciones y/o el ingreso al régimen y la negociación de sus acciones mediante la oferta pública.

2. Datos de la inscripción de los instrumentos constitutivos y estatutos de la emisora, así como de sus modificaciones, en el Registro Público de Comercio o la autoridad de contralor que correspondiese.
3. Declaración jurada respecto al cumplimiento de las condiciones de la Resolución M.E. N° 401 del 23 de noviembre de 1989 y sus modificatorias.
4. Y toda aquella información que el Organismo considere necesaria.

Inversores calificados

Las acciones y obligaciones negociables comprendidas en el régimen PYMES sólo pueden ser adquiridas por los inversores calificados que se encuentren dentro de las siguientes categorías:

- a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y personas jurídicas de Derecho Público.
- b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.
- c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.
- d) Agentes de bolsa y agentes o sociedades adheridas a entidades autorreguladas no bursátiles.
- e) Fondos Comunes de Inversión.
- f) Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a PESOS SETECIENTOS MIL (\$ 700.000.-).
- g) En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a PESOS UN MILLÓN QUINIENTOS MIL (\$ 1.500.000.-).
- h) Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.
- i) Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

No se exigirá el patrimonio neto mínimo fijado en los incisos f) y g) en los supuestos de emisiones garantizadas en setenta y cinco por ciento (75%), como mínimo, por una sociedad de garantía recíproca o institución que reúna las condiciones establecidas por el Banco Central de la República Argentina para las entidades inscriptas en el Registro de Sociedades de Garantía

Recíproca, o se trate de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la entidad autorregulada donde se vayan a inscribir los valores representativos de deuda.

Monto mínimo

Los inversores no pueden suscribir o comprar obligaciones negociables de una emisora comprendida en el régimen especial PyME por valores nominales inferiores a \$ 5.000.- Este importe no rige para emisiones garantizadas en un 75% -como mínimo- por una

sociedad de garantía recíproca (SGR) o institución similar, o en el caso de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la Bolsa donde se inscriban las obligaciones.

Emisión global y colocación en series

Las emisoras pueden solicitar la autorización de cotización para una emisión a colocar en series sucesivas dentro del plazo máximo de dos años de otorgada aquélla.

Se entenderá que las colocaciones de series sucesivas parciales están comprendidas en la autorización de cotización original cuando se trate de obligaciones negociables del mismo tipo y con condiciones de emisión similares.

COTIZACIÓN DE ACCIONES Y ON PYME EN LA BCBA

Ingreso a la cotización

Las sociedades que soliciten por primera vez la autorización para cotizar sus acciones u obligaciones negociables simples bajo el régimen especial, deben presentar los siguientes documentos e informaciones:

1. Denominación de la emisora, actividad principal, domicilio social y sede de su administración.
2. Acreditar que la emisora es una empresa en marcha, y que posee una organización administrativa que le permite atender los requerimientos de información contenidos en las reglamentaciones de la BCBA.
3. Datos de su inscripción registral y, si las hubiere, de las reformas del estatuto. Debe acompañar un texto actualizado de éste, y de las modificaciones que estuvieren en trámite.
4. Nombres de los miembros de los órganos de administración y de fiscalización, y del contador dictaminante, con indicación de la fecha de vencimiento de sus mandatos, número de documento de identidad, domicilio especial constituido en el supuesto del artículo 256 de la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, en formularios que suministra la BCBA firmados por los interesados en carácter de declaración jurada.
5. Copia del acta de la asamblea que haya resuelto solicitar la cotización de las acciones u obligaciones negociables.
6. La información contable que corresponda.
7. Constancia del registro de la emisión en la CNV.
8. Prospecto de emisión.
9. Toda otra información o documentación que la CNV y/o la BCBA soliciten.

En el caso de acciones:

1. Compromiso de permanecer en el régimen de cotización al menos durante cinco años, contados desde la fecha de la admisión de sus acciones a tal régimen, aprobado por asamblea.
2. Facsímiles y numeración de las láminas individuales de acciones, y planilla de porcentajes ajustados a las reglamentaciones vigentes; o modelo del certificado global; o bien descripción del sistema de acciones escriturales y, si se lleva en forma computarizada, la constancia de la aprobación por la autoridad de contralor.

En el caso de obligaciones negociables:

1. El acta de emisión que deberá contener: los datos exigidos por el artículo 10 de la Ley N° 23.576; mención de las características de los valores a emitir; la forma y el plazo de colocación e integración; la indicación del destino a dar a los fondos del empréstito, conforme al artículo 36 inciso 2) de la Ley N° 23.576.
2. Copia del contrato al que hace referencia el artículo 13 de la Ley N° 23.576, si lo hubiere.
3. Si se hubieren otorgado garantías a la emisión, copia de los instrumentos respectivos.
4. Si las obligaciones son cartulares: numeración y bocetos por duplicado de los títulos o boceto del certificado global.
5. Si las obligaciones son escriturales: documentación sobre el sistema de registro conforme al artículo 16 del Reglamento de Cotización.
6. Antes de proceder a la colocación de las obligaciones negociables, constancia de publicación del acta de emisión y de su inscripción registral.

Información relevante

Las sociedades que coticen sus valores bajo el régimen PyME deben informar para su publicación -inmediatamente de producirse o de tomar conocimiento- cualquier hecho no habitual que por su importancia sea apto y pueda incidir en forma sustancial el curso de la cotización de sus acciones u obligaciones negociables.

La obligación de informar pesa sobre el representante legal de la emisora, su órgano de administración o, en su defecto, sobre los administradores considerados individualmente o, de existir, los integrantes del órgano de fiscalización.

Esa obligación tiene un enunciado genérico y abarca, por consiguiente, cualquier supuesto de hecho que pueda adquirir tal relevancia.

La información contable a presentar ante la BCBA depende de la clase y plazo de amortización de las obligaciones, según se explica a continuación:

ON quirografarias hasta 90 días

Si se trata de obligaciones negociables quirografarias (es decir, sin ninguna otra garantía que la propia condición patrimonial de la empresa emisora) con un plazo de amortización no superior a noventa días corridos, las emisoras deben presentar la siguiente información:

Junto con la documentación inicial, los estados contables correspondientes al último ejercicio, con opinión fundada del contador y del órgano de fiscalización, y constancia de su aprobación por la asamblea.

Cinco días antes de la fecha de colocación de cada emisión o serie: un informe del flujo de fondos proyectados para el período de vigencia del empréstito, firmado por el representante legal, el órgano de fiscalización y el contador dictaminante.

Si habiendo transcurrido 90 (noventa) días corridos de cerrado el ejercicio, la emisora solicitare la cotización o la estuviere tramitando o tuviere obligaciones negociables en circulación deberá presentar: los estados contables anuales -conforme a las exigencias de su respectivo organismo de control- con opinión fundada del contador y del órgano de fiscalización, con la constancia de su aprobación por el órgano de administración, por cuadruplicado.

ON quirografarias a plazo mayor de 90 días

Cuando se trate de obligaciones negociables quirografarias con plazo de amortización mayor de noventa días, las emisoras deben presentar la siguiente información:

- Estados contables correspondientes al último ejercicio, conforme a lo indicado en el punto anterior.
- Si habiendo transcurrido 50 (cincuenta) días corridos de finalizado el primer trimestre del ejercicio, la emisora solicitare la cotización o la estuviere tramitando o tuviere obligaciones negociables en circulación debe presentar la estructura patrimonial y la de resultados.
- Los cuadros deben estar firmados por el presidente de la sociedad, con informe de revisión limitada del contador certificante y del órgano de fiscalización (si lo hubiere).
- Además, debe remitir sus estados contables anuales conforme al punto anterior, cuando así corresponda.
- En el caso que las ON contaran con una garantía real o estuvieran garantizadas por entidades financieras o sociedades abiertas deben presentar los estados contables correspondientes al último ejercicio, más sus estados contables pendientes de aprobación, conforme al punto precedente, cuando así corresponda.

Información contable a presentar bajo el régimen de oferta pública y cotización de acciones

Información contable inicial:

1. Últimos estados contables anuales, tal como fueron presentados a la respectiva autoridad de control.
2. Si hubiera transcurrido un semestre desde la fecha de cierre de dichos estados contables, la sociedad deberá presentar un Informe Trimestral, con relación a los trimestres transcurridos del ejercicio social.
3. En el caso que el estado de situación patrimonial incluyese participaciones en sociedades controladas o vinculadas valuadas por el método del valor patrimonial proporcional, la Bolsa podrá requerir copia de los estados contables que sirvieron de base para la valuación.

Información contable periódica

Dentro de los 70 (setenta) días desde el cierre de ejercicio o dentro de las 48 (cuarenta y ocho) horas de su aprobación por parte del directorio, lo que ocurra primero:

- Estados Contables conforme a lo establecido en las Normas de la Comisión Nacional de Valores, acompañados por un informe del auditor y un informe del órgano de fiscalización, con constancia de su aprobación por el directorio.
- Dentro de las 24 (veinticuatro) horas de aprobados los estados contables referidos, el directorio debe proporcionar a la Bolsa, para su publicación inmediata, la siguiente información:
 1. El resultado del ejercicio, dividido en ordinario y extraordinario;
 2. Detalle del patrimonio neto, discriminado por rubros y montos;
 3. Sus propuestas en materia de: Distribución de dividendos en efectivo y en especie;
 4. Capitalizaciones de ganancias, de ajustes monetarios del capital y de otros conceptos;
 5. Si no efectuara propuestas sobre los temas indicados en el inciso anterior, detalle de los motivos por los cuales no ha podido formularlas.

En el caso de incluirse dentro del patrimonio neto el rubro "Adelantos Irrevocables a cuenta de futuras suscripciones", copia del acta de directorio que avale dicho tratamiento.

En el caso que el estado de situación patrimonial incluyese participaciones en sociedades controladas o vinculadas valuadas por el método del valor patrimonial

proporcional, la Bolsa podrá requerir copia de los estados contables que sirvieron de base para la valuación.

b) Dentro de los 42 (cuarenta y dos) días de finalizado cada período trimestral (salvo el que coincida con el cierre de ejercicio) o dentro de las 48 (cuarenta y ocho) horas de su aprobación por el directorio, lo que ocurra primero:

- Un estado de movimientos de fondos, un cuadro de estructura patrimonial (activo corriente y no corriente; pasivo corriente y no corriente; patrimonio neto) y de estructura de resultados: Operativo ordinario, financiero, otros ingresos y egresos, extraordinarios y final, con las aclaraciones y explicaciones necesarias para una mejor interpretación por parte de los inversores.

Dicha documentación deberá estar firmada por el presidente de la sociedad y acompañarse con el informe del órgano de fiscalización y la constancia de su aprobación por el directorio.

Dentro de las 24 horas de aprobada la documentación referida, el directorio debe informar a la Bolsa, para su publicación inmediata, el resultado del período dividido en ordinario y extraordinario y el detalle del patrimonio neto discriminado por rubros y montos. (3.10)

Cómo registrar una Pyme ante la CNV

Documentación

1. Copia de la resolución del órgano que dispuso la emisión y colocación por oferta pública de los valores representativos de deuda y sus condiciones y/o la negociación de las acciones mediante oferta pública.
2. Acreditación de la inscripción –en el Registro público de comercio (RPC) o en la autoridad de contralor que correspondiese- de los instrumentos constitutivos, sede social y estatuto de la emisora, y de sus modificaciones, acompañando el texto ordenado vigente. Si existen reformas pendientes de inscripción deberán ser informadas.
3. Declaración jurada respecto del encuadramiento como pequeña o mediana empresa (la sociedad deberá indicar si encuadra como PYME de acuerdo a la normativa de SEPYME (Disposición 147/2006) o de acuerdo a la RG N° 506/07 CNV.
4. Si la sociedad se encuentra comprendida en la Ley 22.169, deberá acompañar la documentación del Art. 10 Aviso de emisión LON para su inscripción en RPC. El resto de las sociedades deberá acompañar documentación que acredite el inicio del trámite de inscripción respectivo.
5. Nóminas del órgano de fiscalización y administración y copia certificada de las actas en las que consta tal designación.

6. Fichas Individuales debidamente firmadas de los miembros del directorio y síndicos (titulares y suplentes).
7. Deberán iniciar los trámites relativos a la obtención de las credenciales de operador y firmantes a los efectos de ingresar información por la Autopista de la Información Financiera, de acuerdo al procedimiento indicado en el Cap. XXVI de las Normas – NT 2001 y modif.) y presentar la declaración jurada requerida en el Art. 1, inc. b) del citado capítulo.

ACLARACIONES:

Si la sociedad pyme tiene la sede social inscripta en jurisdicción de la Ciudad de Buenos Aires o en provincias adheridas a la Ley 22.169 (Mendoza y Tucumán), una vez otorgado el registro, queda sujeta al régimen de la Ley 22.169, por lo que será objeto de la fiscalización societaria que ejerce la CNV y en consecuencia todos los trámites de inscripciones deberán ser presentados a este organismo para su conformidad y posterior remisión al RPC para la inscripción correspondiente.

Las actas deben ser presentadas en copia certificada o autenticada por el presidente de la sociedad mediante su firma en original con indicación del folio y libro en que se encuentra transcrito el documento.

Luego de obtenido el registro en la CNV y obtenida la autorización de cotización en la entidad autorregulada, se deberá completar la información requerida en la AIF (autopista de información financiera):

1. Hechos Relevantes
2. Estatutos Vigentes Ordenados
3. Responsable de Relaciones con el Mercado
4. Sedes Sociales Inscriptas
5. Estados Contables
 - Anuales (completos)
 - Información Contable Trimestral y/o Semestral
6. Prospectos de Emisión:
 - Acciones
 - Obligaciones Negociables
 - Avisos de pagos
7. Actas y Nóminas:
 - Actas de Asamblea
 - Convocatoria a Asamblea
 - Actas de Directorio
 - Informe Síndico

- Nóminas de Órganos Sociales y de Gerentes
8. Información restringida a la CNV.
- Operadores
 - Firmantes
 - Fichas Individuales de Directores, Síndicos y Gerentes
 - Nómina Anual de Emisoras y Grupos de Control
 - Declaración Jurada de Tenencias Accionarias

Toda la documentación y/o información presentada por la PyME a la entidad autorregulada donde cotiza sus valores negociables, deberá ser presentada al Organismo mediante su publicación en la AIF (hechos relevantes, información contable, avisos de suscripción, resultados de colocación, etc.).

Inmediatamente después de obtenida la cotización, la emisora deberá presentar a la CNV copia completa del prospecto aprobado por la correspondiente entidad autorregulada y publicar el mismo por AIF.

Recaudos

- Deberán contar con al menos 3 Directores titulares y una sindicatura unipersonal (1 Síndico Titular y 1 Síndico Suplente). Constatar con el Estatuto Social.
- No se admite el otorgamiento del registro por montos globales de emisión; el registro se otorga respecto de cada emisión en particular.
- Las nóminas de los órganos de administración y fiscalización de la sociedad y sus respectivas fichas individuales deberán ser actualizadas toda vez que se efectúe renovación de las autoridades.
- Las acciones deben ser nominativas (cfr. Art. 1, Ley N° 24.587 de Nominatividad de los Títulos Valores Privados).

Inversores calificados

Las acciones y obligaciones negociables comprendidas en el régimen PYMES sólo pueden ser adquiridas por los inversores calificados que se encuentren dentro de las siguientes categorías:

- a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.
- b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.
- c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.
- d) Agentes de bolsa y agentes o sociedades adheridas a entidades autorreguladas no bursátiles.

e) Fondos Comunes de Inversión.

f) Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a PESOS SETECIENTOS MIL (\$ 700.000.-).

g) En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a PESOS UN MILLÓN QUINIENTOS MIL (\$ 1.500.000.-).

h) Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.

i) Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

No se exigirá el patrimonio neto mínimo fijado en los incisos f) y g) en los supuestos de emisiones garantizadas en **setenta y cinco por ciento (75%)**, como mínimo, por una sociedad de garantía recíproca o institución que reúna las condiciones establecidas por el Banco Central de la República Argentina para las entidades inscriptas en el Registro de Sociedades de Garantía Recíproca, o se trate de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la entidad autorregulada donde se vayan a inscribir los valores representativos de deuda.

Monto mínimo

Los inversores no pueden suscribir o comprar obligaciones negociables de una emisora comprendida en el régimen especial PyME por valores nominales inferiores a \$5.000. Este mínimo no rige para emisiones garantizadas en un 75% como mínimo, por una sociedad de garantía recíproca (SGR) o institución similar, o en el caso de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la bolsa donde se inscriban las obligaciones.

Emisión global y colocación en series

Las emisoras pueden solicitar la autorización de cotización para una emisión a colocar en series sucesivas dentro del plazo máximo de dos años de otorgada aquélla.

Se entenderá que las colocaciones de series sucesivas parciales están comprendidas en la autorización de cotización original cuando se trate de obligaciones negociables del mismo tipo y con condiciones de emisión similares.

COTIZACIÓN DE ACCIONES Y ON PYME EN LA BCBA

Ingreso a la cotización

Las sociedades que soliciten por primera vez la autorización para cotizar sus acciones u obligaciones negociables simples bajo el régimen especial, deben presentar los siguientes documentos e informaciones:

1. Denominación de la emisora, actividad principal, domicilio social y sede de su administración.
2. Acreditar que la emisora es una empresa en marcha, y que posee una organización administrativa que le permite atender los requerimientos de información contenidos en las reglamentaciones de la BCBA.
3. Datos de su inscripción registral y, si las hubiere, de las reformas del estatuto. Debe acompañar un texto actualizado de éste, y de las modificaciones que estuvieren en trámite.
4. Nombres de los miembros de los órganos de administración y de fiscalización, y del contador dictaminante, con indicación de la fecha de vencimiento de sus mandatos, número de documento de identidad, domicilio especial constituido en el supuesto del artículo 256 de la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, en formularios que suministra la BCBA firmados por los interesados en carácter de declaración jurada.
5. Copia del acta de la asamblea que haya resuelto solicitar la cotización de las acciones u obligaciones negociables.
6. La información contable que corresponda.
7. Constancia del registro de la emisión en la CNV.
8. Prospecto de emisión.
9. Toda otra información o documentación que la CNV y/o la BCBA soliciten.

En el caso de acciones:

1. Compromiso de permanecer en el régimen de cotización al menos durante cinco años, contados desde la fecha de la admisión de sus acciones a tal régimen, aprobado por asamblea.
2. Facsímiles y numeración de las láminas individuales de acciones, y planilla de porcentajes ajustados a las reglamentaciones vigentes; o modelo del certificado global; o bien descripción del sistema de acciones escriturales y, si se lleva en forma computarizada, la constancia de la aprobación por la autoridad de contralor.

En el caso de obligaciones negociables:

1. El acta de emisión que deberá contener: los datos exigidos por el artículo 10 de la Ley N° 23.576; mención de las características de los valores a emitir; la forma y el plazo de colocación e integración; la indicación del destino a dar a los fondos del empréstito, conforme al artículo 36 inciso 2) de la Ley N° 23.576.
2. Copia del contrato al que hace referencia el artículo 13 de la Ley N° 23.576 si lo hubiere.
3. Si se hubieren otorgado garantías a la emisión, copia de los instrumentos respectivos.

4. Si las obligaciones son cartulares: numeración y bocetos por duplicado de los títulos o boceto del certificado global.
5. Si las obligaciones son escriturales: documentación sobre el sistema de registro conforme al artículo 16 del Reglamento de Cotización.
6. Antes de proceder a la colocación de las obligaciones negociables, constancia de publicación del acta de emisión y de su inscripción registral.

Información relevante

Las sociedades que coticen sus valores bajo el régimen PyME deben informar para su publicación -inmediatamente de producirse o de tomar conocimiento- cualquier hecho no habitual que por su importancia sea apto y pueda incidir en forma sustancial el curso de la cotización de sus acciones u obligaciones negociables.

La obligación de informar pesa sobre el representante legal de la emisora, su órgano de administración o, en su defecto, sobre los administradores considerados individualmente o, de existir, los integrantes del órgano de fiscalización.

Esa obligación tiene un enunciado genérico y abarca, por consiguiente, cualquier supuesto de hecho que pueda adquirir tal relevancia.

Información contable a presentar bajo el régimen de oferta pública y cotización de obligaciones negociables:

La información contable a presentar ante la BCBA depende de la clase y plazo de amortización de las obligaciones, según se explica a continuación:

ON quirografarias hasta 90 días

Si se trata de obligaciones negociables quirografarias (es decir, sin ninguna otra garantía que la propia condición patrimonial de la empresa emisora) con plazo de amortización no superior a noventa días corridos, las emisoras deben presentar la siguiente información:

- Junto con la documentación inicial, los estados contables correspondientes al último ejercicio, con opinión fundada del contador y del órgano de fiscalización, y constancia de su aprobación por la asamblea.
- Cinco días antes de la fecha de colocación de cada emisión o serie: un informe del flujo de fondos proyectados para el período de vigencia del empréstito, firmado por el representante legal, el órgano de fiscalización y el contador dictaminante.

Si habiendo transcurrido noventa días corridos de cerrado el ejercicio, la emisora solicitare la cotización o la estuviere tramitando o tuviere obligaciones negociables en circulación debe presentar: estados contables anuales conforme a las exigencias de su respectivo organismo de control, con opinión fundada del contador y del órgano de fiscalización y con constancia de su aprobación por el órgano de administración, por cuadruplicado.

ON quirografarias a plazo mayor de 90 días

Si se trata de obligaciones negociables quirografarias con plazo de amortización mayor de noventa días, las emisoras deben presentar la siguiente información:

- Estados contables correspondientes al último ejercicio, conforme a lo indicado anteriormente.

Si habiendo transcurrido cincuenta días corridos de finalizado el primer trimestre del ejercicio, la emisora solicitare la cotización o la estuviere tramitando o tuviere obligaciones negociables en circulación debe presentar la estructura patrimonial y la de resultados. Los cuadros deben estar firmados por el presidente de la sociedad, con informe de revisión limitada del contador certificante y del órgano de fiscalización (si lo hubiere).

Además, debe remitir sus estados contables anuales conforme al punto anterior, cuando así corresponda.

ONs con garantías reales o garantizadas por entidades financieras o sociedades abiertas: En estos casos, deben presentar los estados contables correspondientes al último ejercicio, más sus estados contables pendientes de aprobación, conforme al punto precedente, cuando así corresponda.

Información contable a presentar bajo el régimen de oferta pública y cotización de acciones

Información contable inicial

1. Últimos estados contables anuales, tal como fueron presentados a la respectiva autoridad de control.
2. Si hubiera transcurrido un semestre desde la fecha de cierre de dichos estados contables, la sociedad deberá presentar un Informe Trimestral, con relación a los trimestres transcurridos del ejercicio social.
3. En el caso que el estado de situación patrimonial incluyese participaciones en sociedades controladas o vinculadas valuadas por el método del valor patrimonial proporcional, la Bolsa podrá requerir copia de los estados contables que sirvieron de base para la valuación.

Información contable periódica

a) Dentro de los 70 días desde el cierre de ejercicio o dentro de las 48 horas de su aprobación por parte del directorio, lo que ocurra primero:

- 1) Estados Contables conforme a las Normas de la Comisión Nacional de Valores, acompañados por un informe del auditor y un informe del órgano de fiscalización, con constancia de su aprobación por el directorio.

Dentro de las 24 horas de aprobados los estados contables referidos, el directorio debe proporcionar a la Bolsa, para su publicación inmediata, la siguiente información:

- a) El resultado del ejercicio, dividido en ordinario y extraordinario;

- b) Detalle del patrimonio neto, discriminado por rubros y montos;
- c) Sus propuestas en materia de: Distribución de dividendos en efectivo y en especie; Capitalizaciones de ganancias, de ajustes monetarios del capital y de otros conceptos;
- d) Si no efectuara propuestas sobre los temas indicados en el inciso anterior, detalle de los motivos por los cuales no ha podido formularlas.

En el caso de incluirse dentro del patrimonio neto el rubro "Adelantos Irrevocables a cuenta de futuras suscripciones", copia del acta de directorio que avale dicho tratamiento.

En el caso que el estado de situación patrimonial incluyese participaciones en sociedades controladas o vinculadas valuadas por el método del valor patrimonial proporcional, la Bolsa podrá requerir copia de los estados contables que sirvieron de base para la valuación.

b) Dentro de los 42 días de finalizado cada período trimestral (salvo el que coincida con el cierre de ejercicio) o dentro de las 48 (cuarenta y ocho) horas de su aprobación por el directorio, lo que ocurra primero:

- 2) Un estado de movimientos de fondos, un cuadro de estructura patrimonial (activo corriente y no corriente; pasivo corriente y no corriente; patrimonio neto) y de estructura de resultados (resultados: operativo ordinario, financiero, otros ingresos y egresos, extraordinarios y final), con las aclaraciones y explicaciones necesarias para una mejor interpretación por parte de los inversores.

Dicha documentación deberá estar firmada por el presidente de la sociedad y acompañarse con el informe del órgano de fiscalización y la constancia de su aprobación por el directorio.

Dentro de las 24 horas de aprobada la documentación referida, el directorio debe informar a la Bolsa, para su publicación inmediata, el resultado del período dividido en ordinario y extraordinario y el detalle del patrimonio neto discriminado por rubros y montos. (3.11)

(Actualizado a octubre de 2010)

3.8 Las MiPyMEs y el mercado de capitales en la actualidad

Información correspondiente al período Enero-Diciembre 2012

Las PYMES obtuvieron un total de U\$S 524 millones, lo que implicó un aumento anual del 18,2% y un máximo histórico. Esto se explicó en gran parte por el también máximo histórico de la negociación de cheques de pago diferido, que sumó U\$S 427 millones (+23,3% anual).

Los cheques de pago diferido fueron el principal instrumento de financiamiento PyME (81,6% del total) (según lo muestra el gráfico 1).

Los fideicomisos financieros representaron el 12,1% con U\$\$ 63 millones, mientras que las obligaciones negociables explicaron el 5,5% con casi U\$\$ 29 millones.

La emisión de acciones explicó el 1% del total.

El 90% del monto de las emisiones PyME fue avalado por sociedades de garantía recíproca.

Según lo investigado, las pequeñas y medianas empresas (pymes) son las más dinámicas a la hora de buscar fondos en el mercado local de capitales.

Esto ocurrió mientras el total del financiamiento empresarial tomado de la bolsa local disminuyó un 4% respecto de lo emitido durante 2011.

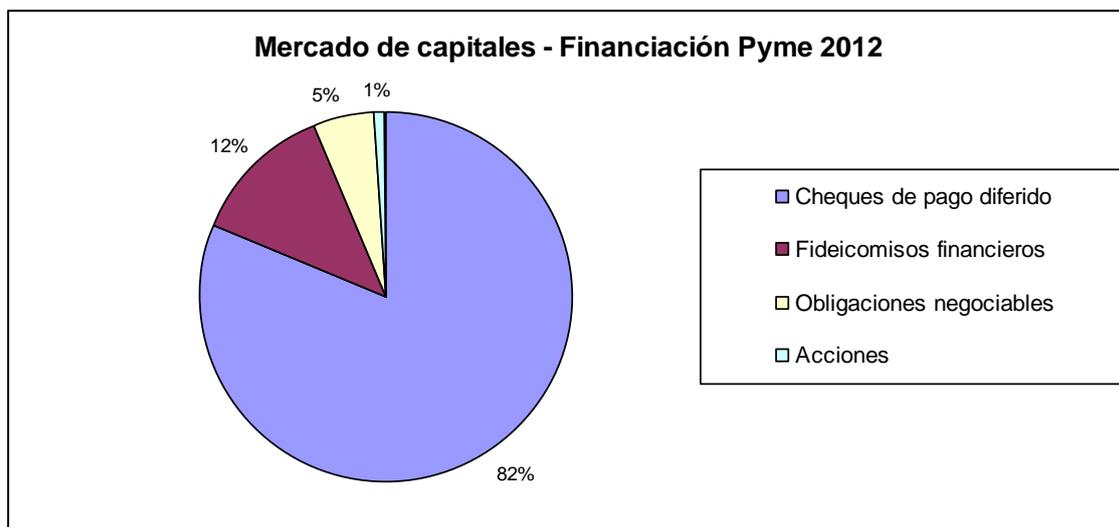


Gráfico N° 9

Financiamiento Pyme

En millones de US\$, enero-agosto de cada año



Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales / LA NACION

Financiamiento PYME en el mercado de capitales argentino Gráfico N° 10

Otro signo del mayor protagonismo pyme tiene que ver con la tenue tendencia a la diversificación que muestran las emisiones. Aunque siguen principalmente concentradas en la negociación de cheques de pago diferido (81,6% del total), creció en un 164% interanual la colocación de obligaciones negociables (ON).

Por normativa, en el caso de las PYMES, las ON no pueden superar los \$ 15 millones pero alcanzan un plazo máximo de vencimiento que llega a los 5 años, lo que para empresas de este tipo es un atractivo. Tal vez por eso en lo que va del año ya emitieron este tipo de papeles 12 PYMES, la misma cantidad que durante todo 2011. (3.12)

ON Pyme

Similares a las Ons arriba descritas, existen obligaciones negociables para MiPyMEs que permiten financiarse a una tasa aproximada del 30% que se compone de:

- 24% a pagar al inversor
- 3% a pagar a la calificadora
- 3% a pagar de comisiones e impuestos

3.9 Trabajo zonal – Caso práctico

Zona de estudio del presente trabajo

El área bajo análisis incluye las ciudades de:

- Escobar
- San Nicolás
- Zárate
- Campana
- San Pedro
- Ramallo
- Baradero

Esta zona se encuentra habitada por poco más de 690.000 personas, lo cual representa poco menos del 4,5% de la totalidad de los residentes en la Provincia.

De los 7 partidos, Escobar posee alrededor de 213.600 personas residiendo en su territorio, convirtiéndose así en la región con mayor cantidad de personas, con el 31% de la población total del Centro (Gráfico 11). Le sigue en importancia San Nicolás, con un total de 145.857 personas mientras que Baradero no supera las 33.000.

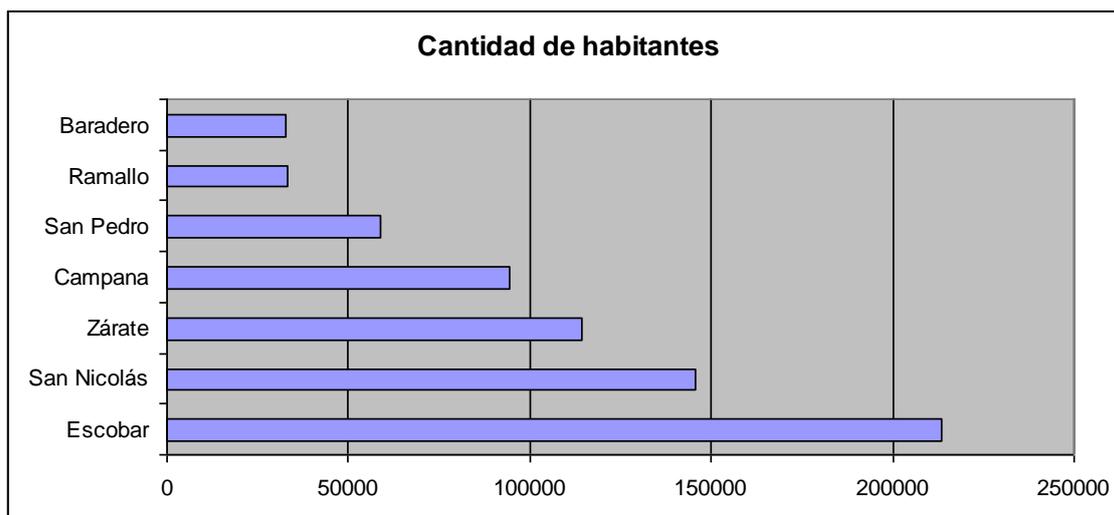


Gráfico 11

Cantidad de habitantes de la zona norte de la provincia de Buenos Aires

Entre 2001 y 2010, Campana se destacó por ser el tercer centro con mayor crecimiento poblacional de la provincia (12,7%). No obstante, hacia dentro del mismo pueden observarse distintas realidades. Tanto Escobar como Ramallo fueron los partidos que más vieron aumentar su población (19,9% y 13,2%, respectivamente). Por otro lado, la cantidad de habitantes en San Nicolás y San Pedro creció un 5,8% y 6,9%. Como se verá a continuación, los partidos que evidenciaron un mayor crecimiento demográfico son los más industriales.

Entre 2001 y 2010, Campana se destacó por ser el tercer centro con mayor crecimiento poblacional de la provincia (12,7%). No obstante, hacia dentro del mismo pueden

observarse distintas realidades. Tanto Escobar como Ramallo fueron los partidos que más vieron aumentar su población (19,9% y 13,2%, respectivamente). Por otro lado, la cantidad de habitantes en San Nicolás y San Pedro creció un 5,8% y 6,9%. Como se verá a continuación, los partidos que evidenciaron un mayor crecimiento demográfico son los más industriales.

Estructura Productiva

La característica más importante de la zona es la relevancia del sector industrial en su economía ya que representa más del 50% del valor agregado total a valores corrientes del año 2010 siendo así una de las regiones más industriales de la Provincia. Por lejos, le siguen en relevancia el comercio; educación, salud y servicio doméstico y la construcción, acumulando en conjunto el 25% del valor agregado (Gráfico 12).

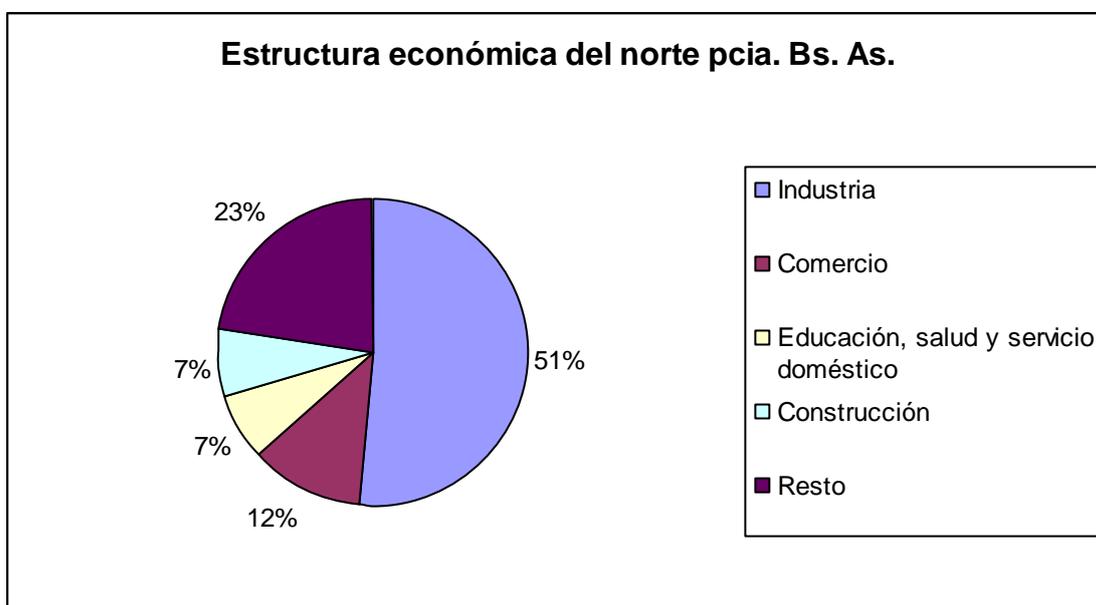


Gráfico N° 12

En primer lugar se destaca la fabricación de metales comunes, con el 41% del valor agregado industrial y la elaboración de productos químicos con el 21%. Tanto la industria de alimentos y bebidas como la de papel y cartón participan con el 8% cada una (Gráfico 13).

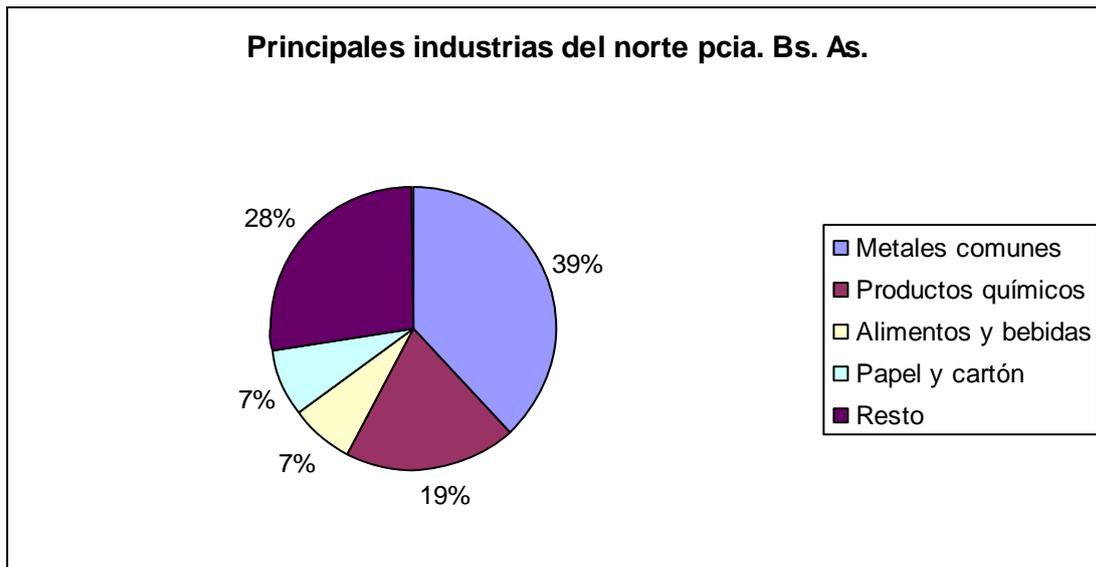


Gráfico N° 13

Los partidos que forman parte del Centro se destacan, en general, por tener una elevada predominancia del sector industrial. Sólo en tres de ellos (Baradero, San Pedro y San Nicolás), la importancia de este sector dentro de la propia estructura del partido es inferior al 30%; mientras que en Ramallo y Campana la participación es igual o superior al 70%. A su vez, estas dos jurisdicciones, junto con Zárate y Escobar son las más importantes ya que acumulan cerca del 80% del valor agregado total del Centro Zonal a valores corrientes del año 2010 (Gráfico 14).

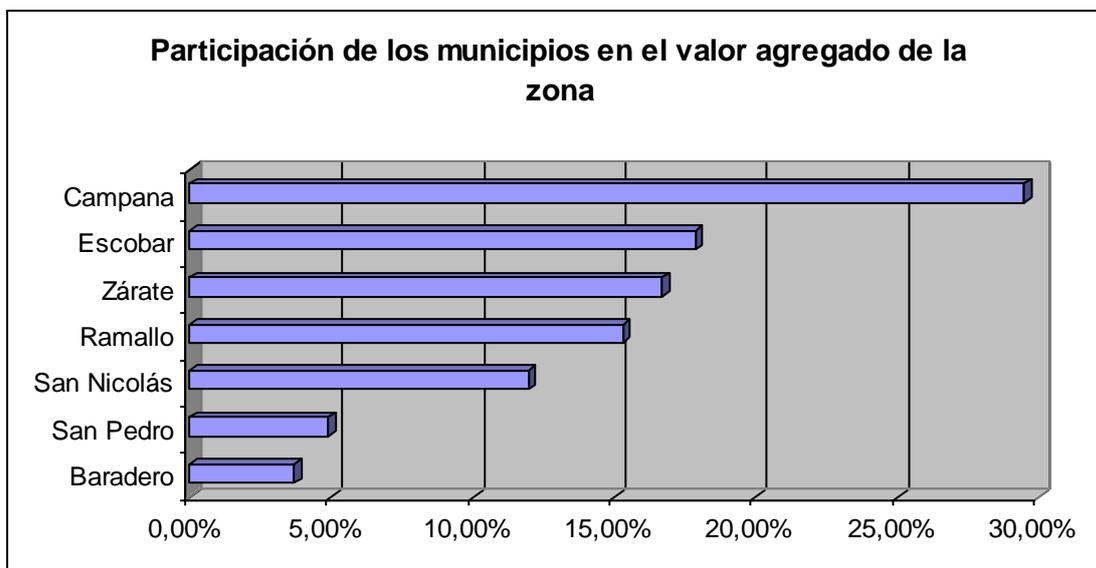


Gráfico 14

Actividad económica en Zárate y Campana

Debido al alto nivel de actividad económica que reflejan Campana y Zárate es que este trabajo se enfocará en estas dos ciudades para realizar el análisis en concreto de las distintas posibilidades de financiamiento que enfrenta una empresa de la zona.

A continuación, transcribo encuesta realizada por el autor a un grupo de empresas MiPyMes de la ciudad de Campana y Zárate:

1. ¿Cuál es su principal fuente de financiamiento?

Por orden de importancia:

- En primer lugar, con capital propio,
- En segundo lugar, con proveedores,
- En tercer lugar, con bancos privados y/o públicos,
- En cuarto lugar, con políticas públicas de desarrollo,
- En el mercado de capitales, nadie.

2. ¿Está satisfecho con su actual estructura de financiamiento?

- No (75%)
- Sí (25%)

3. ¿Qué le hace falta a su empresa para obtener la óptima estructura de financiamiento?

75% respondió: Cambios en las políticas por parte de los gobiernos así como un profesional idóneo que las asesore.

25% respondió: Mayores instrumentos de financiamiento.

4. ¿Cuál es la mayor dificultad que enfrenta en la financiación de su empresa? (Ordenado de mayor a menor dificultad)

1. Elevada tasa de interés
2. Corto plazo para la devolución
3. Escasez de productos financieros adecuados en el mercado / Poco asesoramiento al momento de elegir qué instrumento de financiación elegir
4. Pequeños montos de préstamo
5. No se encuentra financiación

5. ¿Estaría dispuesto a recibir asesoramiento acerca de nuevos métodos de financiamiento para su empresa?

- Sí (100%)

Comparativa “Financiación bancaria Vs financiación cheques de pago diferido”

Actualmente, el financiamiento bancario a pymes se realiza a tasas promedio del 23% anual a 12 meses de plazo.

Veamos un ejemplo en números:

- Con un préstamo bancario de \$ 100.000, el CFT (*) ronda el 23%. Por lo tanto, el importe a pagar en concepto de intereses es de \$ 23.000.
- Si la misma empresa opta por financiarse a través de la negociación de cheques de pago diferido, el CFT a 12 meses de plazo es de aproximadamente 24% (sin percepciones de IVA y ya incluidas todas las comisiones) y se devuelve el monto (capital + interés) al cabo de un año.

Si bien la tasa es similar, la empresa y el librador del cheque cuentan con la ventaja de permanecer en el anonimato respecto a la financiación ya que la que cotiza, en el caso de cheques bajo el sistema avalado, es la SGR (**).

He aquí el detalle de la negociación de un cheque de pago diferido a través de una sociedad de garantías recíprocas:

Cantidad de días al vencimiento	362
Monto final que abona el inversor	\$ 75.882,85
Monto final(sin IVA)	\$ 79.450,32
Tasa anual final	32,05 %
Descuento final(sin IVA)	26,08 %

DETALLES

Descuento Operado	19,20 %	\$ 15.996,17
Percepción IVA	21,00 %	\$ 3.359,20
Aval SGR(mínimo \$25)	3,50 %	\$ 3.471,23
Arancel Soc. de Bolsa(mínimo \$25)	1,00 %	\$ 991,78
Costo Caja de Valores(variable)	0,03 %	\$ 30,00
IVA	21,00 %	\$ 208,27
Depósito de Cheques de pago diferido en Caja de Valores	\$ 20 +0,03 %	\$ 60,50
Costo de financiamiento neto	\$ 24.117,15	

Cuadro N° 4 (3.13)

Como fue detallado anteriormente, para realizar la negociación de un cheque de pago diferido avalado, es necesaria la intervención de una sociedad de garantía recíproca (SGR). En nuestro país, la lista de estas empresas se encuentran en:

<http://www.bcba.sba.com.ar/pymes/sgr.php>
(Última actualización: Septiembre 2012)

- (*) CFT: Costo financiero total
- (**) Sociedad de garantía recíproca

4. CONCLUSIONES

El presente trabajo demuestra la dificultad en el acceso a un crédito saludable que enfrentan las MiPyMES (en cuanto a tasa y/o plazo).

Se intenta resolver esto mediante la presentación del mercado de capitales como herramienta novedosa y accesible para acceder a esta financiación.

Dicho esto, se concluye:

4.1 El mercado de capitales argentino es una fuente saludable para la obtención de financiamiento por conveniencia de tasas, plazos de devolución y diversidad de instrumentos.

Se destaca el plazo de los instrumentos operantes en el mercado de capitales versus los operantes en cualquier banco comercial. A saber que en cualquier banco comercial, los créditos a MiPyMES se devuelven entre los 24 a 48 meses aproximadamente, mientras que en el mercado de capitales los plazos son más flexibles: Desde los siete días para un cheque de pago diferido hasta varios años para las acciones y obligaciones negociables.

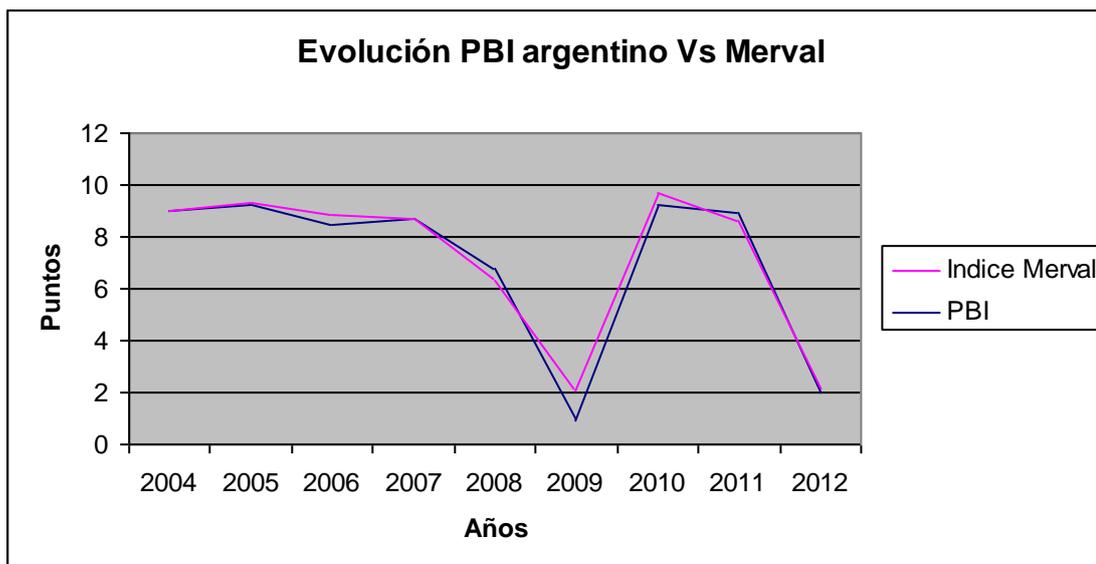
4.2 El mercado de capitales nacional es, en todo sentido, muy pequeño en relación a otros mercados más desarrollados. Las empresas argentinas no cuentan, en su mayoría, con una cultura financiera suficiente como para conocer este tipo de instrumentos financieros, razón por la cual acaban financiándose con capital propio, de proveedores o de terceros pero a tasas inconvenientes. Aunque sí existen ciertos créditos públicos blandos, destinados en su mayoría a bienes de cambio o de capital.

Es por ello que estimo necesaria la promoción de parte de la CNV del mercado de capitales hacia las MiPyMES mediante cursos “in situ” en empresas interesadas y de cursos “ad hoc”. Así como también a todo el público inversor en general, que son en definitiva los oferentes de capital.

4.3 El desarrollo y promoción del mercado de capitales argentino generará un dinamismo y crecimiento económico ya que más empresas podrán financiarse, generando más proyectos de inversión y finalmente más valor agregado, traducido en un crecimiento empresarial. También, más público inversor podrá generar ganancias y capacidad de ahorro.

A la larga, este dinero genera mayor PBI nacional.

Recordemos también que las financiaciones e inversiones se dan en un ámbito de transparencia donde la información está permanentemente disponible para quien la necesite.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del IAMC y del Banco Mundial

Como se aprecia en este gráfico el índice Merval acompaña permanentemente el crecimiento de la economía. Se deduce entonces que si el mercado de capitales crece, lo mismo sucede con la economía: A mayor capitalización de empresas, mayor desarrollo tecnológico, mejor oferta, mayor demanda, mayor empleo, mayor consumo y ahorro, y así el ciclo económico recomienza.

Entonces, el próximo paso es que de parte de la CNV se genere un acercamiento a las empresas, especialmente a los dueños y departamentos financieros, y a los inversores particulares.

Es claro que un sano desarrollo del mercado de capitales no depende solamente de que haya empresas dispuestas a financiarse en él, si no que también haya oferentes de dinero dispuestos a financiarlas.

Y para estos potenciales oferentes, además, aún se necesita derribar la barrera cultural que determina que el mercado de capitales es una “timba”. Esta ignorancia colectiva se subsana con educación de parte de las organizaciones que integran el mercado: La C.N.V., la Caja de Valores y la B.C.B.A. Así como también las instituciones educativas en todos sus niveles.

Se concluye entonces que el mercado de capitales argentino presenta un muy alto potencial de crecimiento, crecimiento que favorecerá las economías: Nacional, de empresas y de inversores particulares.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- (2.1) (Stiglitz y Weiss, 1981)
- (2.2) (BID, 2002)

- (3.1) (Stiglitz, 1993; Kosacoff y Ramos, 1997)
- (3.2) (CEPAL, 1971)
- (3.3) Fuente: El acceso al financiamiento bancario: las PYMEs en la postconvertibilidad: Cecilia Allami y Alan Cibils
- (3.4) Fuente: www.mecon.gov.ar
- (3.5) Fuente: Held, 1995; Salloum y Hall, 1989.
- (3.6) Fuente: IAMC (Instituto argentino de mercado de capitales)
- (3.7) Fuente: www.cnv.gov.ar
- (3.8) Fuente: www.bcba.sba.com.ar
- (3.9) Fuente: www.bcba.sba.com.ar
- (3.10) Área Comercial / Departamento PYMES de la Bolsa de Comercio de Bs. As.
- (3.11) Fuente: www.bcba.sba.com.ar
- (3.12) Fuente: www.lanacion.com
- (3.13) Fuente: www.puentenet.com (Puente Hnos. Soc. de bolsa S.A.)

6. ANEXO (S)

6.1 El papel de los inversores en el mercado de capitales

El inconsciente colectivo toma al mercado de capitales como una “timba”, incapaz de generar ahorro y ganancias en forma periódica y segura.

A diferencia de otros países, en donde la inversión bursátil comienza desde pequeño, en Argentina esto no ocurre a menudo en ninguna etapa de la vida.

A modo de ejemplo para un inversor particular de Argentina, lo más conocido a la hora de invertir, es comprar un departamento para luego alquilarlo y así contar con un activo invaluable. Analicemos el caso:

6.2 Caso compra y posterior alquiler de un departamento

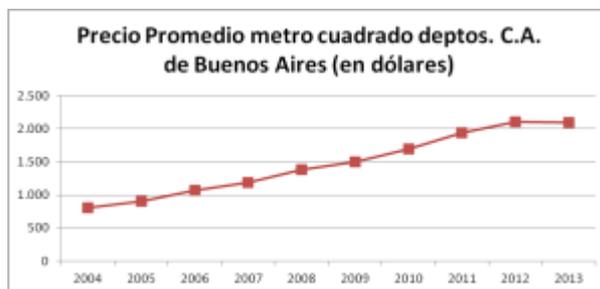
Costo: U\$S 140.000 (A estrenar / 40 m² / 1 dormitorio). Dólar: \$ 8,16
Alquiler: \$ 4.000

Plazo de recupero: 23 años y 10 meses

Luego, todo es ganancia.

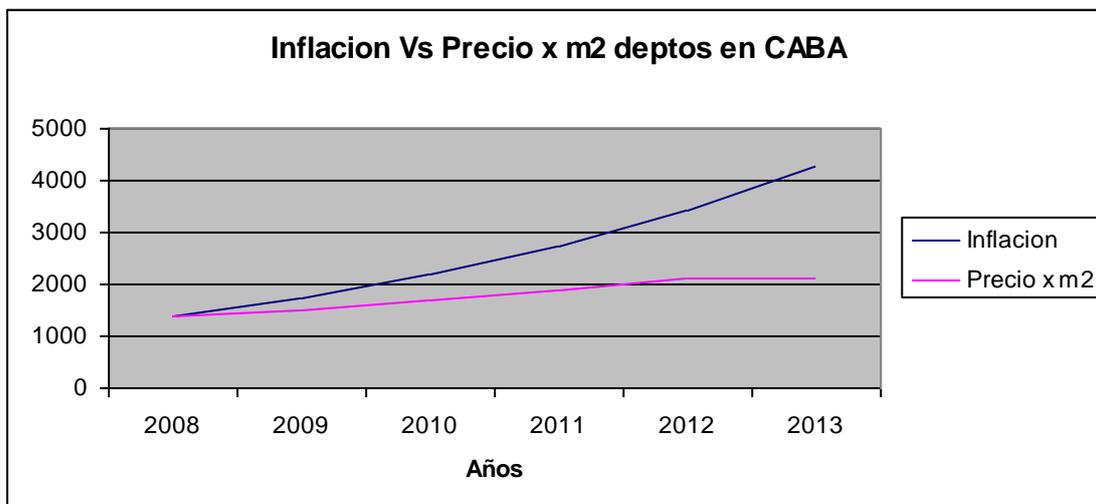
Analizando este caso como una renta perpetua, la tasa de rentabilidad del proyecto es de: **0,35% mensual**

El mercado inmobiliario



Precio por m² de departamentos en la C.A.B.A. (3.14)

- Es el menor valor de los últimos quince años
- Representa una disminución del 27% con respecto al año 2011
- Es el 15% menos que la cantidad registrada en el año 2001
- Significa un 10% menos que el año de la crisis 2009



Inflación acumulada del 25% anual desde 2007

Acumulada 2007-2013: 150%

Variación de precios departamentos en C.A.B.A. 2007-2013: 60%

Diferencia: -90% (negativa)

6.3 Alternativas de inversión

1. Caucciones

Si en cambio, el inversor genera una caución de \$ 20.000 (pesos) (el mínimo autorizado), la misma genera una tasa de **rendimiento mensual de 1,26%**.

Esta última tasa es 3,6 veces superior a la primera.

Comparemos ahora la inversión en cauciones versus el ahorro en dólares:

Cotización dólar en Mayo 2010: \$ 3,90

Cotización dólar en Mayo 2014: \$ 8,07

Variación dólar oficial: 107% en 4 años

Rentabilidad por invertir en cauciones durante 2010-2014: 107,36%

Inflación acumulada 2010-2014: 136%

Tasa de ganancia por inversión en plazo fijo por el mismo período: 121,50%

Adicionalmente a las cauciones, en el mercado de capitales es posible también invertir en otros instrumentos tales como acciones, fondos comunes de inversión, etc.; que si bien son más riesgosos que las cauciones, su rentabilidad esperada es mayor.

Tasa de rentabilidad acumulada 2007-2013 caucionando al 20% anual: 120%

2. Lebac

Se denominan Lebac a las notas del banco central. Son instrumentos que operan a una tasa de descuento determinada y a distintos plazos que van desde los 90 hasta los 360 días.

La tasa es del 2% mensual para las Lebac a 90 días, aumentando la tasa conforme al plazo.

Tasa de rentabilidad anual reinvertiendo intereses: 26,82% (descontadas comisiones) (Las Lebac están libres de impuestos).

Rentabilidad por invertir en Lebac durante 2010-2014: 228%

3. Acciones

Si bien las acciones son instrumentos volátiles en comparación con las cauciones y lebac, si se elige correctamente la acción y se diversifica el portafolio, estas pueden generar importantes rentabilidades.

[SOPORTE ELECTRÓNICO (C. D.) :

PEGAR AQUÍ EL SOBRE CON EL C. D. ,

O UNIRLO EN EL ANILLADO.

DEBE SER UN ÚNICO ARCHIVO ,

EN FORMATO WORD.

DENOMINACIÓN DEL ARCHIVO :

Apellido(s) , Nombre(s) – Título compactado del Trabajo Final

ETIQUETA DEL C. D. :

Idem a la denominación del archivo.

C. D. : preferentemente NO regrabable.

NO DEBE APLICARSE NINGÚN

TIPO DE CLAVE QUE IMPIDA LA LIBRE

APERTURA DEL ARCHIVO Y EL ACCESO COMPLETO

A TODOS LOS APARTADOS DEL MISMO.]