



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



Especialización en Administración Financiera

TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

Mercado de Capitales: Una alternativa a la restricción del crédito bancario para las PyMEs argentinas en 2018-2019

Autor: Marquez Juan Ignacio

Docente del taller: Ruggeri Cesar Hernán

Buenos Aires, diciembre 2020.

Resumen

El presente trabajo se propone acercar al lector una pequeña síntesis sobre las características de las Micro, Pequeñas y Medianas empresas de Argentina y las dificultades a la que estas se enfrentan al momento de solicitar el crédito necesario para el funcionamiento de su empresa.

En el periodo que se analiza 2018-2019 las PyMEs argentinas sufrieron un fuerte endurecimiento en las condiciones de acceso al financiamiento del sistema bancario, cabe aclarar que dentro de las fuentes de financiamiento externo a la que recurren las PyMEs los bancos son la primera opción. Las mayores restricciones que les fueron impuestas a estas empresas se verifican en el cambio de las condiciones a las que accedían: aumento de garantías exigidas, aumento de tasas de intereses impuestas y menores plazos de financiamiento que les otorgaban.

En este contexto, de restricción a fondos provenientes del sistema bancario es que se analiza los instrumentos que el mercado de capitales argentino tiene para ofrecerle a este tipo de empresas. Para ello, primero es necesario que las PyMEs recurran a las sociedades de garantía recíproca (SGR) para obtener el aval necesario para financiarse en el mercado de capitales.

Una vez analizado los principales instrumentos para las PyMEs dentro del mercado de capitales y el sistema bancario, se realizará una comparación entre los más utilizados en cada sistema e intentaremos establecer cuál de ellos ofrece mejores condiciones de acceso al financiamiento.

Palabras Claves: PyMEs – Financiamiento - Mercado de Capitales.

Índice

Introducción	5
Objetivo General.....	8
Objetivos Específicos.....	8
Capítulo 1: Marco Teórico.....	9
1.1 ¿Quiénes son Pymes?.....	9
1.2 Radiografía de las PyMEs argentinas	11
1.3 Principales modelos de Estructuras de Capital	16
1.3.1 Franco Modigliani y Merton H. Miller	16
1.3.2 Trade Off o Equilibrio Estático	18
1.3.3 Pecking Order o Teoría de Jerarquías.....	18
1.3.4 Información asimétrica	19
1.3.5 Ciclo de crecimiento financiero.....	20
Capítulo 2: Financiamiento Externo – Sistema Bancario.....	22
2.1 Instrumento de Financiamiento Bancario	23
2.1.1 Descubierto o Crédito en Cuenta Corriente	23
2.1.2 Leasing Financiero	24
2.1.3 Factoring	24
2.1.4 Descuento de Cheque.....	24
2.1.5 Warrant	25
2.1.6 Líneas de Crédito	25
2.2 Crédito Bancario	26
Capítulo 3: Fuentes Externas: Sociedades de Garantía Recíproca.....	33
3.1 Marco Normativo.....	34
3.1.1 Límites Operativos.....	34
3.1.2 Capital Social y Fondo de Riesgo.....	35
3.1.3 Tipos de SGR y Garantías emitidas	36

3.2 Beneficios para los socios de las SGR.....	38
3.3 Funcionamiento de las SGR	40
Capítulo 4: Financiamiento Externo - Mercado de Capitales.....	42
4.1 Instituciones del Mercado de Capitales Argentino	44
4.2 Instrumentos del mercado de capitales para pymes.....	48
4.2.1 Cheque de Pago Diferido	48
4.2.2 Pagare bursátil	51
4.2.3 Fideicomiso Financiero	55
4.2.4 Obligaciones negociables.....	57
4.2.5 Factura de Crédito Electrónica (FCE).....	60
Conclusión:.....	63
Anexos	67
Anexo 1 – Listado de Sociedades de Garantía Reciproca	68
Anexo 1 – Listado de Sociedades de Garantía Reciproca	69
Anexo 1 – Listado de Sociedades de Garantía Reciproca	70
Anexo 2 – Listado de Calificadoras de Riesgo	71
Bibliografía.....	72

Introducción

La dificultad de las micro, pequeñas y medianas empresas (de ahora en más PyMEs) para acceder a fondos monetarios adquiere una vital relevancia para el Estado Nacional debido al rol que estas tienen en el entramado económico y social del país. En Argentina el sector tiene una gran importancia debido a su capacidad para generar empleo, ocupan al 60% del empleo formal del país, su flexibilidad les permite adaptarse y reconvertirse de acuerdo con las necesidades del entorno, representan el 98% de las empresas del país y su aporte al producto bruto interno es aproximadamente del 50%.

El acceso al financiamiento es un problema central para las PyMEs, la obtención de recursos monetarios es fundamental para mantener sus operaciones cotidianas, para su desarrollo y expansión. En Argentina, así como en el resto de Latinoamérica el acceso al crédito bancario es altamente restrictivo para este tipo de empresas.

En el periodo 2018-2019 en Argentina el racionamiento del crédito bancario se endureció, a las empresas se les solicitaron mayores garantías y el proceso de solicitud de crédito bancario fue más burocrático. A esta situación hay que sumarle que la tasa de interés de referencia¹ del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en el periodo 2016-2017 la tasa estuvo en promedio en un 28% y en el periodo 2018-2019 pasa a ubicarse en promedio por encima del 50% llegando a tocar su máximo en septiembre de 2019 por encima del 80%.

El crédito bancario en Argentina es bajo en relación con el resto de los países del continente², y esto no se explica solamente por la baja oferta de fondos del sector financiero, sino que también existe una baja demanda, ya sea por: el escaso interés por parte de estas empresas en aumentar

¹ La tasa de interés de referencia es la que establece la entidad encargada de la política monetaria (BCRA) de cada país para influenciar en el precio de las operaciones crediticias de muy corto plazo entre diferentes entidades bancarias, es decir, para servir de referencia a la tasa de interés interbancaria.

² Según el informe publicado por la Federación Latinoamericana de Bancos (Falaban) en 2018 Argentina se encontraba en los últimos puestos del ranking de los países del continente con relación al indicador Créditos/PBI con 16%.

su endeudamiento (no tener necesidad), por incertidumbre sobre el rumbo de la economía o por las condiciones exigidas (tasas, plazos y garantías).

También existe otra categoría de PyMEs que no demandan crédito, denominado los autoexcluidos³, que aun teniendo la necesidad de financiamiento entienden que por los requisitos que les son solicitados por las entidades financieras no van a acceder y entonces deciden no demandar.

La inestabilidad macroeconómica argentina del periodo, sumado a las dificultades de acceso al mercado financiero, afecto sensiblemente a estas empresas limitando su crecimiento, su normal funcionamiento y en algunos casos no dejando otro camino que su cierre.

Este trabajo se va a centrar en las dificultades de las PyMEs para acceder al financiamiento bancario, para ello se analizará los factores que inciden en el acceso y se estudiarán las alternativas que estas empresas pueden encontrar en el mercado de capitales a través de las sociedades de garantías recíproca.

El trabajo comenzara con un pequeño análisis sobre las PyMEs argentinas, se mencionarán los parámetros que las empresas deben cumplir para pertenecer a este sector y se realizara una radiografía de estas en el país. También mencionaremos sintéticamente las teorías más importantes sobre las estructuras de capital a modo de identificar cual o cuales de ellas se adapta más al proceso y estructura de financiamiento de las PyMEs argentinas.

En el capítulo siguiente nos abocaremos a tratar el financiamiento externo, en este nos ocuparemos específicamente del financiamiento de las PyMEs en el sistema bancario. Se analizará el sistema bancario argentino, se enunciarán los instrumentos de financiamiento más utilizados por las PyMEs y el nivel de crédito que los bancos ofrecen al sector privado en el país.

Posteriormente se procederá a analizar el financiamiento en el mercado de capitales. Para ello, antes es necesario determinar el rol que tienen las sociedades de garantía recíproca como nexo

³ Acceso al financiamiento de las pymes en Argentina: estado de situación y propuestas de política Ricardo N. Bebczuk (2010)

entre las PyMEs y el mercado de capitales argentino. Se detallarán los puntos más relevantes de su régimen normativo, los beneficios para las partes involucradas y como es la solicitud un aval.

Una vez estudiado los aspectos más relevantes de las sociedades de garantía recíproca, estaremos en condiciones analizar el mercado de capitales argentino. Repasaremos y explicaremos brevemente las instituciones y el rol que estas ocupan en el mercado, mencionaremos y analizaremos los instrumentos que el mercado ofrece a empresas del sector PyMEs para el periodo 2018-2019.

Por último, luego del camino recorrido se estará en condiciones de poder validar todos o partes de los objetivos que nos planteamos en el apartado posterior.

Para este trabajo se utiliza una metodología cuantitativa. La recolección de información se obtiene de la investigación de diversos informes elaborados por instituciones públicas y privadas, esta colección de datos se agrupará y analizará de forma consistente que nos permita obtener información necesaria para explicar las variables bajo análisis. También cabe la pena mencionar que los datos recolectados no se van a circunscribir solamente al periodo bajo análisis, sino que también, se utilizaran datos pasados que nos sirvan de referencia para complementar la del periodo y establecer si se dieran tendencias de las variables.

Objetivo General

Corroborar que las PyMEs argentinas sufrieron una restricción del acceso al financiamiento bancario y si estas podían acceder en condiciones más favorables en el mercado de capitales con un instrumento similar para el periodo 2018-2019.

Objetivos Específicos

I. Definir las estructuras de capital utilizadas por las PyMEs.

II. Describir los instrumentos y los factores que afectan al financiamiento de las PyMEs en el sistema bancario.

III. Describir los instrumentos de financiamiento para PyMEs en el mercado de capitales.

IV. Comparar el instrumento de financiamiento más utilizado en el mercado bancario y el mercado de capitales

Capítulo 1: Marco Teórico

1.1 ¿Quiénes son Pymes?

La ley 24.467 sancionada en 1995 en Argentina tiene como objetivo promover el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas impulsando para ello políticas de alcance general a través de la creación de nuevos instrumentos de apoyo y la consolidación de los ya existentes. En ella se encomienda a la autoridad de aplicación⁴ que defina las características necesarias que deben cumplir las empresas para ser consideradas empresas PyMEs, así como también se le encomienda actualizar anualmente estos parámetros.

Los parámetros utilizados para considerar a una empresa PyME son: ventas anuales del sector productivo, la cantidad de empleado con los que cuenta, el valor de sus activos y relaciones de vinculación o control. Para el año 2019 a través de la resolución 563-2019 se actualizaron dichos parámetros y quedaron conformados de la siguiente manera:

1. Ventas anuales Totales:

Se entiende por ventas anuales totales al promedio que surge de los últimos tres ejercicios fiscales o comerciales, excluyéndose de estos el impuesto al valor agregado (IVA) y el o los impuestos internos que pudiesen corresponder y deduciéndose hasta un 75% de las exportaciones.

⁴ Secretaria del Emprendedor y la Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Desarrollo y Producción de la Nación Argentina.

Facturación según sector y tipo de categoría Pyme.

Categorías	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y Minería	Agropecuario
Micro	\$ 15.230.000	\$ 850.000	\$ 29.740.000	\$ 26.540.000	\$ 12.890.000
Pequeña	\$ 90.310.000	\$ 50.950.000	\$ 178.860.000	\$ 190.410.000	\$ 48.480.000
Mediana - Tramo 1	\$ 503.880.000	\$ 425.170.000	\$ 1.502.750.000	\$ 1.190.330.000	\$ 345.430.000
Mediana - Tramo 2	\$ 755.740.000	\$ 607.210.000	\$ 2.146.810.000	\$ 1.739.590.000	\$ 547.890.000

Fuente: Secretaría del Emprendedor y la Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Desarrollo y Producción de la Nación Argentina

2. Personal registrado

Podrán inscribirse en el registro dentro de cada categoría aquellas que no superen el límite según el rubro o el sector:

Personal según sector y tipo de categoría Pyme.

Categorías	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y Minería	Agropecuario
Micro	12	7	7	15	5
Pequeña	45	30	35	60	10
Mediana - Tramo 1	200	165	125	235	50
Mediana - Tramo 2	590	535	345	655	215

Fuente: Secretaría del Emprendedor y la Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Desarrollo y Producción de la Nación Argentina.

3. Activos:

Las empresas con actividad principal dentro de “Intermediación financiera y Servicio de Seguros” o “Servicios Inmobiliarios” tienen que cumplir un parámetro adicional al de ventas totales anuales, ya que sus activos no pueden superar los \$193.000.000. Ese valor es el monto informado en la última declaración jurada del impuesto a las ganancias vencida al momento de la solicitud de la inscripción.

4. Relaciones de vinculación y control:

No podrán inscribirse en el registro aquellas empresas que sean controladas o se encuentren vinculadas a otras empresas o grupos económicos nacionales o extranjeros. Se entiende que una empresa está vinculada a un grupo económico cuando este último participa en el 20% o más del capital y es controlante cuando participa de forma directa o por intermedio de otra empresa a su vez controlada en la primera empresa en más del 50% del capital.

1.2 Radiografía de las PyMEs argentinas

Las PyMEs son actores claves en la economía de los países de América Latina, representan aproximadamente el 98% del total de las empresas y dan empleo a cerca del 60% de la población. Sin embargo, su participación en los PBI de los países de la región promedia escasamente en un 50%,

A fines de 2019 en argentina existían aproximadamente 1.066.346 empresas PyMEs distribuidas en el país. La región pampeana es la que cuenta con mayor número de empresas, un 77% de ellas, seguida por la región del noreste con un 8%, cuyo con el 6 %, patagonia con el 5% y por último el noroeste con un 4% del total de empresas PyMEs del país.

Si agrupamos las empresas en los sectores más relevantes de la economía del país, nos encontramos que el sector de servicios el más populoso con el 33,9% de ellas, seguidas por comercio con el 28,5%, industrial 16,9%, agropecuario 15,4%, construcción 5,1% y por último con un 0,2% el sector de la minería.

Distribución Geográfica de las empresas Pymes en Argentina

Periodo 2019



Región Noreste:

Compuesta por las provincias de Entre Ríos, Corrientes, Misiones, Chaco y Formosa.

- Cuenta con el 8% del total de empresas Pymes a nivel nacional.



Región Noroeste:

Compuesta por las provincias de Salta, Tucumán, Jujuy, Catamarca y Santiago del Estero.

- Cuenta con el 4% del total de empresas Pymes a nivel nacional.



Región Cuyo:

Compuesta por las provincias de La Rioja, Mendoza, San Juan y San Luis.

- Cuenta con el 6% del total de empresas Pymes a nivel nacional.



Región Pampeana:

Compuesta por las provincias de Santa Fe, Córdoba, La Pampa, Buenos Aires y Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

- Cuenta con el 77% del total de empresas Pymes a nivel nacional.



Región Patagónica:

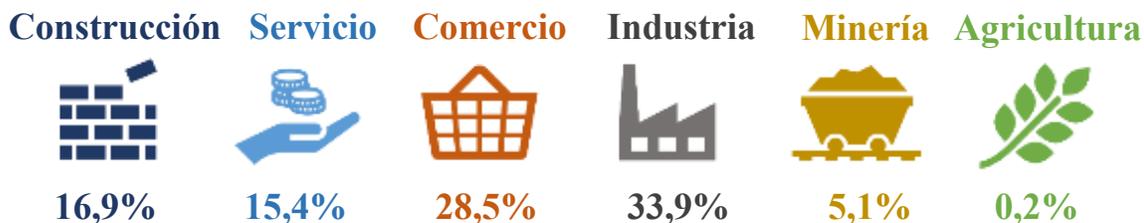
Compuesta por las provincias de Río Negro, Neuquén, Chubut, Santa Cruz y Tierra del Fuego.

- Cuenta con el 5% del total de empresas Pymes a nivel nacional.

Fuente Ministerio de Desarrollo y Producción de la Nación Argentina

Participación de empresas en los sectores de la economía.

Periodo 2019.

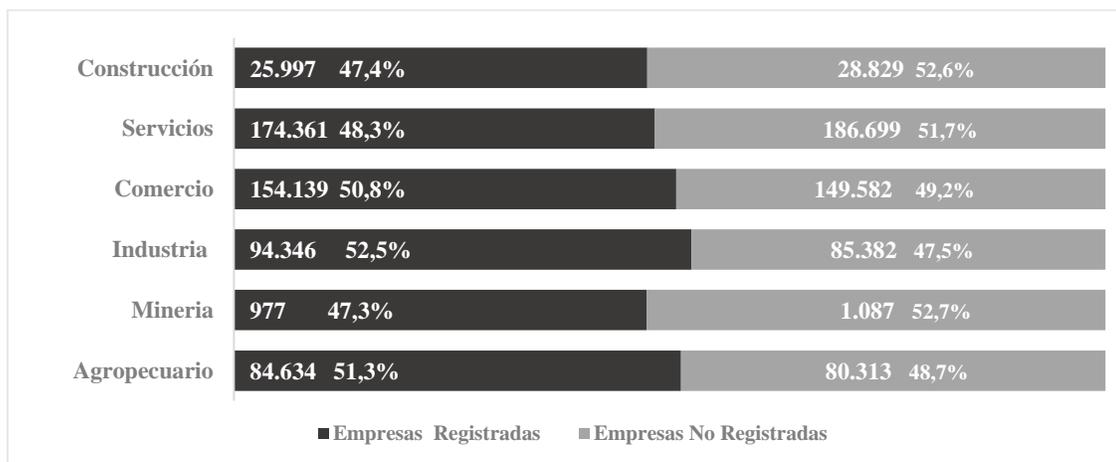


Fuente Ministerio de Desarrollo y Producción de la Nación Argentina

Aproximadamente el 50% de las empresas PyMEs del país se encuentran registradas⁵, este porcentaje es similar en todas las regiones del país y si el análisis lo hacemos por sector encontramos que en industria el 52% se encuentra registrada, en minería el 47%, en construcción el 47%, en agropecuario el 51%, en comercio el 51% y en servicios el 48%.

Cantidad de empresas pymes registradas y su participación en el total de empresas.

Periodo 2019.



Fuente Ministerio de Desarrollo y Producción de la Nación Argentina

⁵ Fuente AFIP: Información de AFIP de empresas registradas empleadoras y no empleadoras inscriptas en IVA y estimaciones de la Secretaría de Transformación Productiva y de la Secretaría de Emprendedores y PyMEs en base a la composición sectorial de empresas por provincia y datos AFIP

Composición de las empresas argentinas

A finales de 2018 las empresas registradas en argentina estaban concentradas en un 98% por PyMEs y solo un 2% correspondían a empresas grandes. Dentro de las primeras, la distribución corresponde 70% a microempresas, 24% a pequeñas y el 6% a medianas.

Cantidad de empresas según tamaño.

Periodo 2018.

Empresa	Categorías	Cantidad de Empresa	Participación sobre el total	Participación sobre el total de Pymes
Pyme	Micro	408.635	69%	70%
	Pequeñas	137.594	23%	24%
	Medianas	34.173	6%	6%
Grandes	-	12.378	2%	-
Total		592.780	100%	100%

Fuente Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Nación Argentina

Cantidad de empleo por tipo de empresa

A finales del 2018 las empresas registradas en argentina empleaban a cerca de 6,5 millones de trabajadores formales en el sector privado. Los sectores industriales, de comercio y el de servicios absorbían la mayor parte de ellos (86%), esto coincide con los sectores que más empresas tienen (Industrias, Comercio y Servicios 80% del total empresas), en esos sectores la porción de empleados registrados en empresas PyMEs es cerca del 49%.

Cantidad de trabajadores según tamaño de empresa y sector.

Periodo 2018.

Empresa		Servicios	Comercio	Industria	Total	Participación sobre el total
	Categorías					
Pyme	Micro	304.020	245.688	73.288	622.996	49%
	Pequeñas	480.260	317.666	216.983	1.014.909	
	Medianas	632.469	181.250	274.382	1.088.101	
Grandes	-	1.783.764	457.596	651.442	2.892.802	51%
Total		3.200.513	1.202.200	1.216.094	5.618.807	100%

Fuente Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Nación Argentina

Según el Ministerio de Trabajo de la Nación Argentina en 2018 existía un predominio de empresas con más de 10 años concentrando 49% de las empresas (290.163) seguidas por las empresas de entre 6-20 años (19%, 110.353).

Cantidad de empresas según su edad.

Periodo 2018.

Empresa	Cantidad	Participación sobre el total
Nacimiento	46.679	8%
1 a 3 años	98.759	17%
4 o 5 años	49.826	8%
6 a 10 años	110.353	19%
Más de 10 años	290.163	49%
Total	595.780	100%

Fuente Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Nación Argentina

Las PyMEs concentran el 98% del total de empresas del país, estas se encuentran mayoritariamente ubicadas en los grandes centros urbanos como el gran Buenos Aires, Santa fe Córdoba y Ciudad autónoma de Buenos Aires. Tomando los tres sectores más relevantes de la economía argentina vemos que en los sectores de industria, comercio y servicio absorben aproximadamente el 86% del empleo formal privado del país y de este porcentaje las PyMEs emplean al 49% en dichos sectores.

1.3 Principales modelos de Estructuras de Capital

El acceso al crédito para las PyMEs es uno de sus problemas centrales, su incapacidad para hacerse de fondos necesarios en el mercado financiero afecta su funcionamiento cotidiano, su expansión y su supervivencia. La estructura de financiamiento de toda empresa está conformada por fondos propios denominados financiamiento del patrimonio neto (reserva legal, reserva o reinversión de utilidades) y por fondos de terceros denominados financiamientos del pasivo (financiamiento comercial, bancario, mercado de capitales, y otros).

A lo largo de la historia, se han elaborado diferentes y disimiles teorías sobre las estructuras de capital empresarial, pasando por las primeras teorías tradicionales que se basaban en la existencia de un mercado perfecto a teorías más modernas donde se incorporan las imperfecciones del mercado. En las siguientes paginas nos abocaremos a desarrollar brevemente las más relevantes.

1.3.1 Franco Modigliani y Merton H. Miller

A lo largo de la historia se han postulado diversas teorías sobre la estructura de financiamiento empresarial, pasando por los más importantes exponentes como Franco Modigliani y Merton H. Miller (1958)⁶ que establecieron “**El principio de irrelevancia en la estructura de capital**” por el cual demostraban que bajo la hipótesis de un mercado eficiente el valor de la firma no es afectado por el instrumento de financiamiento escogido, es decir, que es indiferente de donde se

⁶ The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment

obtengan los recursos para financiar la actividad (Pasivo o Patrimonio Neto). Los supuestos de la teoría son: Los mercados financieros son perfectos, no existen costos de transacción, no hay asimetría de la información, los agentes no pueden influir en la formación de los precios en el mercado y no se tienen en cuenta los impuestos sobre las empresas. (Franco Modigliani y Merton H. Miller , 1958)

En mercados perfectos, el valor de mercado de una empresa es independiente de su estructura de capital y dicho valor se obtiene descontando los flujos de caja esperados de los activos a una tasa (K_0), igual para todas las empresas que pertenecen al mismo sector.

El costo de capital promedio de cualquier empresa es completamente independiente de su estructura de capital y constante para todas las empresas del sector. De esta forma, el valor de mercado de la empresa dependerá de la probabilidad asociada a la generación de flujos y no por su estructura de financiamiento.

Posteriormente en 1963 Modigliani y Miller corrigen su primera versión, publicada en 1958, en donde se había subvalorado la enorme ventaja fiscal que ofrece el uso de la deuda del pasivo y elaboraron su proposición en la cual desarrollan el efecto Tax Shield (Escudo Fiscal). (Franco Modigliani y Merton H. Miller, 1963)

En este caso, la estructura de financiación si afecta al valor de la empresa. Los intereses que se pagan por financiamiento externo son un gasto a efectos del cálculo del impuesto a las ganancias y estos pueden ser deducidos. Por otro lado, el pago de dividendos no es un gasto para el cálculo del impuesto ya que se reparten una vez pagados los mismos.

Con esta nueva conclusión sostienen que la utilización de deuda permite la existencia de una estructura óptima de capital basada en tomar la mayor cantidad de endeudamiento que la firma pueda sostener, dado que los intereses del financiamiento pueden deducirse de ganancias y se sostiene que parte del endeudamiento es absorbido por el gobierno. (Drimer, 2011)

1.3.2 Trade Off o Equilibrio Estático

La teoría de Trade Off o Equilibrio Estático establece un límite al endeudamiento excesivo planteado en la teoría de Modigliani y Miller, se centra en la existencia de una estructura de financiamiento óptima, que combina el financiamiento externo con el propio, minimizando el costo de capital. Esta teoría justifica el endeudamiento en proporciones moderadas, sostiene que solo la utilización excesiva del endeudamiento para hacer uso del escudo fiscal a largo plazo acarrearía en un riesgo de insolvencia financiera.

Cuando la empresa cuenta con un nivel de endeudamiento relativamente bajo, la probabilidad que se presenten dificultades financieras es baja y dada esta situación, los beneficios de la deuda son superiores a sus costos de insolvencia. En caso contrario, cuando los costos de las dificultades financieras superan los beneficios fiscales de la deuda, se puede terminar destruyendo o disminuyendo el valor de la empresa. (Cervantes Monsreal, 2018)

Al haber encontrado la combinación óptima no se tendrían incentivos para aumentar la proporción de endeudamiento pues una unidad monetaria adicional de deuda supondría una pérdida marginal neta en dicho valor. Para la teoría del trade off, el valor de la firma no está dado por el rendimiento de los activos presentes de la empresa, sino por el valor presente neto del rendimiento que podría obtener con futuras inversiones.

En este sentido, la empresa seleccionara una estructura de financiamiento óptima combinando financiamiento externo e interno, pues el nivel y las características de la deuda que la empresa contraiga limitarán las decisiones de inversión.

1.3.3 Pecking Order o Teoría de Jerarquías

La teoría Pecking Order o Teoría de Jerarquías a diferencia del equilibrio estático no sugiere la existencia de una estructura de financiamiento óptima, sino que, como forma de mitigar las distorsiones más comunes de un mercado imperfecto como la asimetría de información, propone unas jerarquías de preferencia para el financiamiento, el financiamiento externo es requerido una vez agotadas las posibilidades de financiamiento interno.

Meyers y Majluf también consideran que los directores de las empresas actúan resguardando los intereses de los socios actuales, es por eso, que prefieren no invertir en proyectos con un valor actual neto (VAN) positivo si para financiar la inversión les requiere emitir acciones. (Stewart C. Myers y Nicholas S. Majluf, 1984)

Los empresarios financian las inversiones con recursos propios y no solo por los costos que acarrea el financiamiento externo o por temor a perder el control de su empresa, sino porque también, son forzados por las imperfecciones del mercado financiero (información asimétrica). A diferencia de las teorías mencionadas anteriormente esta tiene en cuenta las imperfecciones del mercado, haciendo hincapié en la información asimétrica.

1.3.4 Información asimétrica

La teoría de información asimétrica fue desarrollada por Joseph Stiglitz en los años ochenta para hacer referencia a que en una transacción una de las partes tiene menos información que la otra y por lo tanto una desventaja. La asimetría de información es una falla del mercado que puede hacer que la parte con menos información se niegue a realizar la operación.

George Akerlof en su artículo “El mercado de los limones: Calidad incierta y el mecanismo de mercado” da el ejemplo de la venta de autos usados en donde existían unidades de mala calidad (limones) y otras de buena calidad. En este mercado el problema es que el dueño tiene un mayor conocimiento que el público general acerca de las posibles fallas de su auto y el comprador solo puede observar el precio, pero no puede distinguir a simple vista la calidad del auto. En esta operación existe entonces una asimetría de información entre las partes. (AKERLOF, 1970)

La selección adversa es un tipo de información asimétrica en la cual el acreedor no puede distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo a la hora de otorgar el crédito ante un mismo valor esperados de dos proyectos. En este contexto los tomadores de deuda buscarán ventaja ocultando información relevante que esconda el verdadero riesgo del proyecto, como resultado los acreedores se verán forzados a poner barreras al acceso de créditos aumentando los intereses, acotando los plazos de financiamiento y aumentando los requerimientos.

Estas mayores barreras harán que renuncien al financiamiento proyectos con riesgo bajo dejando solo aquellos proyectos más riesgosos donde las barreras mayores le siguen siendo favorable en

relación con el riesgo del proyecto, a esto es lo que se llama selección adversa. La selección adversa se desarrolla en la etapa precontractual.

El riesgo moral es otro tipo de información asimétrica, a diferencia de la selección adversa este se desarrolla una vez firmado el contrato, cuando una de las partes (la tomadora de deuda) toma la decisión de cuanto riesgo asumir y que proyectos financiar y este puede ser diferente al acordado con la otra parte (acreedor) y esta última ya no puede ejercer control.

La dificultad de los acreedores para poder controlar de forma anticipada las acciones futuras de los deudores y hace que se tomen medidas para mitigar las contingencias que puedan ocurrir por el riesgo moral y el oportunismo poscontractual, estos son mayores costos en el financiamiento, cláusulas contractuales y hasta llegar al racionamiento del crédito.

1.3.5 Ciclo de crecimiento financiero

El enfoque de ciclo de crecimiento financiero nos propone estudiar la estructura de financiamiento de la empresa observándola desde una perspectiva de crecimiento. Sostienen que las empresas tienen un ciclo financiero de crecimiento en el cual las necesidades y fuentes de financiamiento disponibles van variando.

El crédito se les suele proporcionar en montos pequeños y a un corto plazo en sus comienzos, para luego pasar a un crédito de largo plazo en el momento que la empresa haya alcanzado un cierto tamaño y edad en la que ya cuenta con información contable e historial crediticio con el que se pueda analizar el riesgo.

A medida que la empresa crece, también lo hace su experiencia y capacidad para obtener información de calidad e irán apareciendo nuevas fuentes e instrumentos de financiamiento. En una primera etapa de su desarrollo, por llevar poco tiempo en la actividad y no contar con información histórica tienen limitado el acceso a fondos externos, lo cual los obliga a recurrir a fuentes internas de financiación como reservas, utilidades, etc.

En una etapa posterior donde la empresa crece y cuenta con su plan de negocio, su producto ya se encuentra en el mercado, la información contable y financiero ya pierden su opacidad,

aparecen nuevas fuentes de financiamiento externo como bancos e instituciones financieras. Eventualmente, si la empresa no se extingue y permanece en crecimiento, podrá acudir a los mercados de capitales. (Allen N. Berger y Gregory F. Udell, 1998)

De acuerdo con las encuestas que realiza la Fundación de Observatorio PyME (FOP) al sector industrial, entre el 60 y 70% utiliza recursos propios para financiar sus inversiones, entre un 20 y 30% recurre al financiamiento a través de los fondos provenientes del sistema bancario y por último solo un 2% accede a los fondos mediante el mercado de capitales.

Debido a aspectos culturales existentes en estas empresas y los aspectos propios del mercado financiero argentino fuerzan a que las PyMEs financien sus proyectos mayoritariamente con fondos propios. Esto sucede por el rechazo a solicitar financiamiento externo, pero también particularmente porque se les es restringido, ya sea por condiciones impuestas para acceder o por no contar con los requisitos que les son solicitados.

En este contexto creemos que las teorías de pecking order y el ciclo de crecimiento financiero son las más acertadas para analizar cómo se financian las PyMEs argentinas. Ambas teorías se desarrollan en un mercado imperfecto en donde la asimetría de información, el riesgo moral y la selección adversa son factores que intervienen en la obtención de fondos externos.

Capítulo 2: Financiamiento Externo – Sistema Bancario

El sistema bancario argentino está conformado principalmente por tres sectores, estos tres sectores están representados por Banco Central de la República Argentina, los bancos y el público (personas físicas y jurídicas).

En 1935 se crea el Banco Central de la República Argentina, como una entidad mixta con participación estatal y privada que tenía entre sus funciones la exclusividad en la emisión de billetes y monedas, la regulación de la cantidad de crédito y dinero, la acumulación de las reservas internacionales, el control del sistema bancario y actuar como agente financiero del Estado. En 1946 se dispuso su nacionalización.

Actualmente el BCRA es una entidad autárquica del Estado Nacional que se rige bajo su carta orgánica y demás normas concordantes. Tiene por finalidad promover en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria y financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.

Principales Funciones y Facultades:

Entre sus principales funciones y facultades se destacan las siguientes: a) Regular el funcionamiento del sistema financiero y aplicar la Ley de Entidades Financieras y las normas; b) Regular la cantidad de dinero y las tasas de interés y regular y orientar el crédito; c) Actuar como agente financiero del Estado Nacional y depositario y agente del país ante las instituciones monetarias, bancarias y financieras internacionales a las cuales la Nación haya adherido, así como desempeñar un papel activo en la integración y cooperación internacional; d) Concentrar y administrar sus reservas de oro, divisas y otros activos externos; e) Contribuir al buen funcionamiento del mercado de capitales; f) Ejecutar la política cambiaria en un todo de acuerdo con la legislación que sancione el Honorable Congreso de la Nación; g) Regular en la medida de sus facultades los sistemas de pago, las cámaras liquidadoras y compensadoras, las remesadoras de fondos y las empresas transportadoras de caudales, así como toda otra actividad

que guarde relación con la actividad financiera y cambiaria y h) Proveer a la protección de los derechos de los usuarios de servicios financieros y a la defensa de la competencia, coordinando su actuación con las autoridades competentes en estas cuestiones.

Como se menciona dentro de las facultades del BCRA esta la aplicación de la ley de entidades financieras, dicha ley comprende expresamente a las siguientes entidades: bancos comerciales, banco de inversión, bancos hipotecarios, compañías financieras, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda u otros inmuebles y cajas de crédito.

A fines de 2019 en el país se registraban un total de 63 bancos, entre los que encontramos 13 bancos públicos y 50 bancos privados y dentro de los bancos privados podemos diferenciar bancos de capitales nacionales (34), bancos de capitales extranjeros (9) y bancos sucursales de entidades financieras del exterior (7).

2.1 Instrumento de Financiamiento Bancario

La financiación a través del sistema bancario es la segunda opción de financiamiento buscada por las PyMEs y la primera opción si se trata de financiamiento externo y las herramientas más utilizadas son: Descubierta o crédito en cuenta corriente, leasing financiero, factoring, descuento de cheque, warrant y líneas de crédito.

2.1.1 Descubierta o Crédito en Cuenta Corriente

El descubierta es la principal herramienta de financiación utilizada por las empresas, este consiste en la asignación de un límite crediticio para operar a través de la cuenta corriente sin necesidad de contar con los fondos necesarios para cubrir los pagos y es el banco quien cubre el saldo negativo de la cuenta.

El descubierta bancario es la herramienta más utilizada, sin embargo, esta también suele ser la más costosas en términos de interés y comisiones. El interés se aplicará sobre el saldo deudor

multiplicado por los días transcurridos desde el momento que los números quedaron en rojo y la comisión que se abonará será de acuerdo con la política de cada banco.

2.1.2 Leasing Financiero

Es un contrato por el cual una de las partes el dador (institución financiera) adquiere un bien que previamente seleccionan las PyMEs que solicitan la operación, el banco entrega el activo (mueble o inmueble) para que lo use a cambio de un canon con opción de transferencia (posibilidad de adquisición) de este activo al final del pago, aunque al final las PyMEs pueden optar por no comprarlo.

La empresa tendrá a su cargo la obligación de conservar el activo contratado, debiendo efectuar a su cargo el mantenimiento, limpieza y reparaciones pertinentes en caso de ser un bien mueble, así como también, el pago de un seguro.

2.1.3 Factoring

El Factoring es un instrumento de financiación que consiste en la cesión de las facturas a la entidad financiera a cambio de anticipar el cobro de estas, deduciendo del importe total, los intereses y las comisiones correspondientes.

Este servicio proporciona liquidez a empresas que venden a crédito, convirtiendo sus ventas a plazo en cobro inmediato. Además, tiene la ventaja de cobertura ante el riesgo de impago transfiriéndoselo a la entidad bancaria.

2.1.4 Descuento de Cheque.

El descuento de cheques consiste en una sencilla operación que le permite cambiar sus cheques de pago diferido para obtener el efectivo al instante, sin tener que esperar a la fecha de cobro.

Los descuentos de cheques se realizan en bancos, en la Bolsa de Comercio o en financieras dedicadas especialmente a realizar este tipo de servicios y cualquiera de estas instituciones se encargarán de la gestión del cobro del cheque.

2.1.5 Warrant

El warrant es un documento cuya finalidad es el financiamiento, es una operatoria de crédito que permite a los sectores productivos obtener créditos, entregando en depósito mercaderías que se encuentran almacenadas en depósitos fiscales o de terceros autorizados.

La entidad que emite y respalda el warrant se denomina warrantera y se responsabiliza por la cantidad y calidad de los bienes custodiados en depósito, para lo cual emite un certificado de depósito que le entrega al depositante, con un documento anexo que se denomina “warrant”. Ese certificado es el título representativo de la propiedad de la mercadería depositada, cuya transferencia de dominio se realiza a través de un endoso.

El warrant es el documento de crédito que, mediante su endoso, permite entregar en garantía los derechos crediticios de los bienes especificados en el certificado de depósito. El cliente le endosa el warrant al banco, con lo que obtiene un préstamo.

2.1.6 Líneas de Crédito

Una línea de crédito es una cantidad de dinero que una entidad financiera pone a disposición del cliente durante un período de tiempo. Al cliente no se le entrega esa cantidad al inicio de la operación, sino que podrá ir disponiendo de ella según las necesidades de cada momento, utilizando una cuenta o una tarjeta de crédito. Sólo pagará intereses por el importe del que finalmente haya dispuesto. Es habitual que se le cobre, además, una comisión mínima sobre el saldo no utilizado.

Según el informe del FOP las dificultades de financiamiento de las PyMEs industriales con los bancos crecieron un 62% en el primer trimestre del 2019 respecto del mismo periodo de 2018. En él se menciona que históricamente el 40% de las PyMEs logran acceder a algún tipo de

financiamiento bancario, mientras que del 60% restante una parte manifiesta no necesitarla y otras no acceden por factores como las tasas elevadas, condiciones solicitadas y plazos de financiamiento inadecuados.

De aquellas empresas que lograron acceder al financiamiento a través de los bancos lo hicieron mayoritariamente bajo el sistema de descuento de documentos y en la modalidad de adelanto en la cuenta corriente. Estos sectores concertaron tasa de intereses en promedio durante el 2019 en torno al 57% para los descuentos de documentos con un máximo en septiembre de 67% y un promedio de 71% para adelantos en cuenta corriente con un pico también en septiembre de 85%.

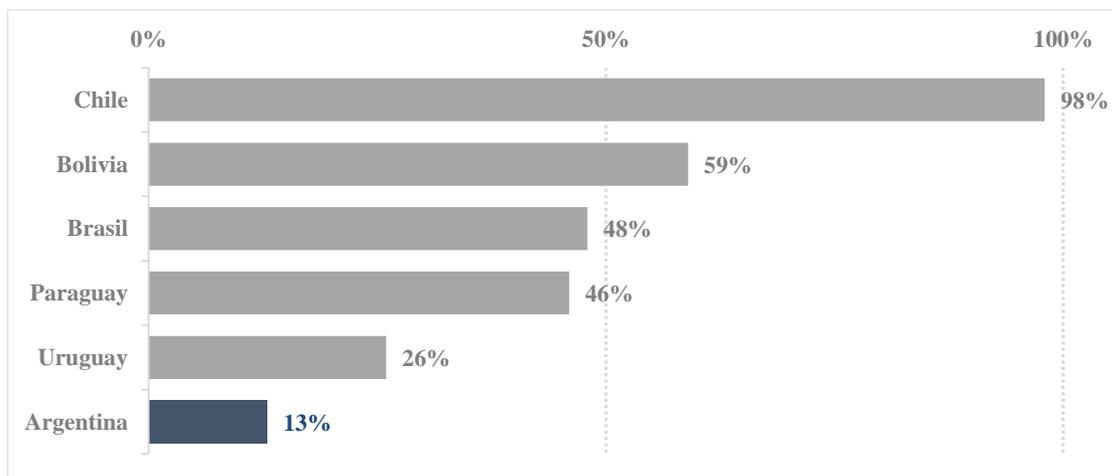
2.2 Crédito Bancario

En los últimos años el crédito bancario argentino en relación con su PBI se encuentra en el rango del 13% al 16%, sin embargo, de este porcentaje solo un 2% corresponden a créditos otorgados a empresas PyMEs.

Según la Federación Latinoamericana de Bancos (Falaban), en 2019 Argentina se encontraba en los últimos puestos del ranking de los países del continente con relación al indicador Créditos/PBI, superada ampliamente por Chile con 98%, Bolivia 59%, Brasil con 48%, Paraguay 46%, Uruguay con 26% y por último Argentina con un 13%.

Relación crédito/PBI en los principales países de la región.

Periodo 2019.

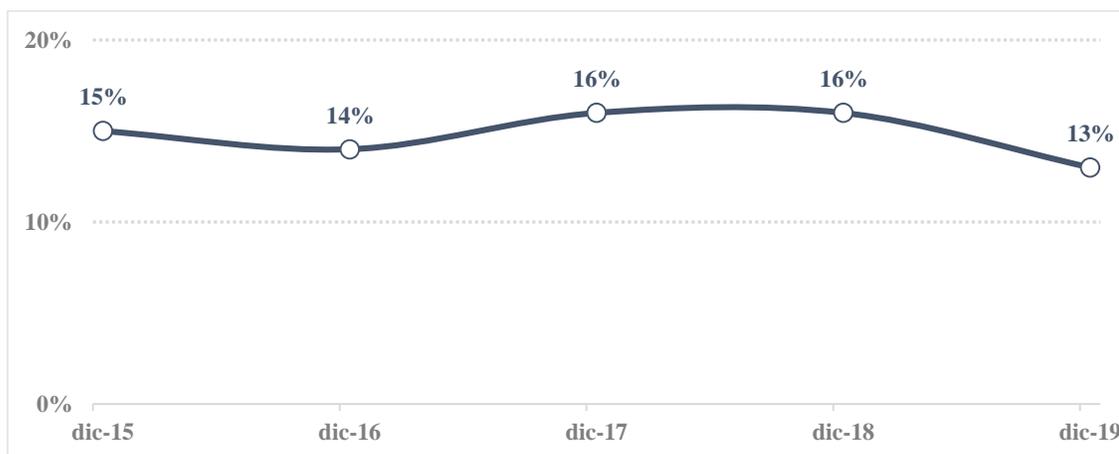


Fuente Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban).

En economías que son sensiblemente inferiores a la de Argentina en términos de PBI, se observa que la participación del crédito es entre 2 y 7,5 veces mayor a la participación del crédito en Argentina. Esta participación escasa en términos del PBI se ha mantenido casi estable en los últimos años en torno al 15%.

Relación crédito/PBI en Argentina.

Periodo 2015-2019.

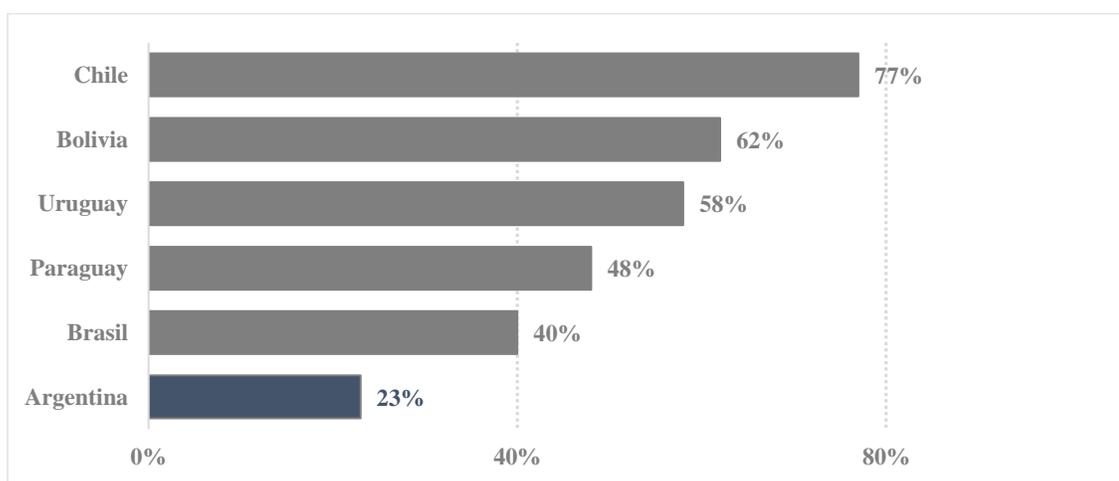


Fuente Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban).

Sin embargo, vale la pena también mencionar que el sistema bancario se encuentra poco alimentado de depósitos para poder aumentar la asignación de esos recursos. En los últimos años los depósitos en relación con el PBI no supero el 28% y al comparar con el resto de los países del continente volvemos a encontrar a Argentina en el último lugar por detrás de Brasil cuyo indicador es de 40%.

Relación depósitos/PBI en los principales países de la región.

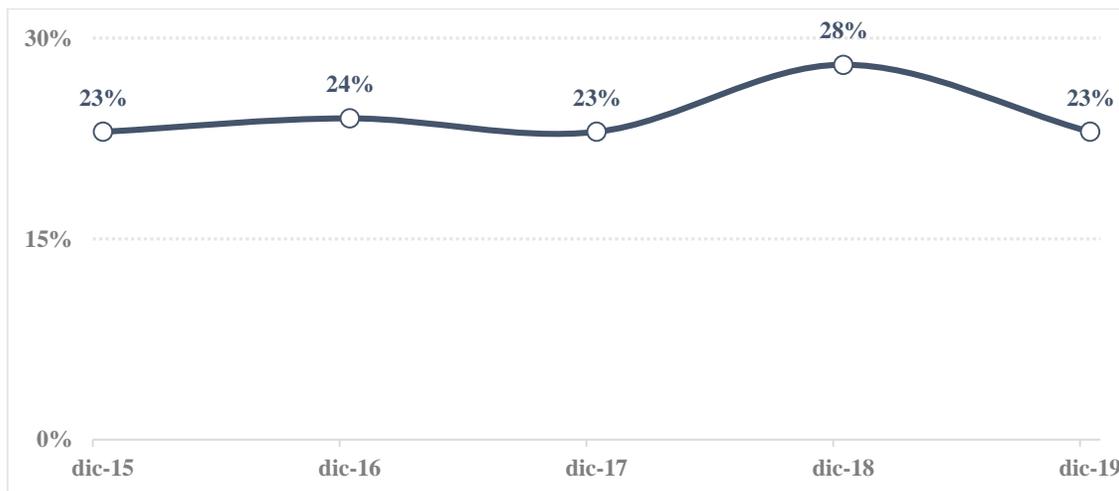
Periodo 2019.



Fuente Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban)

Relación Deposito/PBI en Argentina.

Periodo 2015-2019.



Fuente Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban)

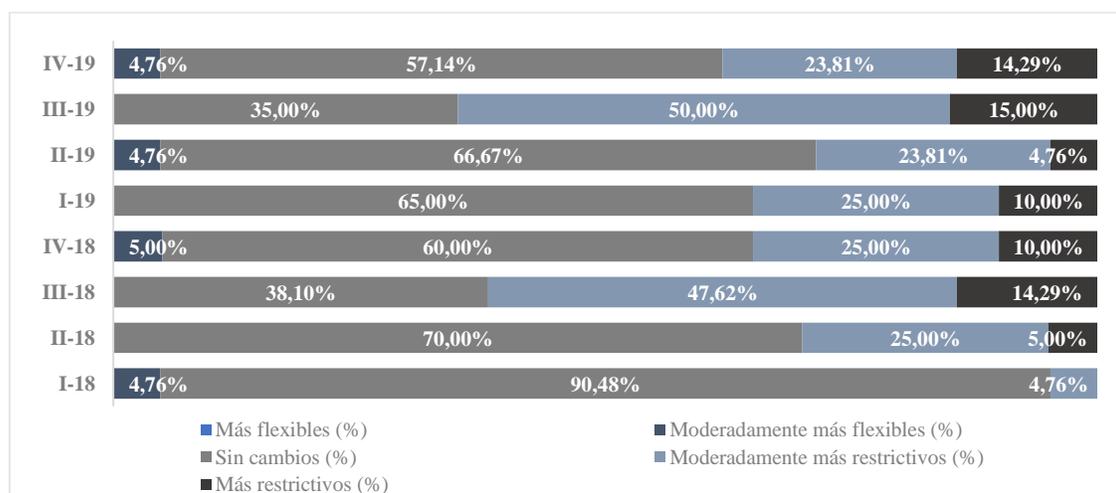
El rol fundamental del sector bancario es la canalización y asignación de los ahorros hacia los proyectos de inversión, esto implica que un mayor tamaño del sector bancario medidos en crédito /pbi incidirá positivamente en la economía del país.

La incidencia del crédito bancario en Argentina es sensiblemente menor que en el resto de los países limítrofes, esta escasa canalización del ahorro hacia los proyectos productivos de inversión afecta al nivel de crédito otorgado al sector privado y en particular hacia a las PyMEs.

En periodo analizado se observa como el sistema bancario le fue endureciendo y restringiendo el acceso al crédito a las PyMEs. Según el informe de Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC)⁷ que elabora el BCRA, se puede observar que una gran parte de los bancos encuestados refirió que los estándares de aprobación de las solicitudes de crédito iban a ser entre moderadamente y más restrictiva respecto al trimestre anterior.

Variación porcentual de Estandares de Aprobacion de Créditos respecto al trimestre anterior.

Periodo 2018-2019



Fuente Encuesta de Condiciones Crediticias del Banco Central de la República Argentina (BCRA)

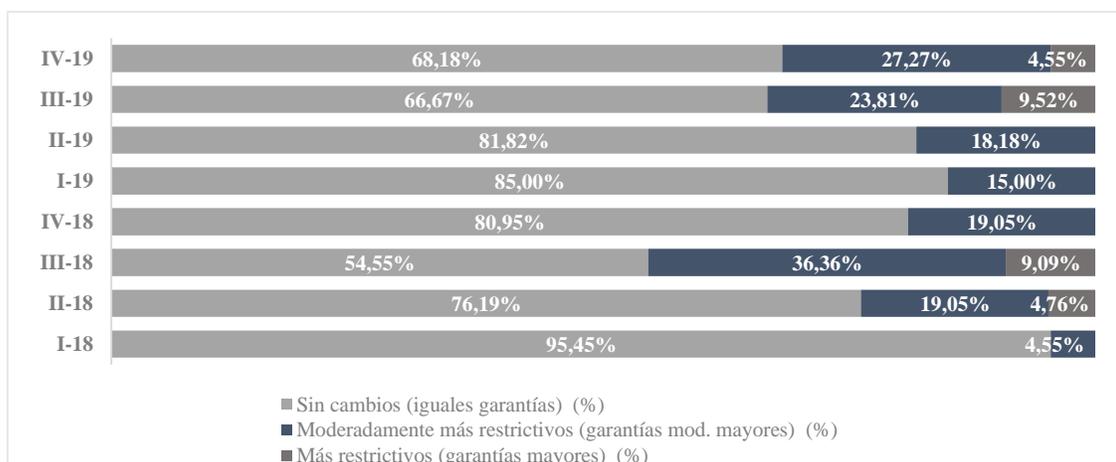
⁷ La Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC) es un relevamiento trimestral que realiza el BCRA a veintitrés (23) las entidades financieras encuestadas que representan en conjunto aproximadamente el 90% del mercado de crédito al sector privado.

La obtención de financiamiento bancario para las PyMEs fue más restrictiva como resultado del endurecimiento de los requisitos: como las garantías solicitadas, menores plazos de financiamiento y mayores tasas de interés.

En los siguientes gráficos se muestra como las condiciones se fueron agravando en los trimestres respecto del trimestre anterior.

Variación porcentual de las garantías requeridas respecto al trimestre anterior.

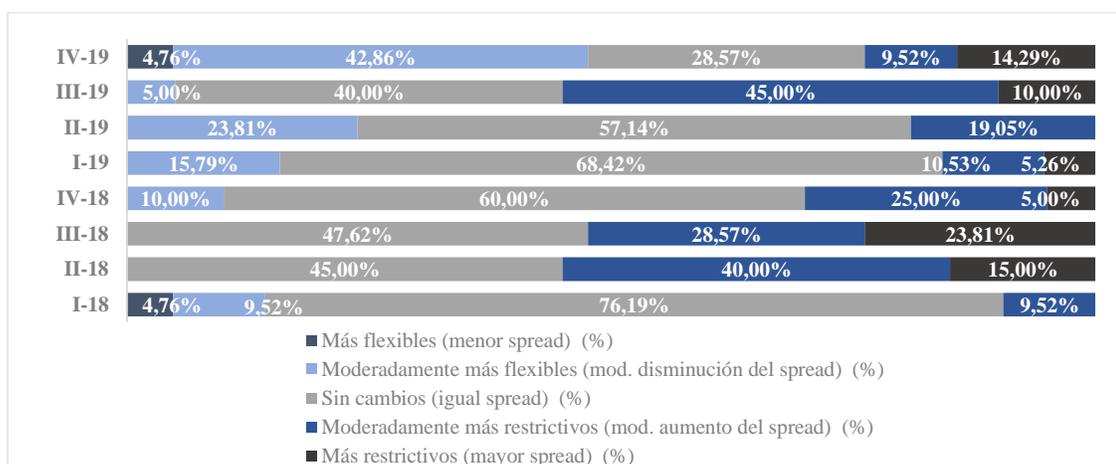
Periodo 2018-2019



Fuente Encuesta de Condiciones Crediticias del Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Variación porcentual del spread sobre costos de fondos respecto al trimestre anterior.

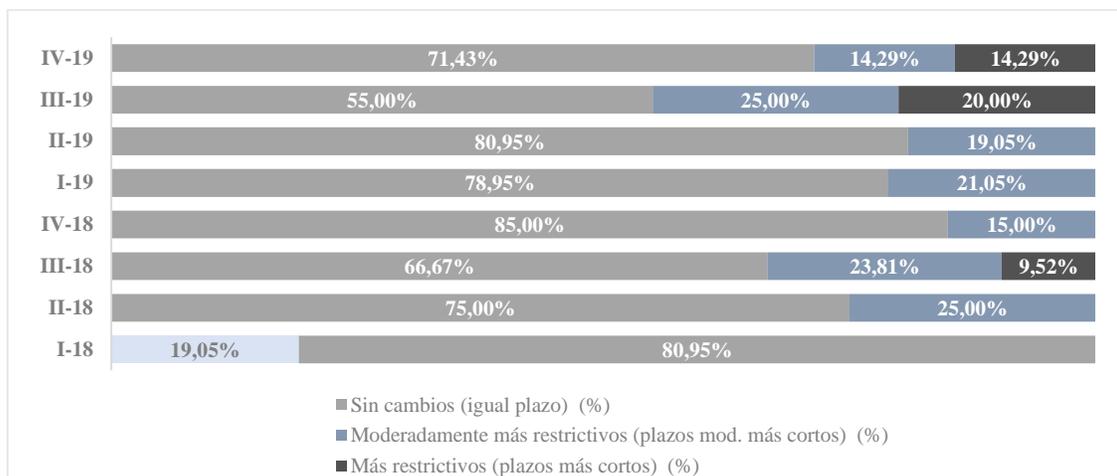
Periodo 2018-2019



Fuente Encuesta de Condiciones Crediticias del Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Variación porcentual de los plazos de créditos respecto al trimestre anterior.

Periodo 2018-2019.



Fuente Encuesta de Condiciones Crediticias del Banco Central de la República Argentina (BCRA)

La PyMEs argentinas financian mayoritariamente sus inversiones con recursos propios, cuando este no le es suficiente o simplemente se deciden a utilizar el financiamiento externo, inicialmente el sistema bancario es la opción más recurrida por ellas, durante el 2019 entre un 20 y un 30% de las PyMEs industriales argentinas decían tener proyectos frenados por falta de fondos debido a la restricción que imponían los bancos sobre los créditos y durante el primer trimestre de ese mismo años las dificultades de acceso se incrementaron en un 62% respecto al mismo periodo de 2018.

Esta restricción de fondos se puede observar por el endurecimiento de las condiciones en las que estas empresas debían acceder al crédito, estas condiciones se la pueden analizar desde tres variables relevantes como lo son la tasa de interés, las garantías exigidas y el plazo de financiamiento. En el periodo se observa que las tasas de interés se fueron incrementando desde el comienzo de 2018 y lo mismo sucedió con las mayores garantías exigidas, en caso de los plazos de financiamiento se les acotaron los plazos en el que las empresas debían devolver los recursos solicitados.

Se debe mencionar también que el sistema bancario viene siendo poco abastecido, los fondos en los últimos años promediaron en un 24% en relación con el PBI. Aumentar los fondos

provenientes del sector privado robustecerían el sistema bancario e impactaría positivamente en la canalización de esos ahorros hacia proyectos productivos del sector privado en general y el sector PyMEs en particular.

Por último, hay que mencionar un tema que no es menor y tiene gran relevancia, tiene que ver con la política monetaria llevada a cabo por el BCRA en el periodo. Dicha política estaba orientada en estabilizar el mercado cambiario y para ello utilizaba la tasa de interés como variable fundamental, el instrumento elegido para llevar a cabo la tarea de estabilización cambiaria fueron las Lebac⁸ inicialmente luego sustituidas por las Leliqs⁹.

Las leliqs llegaron para remplazar y desarmar la tenencia de las lebac (todo inversor podía acceder), ahora con las leliqs el BCRA solo negociaba con bancos en vez de todos los inversores particulares, las altas tasas que este instrumento ofrecía a los bancos, provoco que a estos les fuera más rentable invertir en leliqs que realizar préstamos a los sectores privados, lo cual limitaron su capacidad para prestar y la posibilidad de las PyMEs a acceder al crédito. Según el informe de política monetaria del BCRA a Julio 2019 los bancos tenían tenencias de leliqs equivalentes al 90% de los plazos fijos recibidos.

8 Las Lebac son letras (títulos de deuda) que emite el Banco Central de la República Argentina y pueden ser adquiridas por cualquier persona física o jurídica.

9 Las Leliqs son Letra (títulos de deuda) que emite el Banco Central de la República Argentina y pueden ser adquiridas por los bancos.

Capítulo 3: Fuentes Externas: Sociedades de Garantía Recíproca

Más allá del financiamiento a través de los aportes propios, desde que existe el comercio siempre existió la necesidad un financiamiento ajeno para hacer crecer la actividad. Por este motivo, las personas localizadas en una determinada zona se agrupaban por pertenencia a una asociación profesional ya existente, a un mismo sector o a la misma categoría comercial y se prestaban ayuda los unos a los otros para acceder a la financiación necesaria para conseguir sus fines.

A comienzos de la edad media ya existía la figura de la garantía mutua, los miembros de grupos formados por familias, los vasallos en el sistema feudal o artesanos de diferentes oficios, se facilitaban protección de forma solidaria para el acceso a financiamiento.

En Europa las primeras sociedades de garantía recíproca con una regulación nacían en Francia a principios del siglo XX, con la denominación de sociedades de garantías mutuas, impulsadas por la iniciativa privada debido a la necesidad de asociarse de los pequeños artesanos, comerciantes y propietarios de empresas para solventar los problemas que tenían de acceso a la financiación ajena tan importante para el mantenimiento de sus negocios. (RAMÍREZ, 2014)

La creación de estas instituciones en argentina no fue un hecho aislado ni mucho menos improvisado, sino que éstas ya contaban con una larga trayectoria en Francia y se expandieron rápidamente por toda Europa motorizadas en aquel momento por la necesidad de facilitar el acceso a financiamiento de pequeñas industrias con el objetivo de que estas sirvieran a la reconstrucción del entramado productivo que se deterioró pasada la segunda guerra mundial. (Kulfas, 2009)

3.1 Marco Normativo

En Argentina las Sociedades de Garantías Recíprocas (de ahora en más SGR) nacen a través de la sanción de la Ley N° 24.467 en 1995 y se modifica parcialmente con la sanción de la Ley N° 25.300. En ellas se establece la necesidad de crear una institución que promueva el desarrollo y el crecimiento de las micro, pequeñas y medianas empresas.

La creación de las SGR tiene el objetivo de facilitarles el acceso al crédito, así como también el de brindar asesorías técnicas, económicas y financieras a sus socios de forma directa o a través de terceros. Sin embargo, bajo ningún punto de vista las SGR prestan dinero, sino que permiten que las PyMEs accedan en mejores condiciones al financiamiento en cuanto a plazo, tasa y garantías en el mercado de crédito financiero, técnico y comercial.

En las SGR actúan los siguientes socios, con la exclusión de que una misma persona no puede ser protector y participe a la vez. Son socios protectores las personas físicas y/o jurídicas que pueden ser nacionales o extranjeras, públicas o privadas que realizan un aporte de capital a las SGR, para que esta administre el fondo de riesgo y pueda otorgar avales a las PyMEs respaldados en estos fondos y son socios participes las PyMEs que están siendo respaldadas a través de avales por las SGR.

3.1.1 Límites Operativos

Las SGR no pueden asignar a un mismo socio participe un aval que supere el 5% del total del fondo de riesgo, así como tampoco podrán entregar avales superiores al 25% de su fondo a un mismo acreedor. Quedan excluidas del límite operativo (aval 25%) las garantías correspondientes a créditos otorgados por entidades bancarias y las garantías otorgadas a organismos públicos centralizados o descentralizados dependientes de los gobiernos nacionales, provinciales, municipales y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires que desarrollen actividades comerciales, industriales o financieras.

La autoridad de aplicación podrá autorizar mayores límites de avales con carácter general en virtud del desarrollo del sistema. Asimismo, podrá exceptuar de los límites operativos a casos

particulares, con carácter excepcional y por decisión fundada, siempre que se presenten algunas de las siguientes circunstancias: respecto del límite aplicable a los acreedores y respecto del límite aplicable al socio partícipe.

a) **Respecto del límite aplicable a los acreedores:** cuando los mismos resulten organismos públicos estatales, centralizados y descentralizados nacionales, provinciales o municipales que desarrollen actividades comerciales, industriales y financieras, entidades financieras reguladas por el Banco Central de la República Argentina y/o agencias internacionales de crédito.

En estos casos deberá acreditarse que las condiciones de financiamiento, en el costo y/o en el plazo, representan un beneficio real para las PyMEs.

b) **Respecto del límite aplicable al socio partícipe:** cuando la SGR tenga garantías vigentes como mínimo al treinta por ciento (30%) de sus socios partícipes, podrá autorizarse una garantía de hasta un quince por ciento (15%) del valor total del fondo de riesgo por cada sociedad de garantía recíproca siempre que dicho monto no supere las ventas del último semestre calendario del solicitante.

3.1.2 Capital Social y Fondo de Riesgo

El capital social de las SGR estará integrado por los socios y representado por acciones ordinarias nominativas de igual valor y número de votos. El capital social mínimo será fijado por vía reglamentaria y podrá variar sin necesidad de modificar el estatuto.

La participación de los socios protectores no podrá exceder del cincuenta por ciento (50 %) del capital social. La participación de cada socio partícipe no podrá superar el cinco por ciento (5 %) del mismo.

Los aportes deberán ser integrados en efectivo, como mínimo en un cincuenta por ciento (50 %) al momento de la suscripción y el remanente deberá ser integrado, también en efectivo en el plazo máximo de un año a contar de esa fecha. La integración total será condición necesaria para que el socio partícipe pueda contratar garantías recíprocas.

Las SGR deberá constituir un fondo de riesgo¹⁰, dicho fondo podrá asumir la forma jurídica de un fondo fiduciario en los términos de la Ley N° 24.441, independiente del patrimonio societario de la SGR. Estas tendrán privilegio ante todo otro acreedor sobre las acciones de sus socios con relación a las obligaciones derivadas de los contratos de garantía recíproca vigentes. Las acciones de los socios partícipes no pueden ser objeto de gravámenes reales.

Dicho fondo de riesgo estará constituido por: a) las asignaciones de los resultados de la sociedad aprobados por la asamblea general; b) las donaciones, subvenciones u otros aportes que reciba; c) los recuperos de las sumas que hubiese pagado la sociedad en el cumplimiento del contrato de garantía asumido a favor de sus socios; d) el valor de las acciones no reembolsadas a los socios excluidos; e) el rendimiento financiero que provenga de la inversión del propio fondo en las colocaciones en que fuera constituido y el aporte de los socios protectores.

Al momento de autorizar el funcionamiento de una nueva SGR, la autoridad de aplicación establecerá en la suma de (\$ 400.000.000) el monto del fondo de riesgo autorizado. Una vez cumplido los 24 meses desde el otorgamiento de la autorización a funcionar, el "Fondo de Riesgo Total Computable" no podrá resultar inferior a la suma de (\$ 80.000.000). Ante la falta de cumplimiento, la autoridad de aplicación quedará facultada para aplicar lo establecido en el régimen sancionatorio.

3.1.3 Tipos de SGR y Garantías emitidas

Las SGR pueden ser de tipo cerrada o abiertas y ambas pueden emitir un gran abanico de garantías para que las PyMEs puedan presentar ante las distintas entidades, estas pueden ser financieras, comerciales, técnicas, obligaciones negociables y fiscales.

Las S.G.R Abiertas aceptan como socio partícipe a cualquier empresario PyMEs independientemente de su ramo y ubicación en el mercado mientras que las *S.G.R Cerradas* solo aceptan a empresas pertenecen a un mismo sector de la actividad económica, o tienen algún vínculo de integración vertical u horizontal. Tal es el caso de determinadas empresas que forman

¹⁰ Es el instrumento financiero que sirve como respaldo de las garantías emitidas en favor de los Socios Partícipes.

su S.G.R con la finalidad de abaratar sus costos de insumos mejorando los costos de sus proveedores PyMEs.

Las garantías emitidas por las SGR pueden ser del tipo:

Financieras: Algunos ejemplos de ellas son:

1. Ley N° 21.526: Todas aquellas garantías cuyos acreedores de la obligación principal resulten entidades comprendidas dentro de la Ley N° 21.526. (entidades públicas o privadas que intermediación habitual entre la oferta y la demanda de recursos financieros.)
2. Fintech: Aquellas cuyos acreedores de la obligación principal garantizada resulten empresas de desarrollo y provisión de servicios para la actividad financiera basados en tecnología y/o servicios de pago electrónico, o bien cuya monetización se hubiere efectuado por su intermedio.
3. Organismos Internacionales: Aquellas cuyos acreedores de la obligación principal garantizada resulten Organismos Internacionales de crédito o fondos integrados.
4. Públicas: Aquellas cuyos acreedores de la obligación principal garantizada resulten Organismos Públicos o Fondos de fomento integrados.
5. Cheques de Pago Diferido: Aquellas otorgadas sobre cheques de pago diferido luego negociados bajo el sistema avalado en Bolsas de Comercio y Mercados de Valores.
6. Facturas de Crédito Electrónica: Aquellas otorgadas sobre una Factura de Crédito Electrónica MiPyME (FCE) en las operaciones comerciales entre Micro, Pequeñas o Medianas Empresas luego negociados bajo el sistema avalado en Bolsas de Comercio y Mercados de Valores.
7. Fideicomisos Financieros: Aquellas cuyos acreedores aceptantes fueran fiduciarios de fideicomisos financieros.
8. Obligaciones Negociables: Aquellas que se otorguen sobre obligaciones negociables que sean colocadas por oferta pública autorizada por la CNV.
9. Leasing: Aquellas que se otorguen sobre contratos de leasing otorgados por sociedades cuyo objeto principal sea el otorgamiento de contratos de leasing. Los valores previstos

para las opciones finales de compra no podrán ser computados para el cálculo del Grado de Utilización del Fondo de Riesgo.

10. Pagaré Bursátil: Aquellas que se otorguen sobre pagarés luego negociados bajo el sistema avalado en Bolsas de Comercio y Mercados de Valores.

Comerciales: Son aquellas garantías otorgadas para garantizar operaciones de compraventa y/o locación de bienes o servicios que involucren el financiamiento de un Socio Partícipe y que no se encuentren incluidas en los puntos anteriores. Estas se clasifican en: 2 tipos las que los beneficiarios son los socios Protectores y la que los beneficiarios no son los socios.

Garantías Técnicas: Son aquellas otorgadas para garantizar operaciones que involucren garantías de cumplimiento de obligaciones de hacer, para ser presentadas en licitaciones públicas y/o ante a organismos públicos u organismos internacionales.

ON PYME: Garantías otorgadas con relación a Obligaciones Negociables emitidas por Medianas Empresas de ambos tramos, en el marco del "RÉGIMEN PYME CNV GARANTIZADA" establecido por la Resolución General N° 696 de fecha 15 de junio de 2017 de la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.

Garantías Fiscales: Garantías emitidas con relación a Planes de Facilidades de Pago otorgados por la AFIP,

3.2 Beneficios para los socios de las SGR

El análisis de la experiencia internacional indica que el éxito de los sistemas de garantías radica en que cada uno de los participantes obtiene beneficios concretos que le permiten seguir consolidando el instrumento e incrementando en forma permanente su nivel de actividad.

Para los socios partícipes: Disminución de los requerimientos de garantía, reducción de la tasa de interés de los créditos, aumento en los plazos de financiamiento, mejora en el desempeño de

las PyMEs en los temas de management, calidad y tecnología, agilización en el procesamiento y decisión sobre el otorgamiento del crédito y deducción impositiva a las contribuciones del fondo de riesgo.

Para los socios protectores: Deducción impositiva a las contribuciones del fondo de riesgo¹¹, oportunidad de inversión, mejora en el desempeño de PyMEs vinculadas¹².

Para las entidades financieras: Disminución del riesgo del crédito, reducción de los costos asociados a la evaluación de los créditos y disminución del costo de monitoreo de los préstamos.

Para el Estado: Transparencia en la asignación de los recursos, posibilita que se incremente el número y variedad de agentes económicos; esto es propiedad en muchas manos como base para una democracia sana y favorece la generación de riqueza genuina como pilar de la acción de gobierno.

El fondo de riesgo de una SGR garantiza el cumplimiento de las obligaciones asumidas por las PyMEs con las entidades financieras, comerciales y/o mercado de capitales. A su vez, el fondo de riesgo se invierte en el mercado local, de acuerdo con los límites y previsiones que se establece la ley, algunas de ellas se detallan a continuación:

- Operaciones de crédito público de las que resulte deudora la secretaria de hacienda del ministerio de hacienda o el banco central de la república argentina, ya sean títulos públicos, letras del tesoro o préstamos (hasta el 60%)

¹¹ Los Socios Protectores gozarán del beneficio establecido mediante el Artículo 79 de la Ley por sus aportes al Capital Social y al Fondo de Riesgo de la SGR cuando éstos hayan cumplido con el plazo mínimo de permanencia de DOS (2) años contados a partir de la fecha de su efectivización, y el Grado de Utilización del Fondo de Riesgo haya alcanzado, como mínimo, un valor promedio del (130 %)

¹² Muchas empresas grandes conforman su propia SGR incorporando como socios partícipes a las MiPyMEs que constituyen su propia red de proveedores.

- Valores negociables emitidos por las provincias, municipalidades, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, o sus correspondientes entes autárquicos (hasta el 30 %)
- Obligaciones negociables representativos de deuda, simples o convertibles, garantizados o no, autorizados a la oferta pública por la CNV, hasta el 25 %. Dicho límite podrá aumentarse hasta el 40 % cuando la totalidad de los emisores fueran PyMEs según la clasificación de la secretaría.
- Depósitos en pesos o en moneda extranjera en la caja de ahorro, cuenta corriente o cuentas especiales en entidades financieras regidas por la Ley N.º 21.526 y sus modificaciones (hasta el 10 %)
- Acciones de Sociedades Anónimas legalmente constituidas en el país, mixtas o privadas o contratos de futuros y opciones sobre éstas cuya oferta pública esté autorizada por la CNV (hasta el 10 %)
- Cuotapartes de fondos comunes de inversión autorizados por la CNV, abiertos o cerrados (hasta el 25 %)
- Títulos valores y acciones emitidas por Sociedades y/o Estados extranjeros u organismos internacionales (hasta el 15 %)
- Contratos que se negocien en los mercados de futuros y opciones sujetos al contralor de la CNV (hasta el 10 %)

3.3 Funcionamiento de las SGR

El proceso comienza con las PyMEs acercándose a las SGR con la documentación requerida: certificado Pyme expedido a través de la página de la AFIP, documentación societaria, balances, reseña del proyecto o necesidad específica, ventas actualizadas, referencias comerciales y bancarias, garantías ofrecidas, etc.

Al presentar un proyecto de inversión las SGR realizan una evaluación crediticia correspondiente, analizaran la viabilidad del proyecto y luego decide si se entrega o no el aval para presentar ante instituciones financieras o proveedores.

Una vez aprobado el aval, se le informará los límites de créditos otorgados para los distintos instrumentos de acuerdo con lo solicitado. Si aceptan deberán suscribir acciones, abonar una comisión que oscila entre un 1,5% y un 3,5% del capital avalado y entregar contragarantías.

Como su nombre lo indica son sociedad de garantías recíproca, es decir, que para que la SGR te dé un aval o garantía, te pedirá una contragarantía. Las PyMEs pueden ofrecer una gama muy amplia de activos: Manifestación de Bienes (Fianza), Garantías Reales (Hipoteca o Prenda) o Cesión de Derechos (todo tipo de contratos). El requerimiento de la contragarantía dependerá del monto del aval solicitado, durante 2019 se observa que las fianzas son las contragarantías más entregadas por las PyMEs con poco más de 2/3 del total.

La operatoria es bastante sencilla, generalmente las PyMEs tendrán una entrevista con un oficial asignado que le brindará asesoramiento en lo referente a productos y será su interlocutor/facilitador con el sector financiero.

El acceso a un aval de las SGR significa expandir el abanico de instrumentos posibles a la hora de financiarse, a finales de 2019 estas tenían garantías vigentes emitidas por un total de 68 mil millones de pesos otorgados por un total de 45 SGR. Del total de garantías emitidas las microempresas absorben el 48% seguida por las pequeñas con un 37% y luego las medianas con un 15% y el sector productivo agropecuario, de comercio e industria ocupan el podio de los sectores solicitantes con el 30%, el 25.5% y el 24%.

Si bien los avales que emiten las SGR pueden presentarse ante abanico importantes de acreedores, según la Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantías (CASFOG) el mercado de capitales (52%) lidera el podio de los acreedores a los cuales se le presentan los avales seguido por los bancos públicos y privados (46%). En el presente trabajo nos enfocaremos en los instrumentos que ofrecen los mercados de capitales a través de las garantías emitidas por las SGR registradas en la comisión nacional de valores (CNV). Ver anexo 1.

Capítulo 4: Financiamiento Externo - Mercado de Capitales

La historia bursátil Argentina tiene larga data y para dar cuenta de ello nos podemos remontar a los principios de 1811 donde los comerciantes ingleses instalaron las primeras salas de comercio. La regulación del mercado bursátil llegó en 1889 a través de la reforma del código de comercio argentino sancionado en 1862 donde se incorpora el “Titulo III el De las bolsas y mercados de comercio”. (artículos 75 al 86).

En el año 1937 se creó la Comisión de Valores (CV) dependiente del Banco Central de la República Argentina, con funciones de naturaleza consultiva. Inicialmente ejercía facultades de control de oportunidad y 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. El primer directorio de la CV, estaba integrado por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Banco Central y los bancos y casas financieras privadas.

Esto funcionó hasta la entrada en vigor de la Ley N° 17.811 que se produjo en 1969, a partir de allí se reguló en su totalidad el mercado de los títulos valores, abarcando la oferta pública, 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.

Por medio de la Ley N° 17.811 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 nacional.

Por otra parte, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires nace en 1854 en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, donde se efectuaban transacciones en onzas de oro, en 1856 comenzaron a negociarse acciones de sociedades anónimas, como consecuencia del crecimiento en cantidad de socios y operaciones y en 1862 se inauguró el primer edificio propio en la calle San Martín 216. Allí cotizaban el oro, las cédulas hipotecarias, los cambios, las acciones del Banco Nacional y otros valores y con la Ley N° 17.811 se le confirieron facultades de autorregulación a bolsas y mercados del país.

La ley vino a llenar un vacío regulatorio y sentó las bases para la construcción de un nuevo mercado de capitales más eficiente y transparente. A partir de allí se continuarían cotizando e incorporarían las empresas más sólidas dispuestas a abrir sus libros al público inversor.

En el año 2012 se sancionó la Ley N° 26.831 que sustituye a la Ley N° 17.811 en ella se establece el objetivo del desarrollo del mercado de capitales y la regulación de los sujetos y valores negociables comprendidos dentro de dicho mercado.

Su objetivos y principios fundamentales son: a) Promover la participación en el mercado de capitales de 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; b) Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor; c) Promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas; d) Tender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos de acceso y conexión, con protocolos de comunicación estandarizados, de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación, con los más altos estándares de tecnología; e) 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; f) Reducir el riesgo sistémico en los mercados de capitales mediante acciones y resoluciones tendientes a contar con mercados más seguros conforme las mejores prácticas internacionales; g) Tender a la integridad y transparencia de los mercados de capitales y tender a la inclusión financiera.

El objetivo final de la ley es el de lograr el desarrollo del mercado de capitales, superando las restricciones históricas y creando una nueva estructura que facilite una mayor competitividad de este. Esto Implica la utilización de modernas plataformas de negociación interconectadas, incorporando la más alta tecnología disponible, y facilitando condiciones de competitividad de los agentes de negociación a fin de asegurar la eficiencia en la formación de los precios.

En este sentido, los cambios propuestos atienden las nuevas necesidades tanto desde la oferta como de la demanda, actualizando el rol de regulación, la estructura del mercado, los canales

de distribución de productos, favoreciendo el ingreso de empresas PyMEs y fomentando la canalización institucional del ahorro interno.

Por último, la ley les quita la autorregulación del mercado a las bolsas y los diferentes mercados y pone a la Comisión Nacional de Valores como único organismo de control de la oferta pública en el país. La CNV pasa a tener un rol integral, que abarca desde una mayor capacidad sancionatoria, de fiscalización y de control, hasta el intercambio de información con otros entes del Estado, para una supervisión eficiente de los mercados, intermediarios y emisoras.

La CNV será la autoridad de aplicación y control de ley y tendrá las siguientes funciones: a) Supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a todas las personas físicas y/o jurídicas que desarrollen actividades relacionadas con la oferta pública de valores negociables u otros instrumentos contemplados en la ley y en otras normas aplicables, que por su actuación queden bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores; b) Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública de valores negociables y otros instrumentos y operaciones; c) Llevar el registro de todos los sujetos autorizados para ofertar y negociar públicamente valores negociables, y establecer las normas a las que deban ajustarse los mismos y quienes actúen por cuenta de ellos; d) Promover la defensa de los intereses de los pequeños inversores; e) Establecer normas mínimas de capacitación, acreditación y registro para el personal de los agentes registrados o para personas físicas y/o jurídicas que desempeñen tareas vinculadas con el asesoramiento al público inversor; f) Propender el desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales creando o propiciando la creación de productos que se consideren necesarios a ese fin; g) Fiscalizar el cumplimiento objetivo y subjetivo de las normas legales, estatutarias y reglamentarias en lo referente al ámbito de aplicación de la ley.

4.1 Instituciones del Mercado de Capitales Argentino

El mercado de capitales argentino esta conformadas por distintas instituciones, todas bajo el control de la Comisión Nacional de Valores. Estas instituciones son: La comisión nacional de valores, bolsas de comercios, mercado de valores, cajas de valores y calificadoras de riesgos.

Comisión Nacional de Valores:

La Comisión Nacional de Valores (CNV) es el organismo nacional encargado de la promoción, supervisión y control del mercado de capitales, es una entidad autárquica bajo la órbita del Ministerio de Economía de la Nación Argentina, creada a partir de la Ley N° 17.811 de oferta pública. Actualmente el marco normativo que rige su funcionamiento está dado por la Ley N° 26.831 y las modificaciones introducidas por la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo.

Su misión es la de proteger a los inversores y promover el desarrollo de un mercado de capitales transparente, inclusivo y sustentable que contribuya al progreso económico y social del país. Además, es la encargada de otorgar la oferta pública, velando por la transparencia de los mercados y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección del público inversor.

El directorio está compuesto por 5 miembros que son designado por el poder ejecutivo nacional de acuerdo con su idoneidad y experiencia en el área, a su vez el poder ejecutivo designara al presidente y vicepresidente. Los cargos en el directorio tienen una duración de cinco años y pueden ser reelegidos.

El mercado de capitales es el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la CNV.

El accionar de la CNV como organismo regulador se proyecta sobre las Bolsas de Comercio, los Mercados de Valores, las Cajas de Valores, y sobre las Agencias Calificadoras de Riesgo.

Bolsas de Comercio

Son asociaciones civiles sin fines de lucro, la bolsa de comercio de Buenos Aires junto con la de Rosario y la de Córdoba son la más relevantes en termino de operaciones en Argentina. Su misión es facilitar el acceso al financiamiento de las empresas argentinas, además deben proteger a los inversores mediante la difusión total de la información, de manera que estos puedan tomar las mejores decisiones de inversión con toda la información disponible.

Las principales funciones de la bolsa son las referidas a la autorización, seguimiento y control de las sociedades cotizantes, el registro de las operaciones y la difusión de la información societaria y de negociación.

Son el ámbito de negociación de los títulos valores y tienen como funciones principales las de autorizar, suspender, cancelar la cotización de títulos valores y de asegurar la veracidad de los balances y documentos que deban presentarles para su publicación y difusión.

Toda aquella información que la bolsa le solicite a los cotizantes, como estados contables y otra información relevante la debe difundir por todos los medios que dispone de forma que todos los inversionistas puedan acceder a ella.

Mercados de Valores

Son sociedades anónimas adheridas a una bolsa de comercio, que surgieron ante la necesidad de liquidar y garantizar las transacciones que se realizaban entre sus socios, sin comprometer el patrimonio de la bolsa. Su capital social está compuesto por accionistas que habilitan a sus tenedores como agentes o sociedades de bolsa.

Tienen como funciones principales las de liquidar, vigilar y garantizar las transacciones. A través del sistema de liquidación se asegura la entrega de los títulos contra el pago de la operación, dentro del plazo establecido en las condiciones de negociación.

El mercado de valores es la contraparte de todas las operaciones garantizadas a través del método de compensación por balance multilateral. Esto significa que el vendedor le vende los títulos al mercado y el comprador (inversor) les compra esos mismos títulos.

Para garantizar las operaciones, se les exige a los agentes que intervienen en la negociación que respondan por las operaciones realizadas, en caso contrario se acude a las garantías conformadas por estos para asegurar el cumplimiento de las obligaciones contraídas.

Cajas de Valores

Tienen como función recibir depósitos colectivos de títulos valores públicos o privados, los cuales son administrados por las bolsas y negociados por los agentes de un mercado de valores. A su vez se encargan de llevar registros de las cuentas de los inversores y comitentes

La caja es agente de pago de dividendos, ejerce los derechos de suscripción preferente en nuevas emisiones, extiende certificados de las acciones en depósitos para la asistencia a las asambleas, lleva el registro de acciones y obligaciones para muchas sociedades y actúa como agente fiduciario.

Calificadoras de Riesgo

Las agencias calificadoras de riesgo son entidades cuya función es elaborar opiniones independientes, objetivas y estandarizadas sobre emisiones o titulaciones de valores o instrumentos financieros, a través de las que establecen la probabilidad estadística de que el emisor cumpla sus obligaciones derivadas de los valores o títulos.

El objeto principal de la calificación son los valores de renta fija, de deuda, pero también se emiten en relación con valores de renta variable y sus emisores. En Argentina las entidades deben estar registradas en la CNV para poder desarrollar la actividad y pueden ser de carácter privado o Universidades Públicas. (ver Anexo2)

La función central de los mercados de capitales es la canalización del ahorro privado y redireccionarlo hacia el desarrollo productivo de las sociedades. En los mercados se encuentran personas físicas y jurídicas con excedentes de fondos, estos buscan generar una renta adicional de estos fondos con el menor riesgo posible.

Por otra parte, están aquellas personas que requieren esos fondos para poder llevar a cabo su actividad o expandirla, en la actualidad solo una porción pequeña de PyMEs encuentra en el mercado de capitales un acceso a fondos monetarios requeridos en mejores condiciones que las que se les ofrecen en el sistema en el sistema bancario.

4.2 Instrumentos del mercado de capitales para pymes

El mercado de capitales como canalizador de ahorros para la inversión productiva, ofrece múltiples instrumentos de financiación para que las empresas puedan seleccionar de acuerdo con sus necesidades.

4.2.1 Cheque de Pago Diferido

El sistema de cheque de pago diferido (CPD) es un instrumento en el que interviene principalmente dos sujetos, primero está el que busca adelantar el cobro de los cheques propios o de terceros vendiéndolos en el mercado y segunda la otra parte el inversos con exceso de fondos a cambio de una tasa de interés futura.

El sistema de CPD es una de las herramientas más utilizada en el mercado de capitales para cheques de hasta 360 días. Los sistemas más elegidos para la negociación son: Cheque de pago diferido Patrocinado y Cheque de Pago diferido avalado.

En el sistema **Patrocinado** una empresa grande o PyMEs (sociedad comercial, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones) y el Estado Nacional, provincias y municipios podrán solicitar la cotización de los cheques por ellas emitidos a favor de terceros, para que puedan ser negociados en los mercados de valores. Estos cheques se pueden emitir exclusivamente para el pago a proveedores de bienes y/o servicios.

Una vez que la empresa se encuentra listada, envía los cheques a la caja de valores donde deberá presentarse el beneficiario de los documentos (proveedor de la empresa pyme) a fin de endosarlos a favor de esta entidad depositaria, para su custodia y la exclusiva negociación posterior en el mercado.

El agente con el cual se realiza la operación depositará en una cuenta comitente a nombre del beneficiario, los fondos resultantes de la negociación realizada en el mercado para su disposición.

La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el librador debe tener fondos suficientes a su orden y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor que compró el cheque en el mercado.

El sistema de cheques **Avalados** es un instrumento exclusivo de las PyMEs o personas físicas en el cual negocian cheques propios o de terceros (clientes), a través de la incorporación como socio partícipe a una Sociedad de Garantía Recíproca autorizada a cotizar cheques en la BCBA.

Las PyMEs entregan los cheques 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.

El agente con el cual se realiza la operación depositará en una cuenta comitente a nombre del beneficiario, los fondos resultantes de la negociación realizada en el mercado 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.

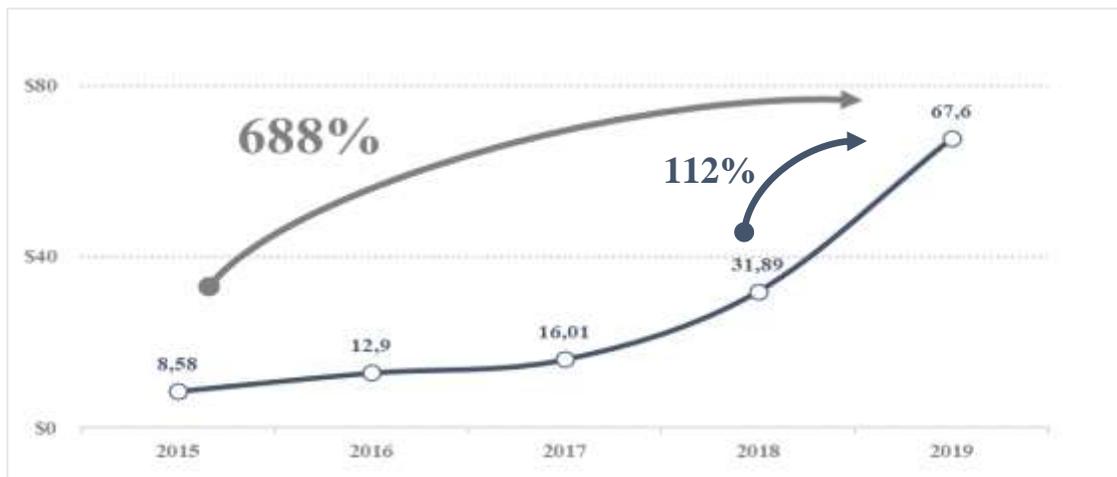
A través de este instrumento es posible acceder a tasas similares a las obtenidas por grandes empresas. El CPD es el instrumento más utilizado por estas empresas en el mercado de capitales, esta herramienta en el mercado de capitales fue creciendo de forma muy acelerada entre 2015 - 2019 el financiamiento fue de \$8,5MM en 2015 y llegó a casi 67,6MM en 2019 es decir, creció un 688% y solo en el periodo 2018 a 2019 se creció un 112% el monto de cheques negociados.

En cuanto al volumen de CPD negociados también fue creciendo exponencialmente en el periodo 2015 – 2019 la cantidad negociada pasa de 84.544 a 268.307, creció un 217% y en el periodo 2018 – 2019 se crece un 44%.

Monto negociado de CPD.

Periodo 2015-2019.

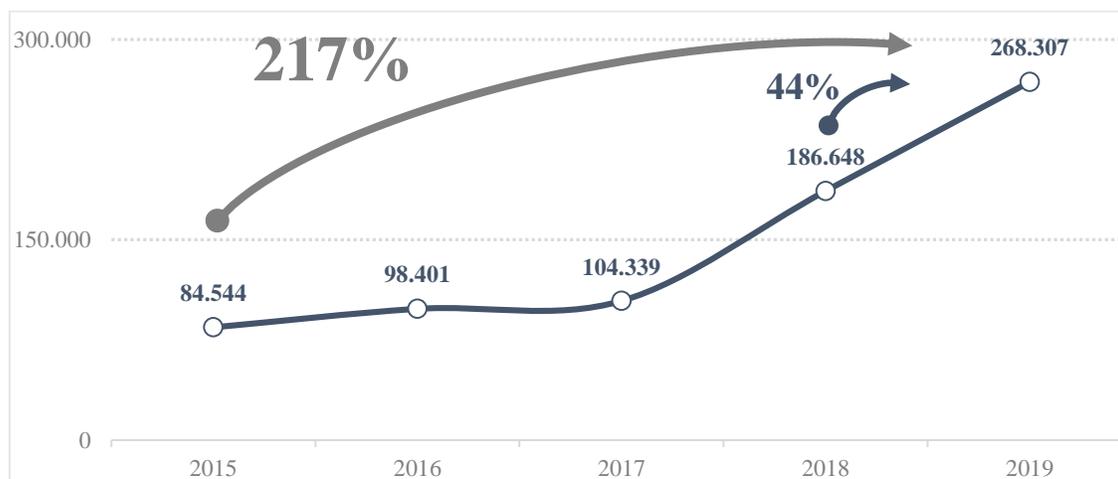
Expresado en millones de pesos.



Fuente Bolsa de Comercio de Buenos Aires y Mercado de Valores Argentinos (MAV)

Volumen negociado de CPD.

Periodo 2015-2019.



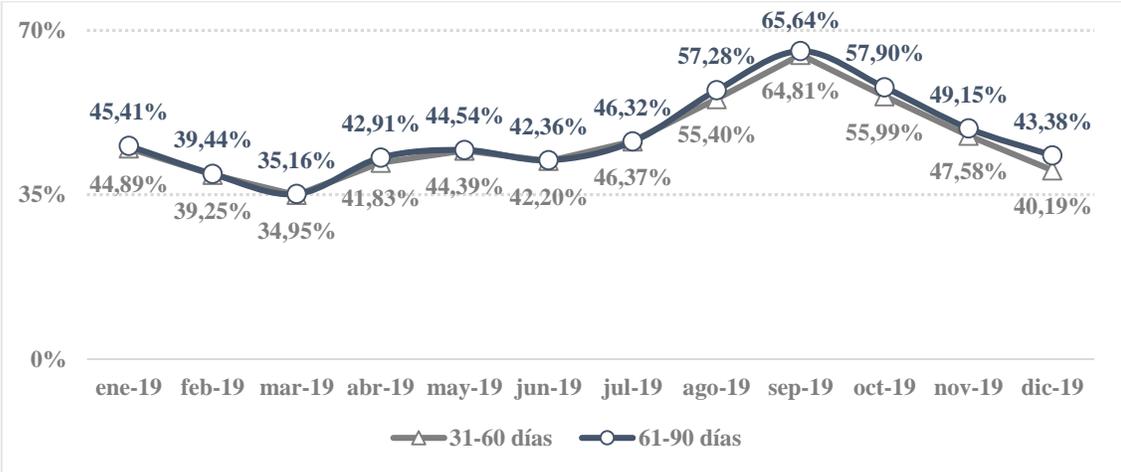
Fuente Bolsa de Comercio de Buenos Aires y Mercado de Valores Argentinos (MAV)

Del total de cheques negociados en el último periodo (2018-2019) se observa que el 99% (449.911) correspondieron a negociados bajo el sistema de avalados y solo el 1% (5.044) se negociaron bajo el sistema de cheques patrocinados.

Durante el 2019 los cheques bajo el sistema de avalados se negociaron mayoritariamente en los plazos de 30-60 días y de 60-90 días. Las tasas negociadas el plazo de 30 a 60 días se ubicaron en un mínimo de 34,95% y un máximo de 64,87% y para el plazo de 60 a 90 días las tasas se ubicaron en un mínimo de 35,16% y un máximo de 65,64%.

Tasa (TNA) de CPD avalados según plazo en días.

Periodo 2019.



Fuente Bolsa de Comercio de Buenos Aires y Mercado de Valores Argentinos (MAV)

4.2.2 Pagare bursátil

El pagaré es un título valor por el cual el suscriptor o sociedad emisora, promete incondicionalmente pagar al tenedor o inversionista, una suma determinada de dinero en una fecha y lugar específico. El pagaré es el instrumento que normalmente se utiliza como documento de negociación y aceptación comercial y la CNV habilitó su negociación secundaria en el mercado de capitales a través de la autorización de la circular N° 3550, reglamentada por el Mercado de Valores de Buenos Aires SA.

Los pagarés autorizados a negociar están definidos en las siguientes características: pagarés patrocinados por la entidad libradora o endosante, pagarés avalados, pagarés librados por el Estado Nacional, estados provinciales, los gobiernos autónomos, los municipios, los entes autárquicos y las empresas y sociedades del estado.

Los pagarés deberán estar respaldados por las SGR, las que convertirán los instrumentos ilíquidos en líquidos. Este instrumento podrá librarse tanto en pesos como en moneda extranjera por un monto mínimo de \$100.000 y el plazo deberá ser de entre 180 días y 3 años.

Cuando el pagaré bursátil es en moneda extranjera, debe considerarse el tipo de cambio vendedor “billete” del Banco de la Nación Argentina (BNA) correspondiente al cierre del día anterior de la fecha de vencimiento. Para la liquidación (T+1) se utilizará el tipo de cambio vendedor “billete” del BNA correspondiente al cierre del día anterior de la fecha de concertación.

Para su negociación los pagarés deberán encontrarse depositados en la caja de valores para controles de convalidación por defectos formales y de autenticidad del instrumento, como así también para su custodia.

Según los datos publicados por el Mercado de Valores Argentinos (MAV) en el periodo 2018 - 2019 se negociaron pagares bursátiles en pesos por un monto de \$1,9MM y USD 344M creciendo el monto negociado un 30.4% en 2019 respecto de 2018 para los pagarés en pesos y un casi 4,7% para los pagarés en dólares.

Monto en pesos y dólares de pagares negociados.

Periodo 2018-2019

Expresado en millones de pesos y dólares.

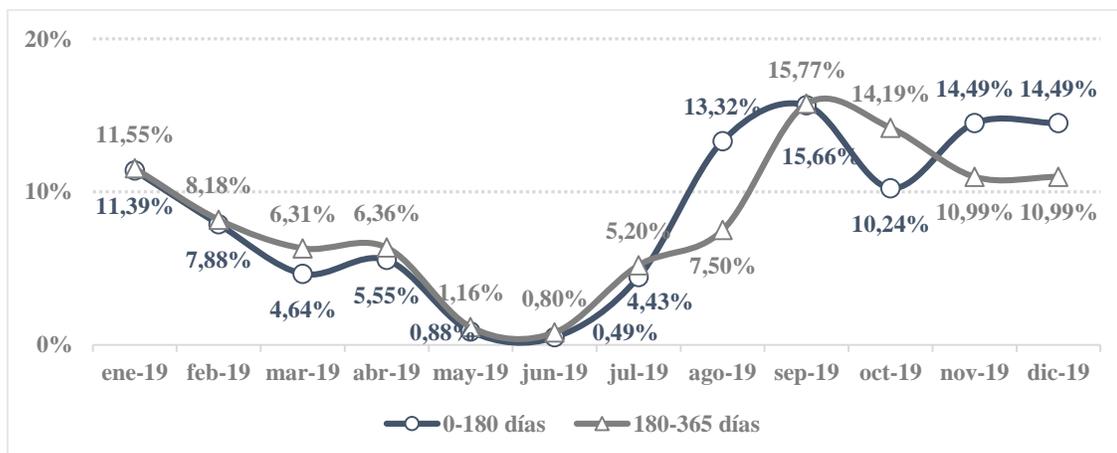


Fuente Mercado de Valores Argentino (MAV)

Durante el 2019 los pagarés bursátiles se negociaron mayoritariamente en los plazos de 1- 180 días y de 181-365 días tanto para los pagarés en pesos como en dólares. Las tasas negociadas para plazos de 1-180 días en dólares el mínimo se ubicó en 0,49% el máximo en 16% para los negociados en peso el mínimo fue de 36,29% y el máximo fue de 69% y para el plazo de 181 a 365 días las tasas en dólares se ubicaron en un mínimo de 0,8% y un máximo de 16% para los negociados en pesos el mínimo se ubicó en 37,77% y el máximo en 71%.

Tasa (TNA) de pagarés en USD según plazo en días.

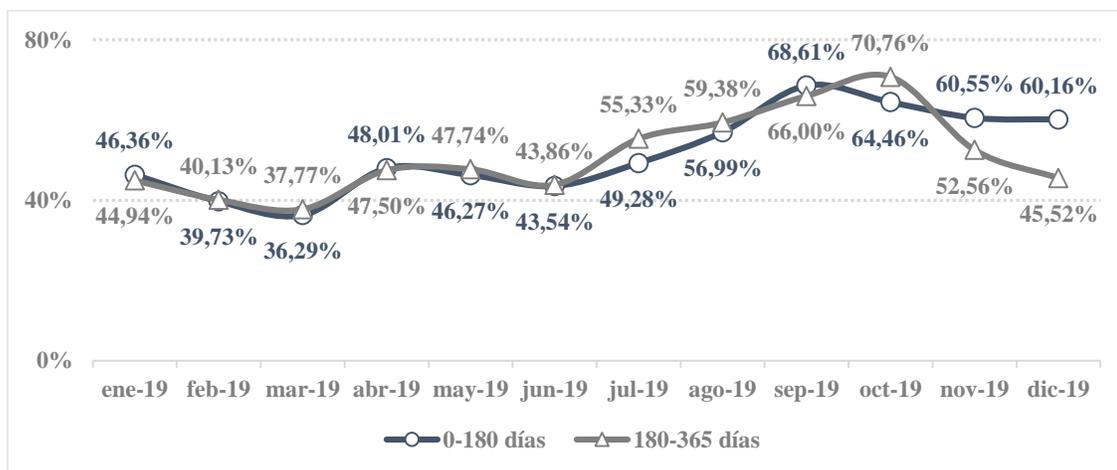
Periodo 2019.



Fuente Mercado de Valores Argentino (MAV)

Tasa (TNA) de pagarés en pesos según plazo en días.

Periodo 2019.



Fuente Mercado de Valores Argentino (MAV)

4.2.3 Fideicomiso Financiero

El fideicomiso es un contrato por el cual una empresa o persona física denominada fiduciante transmite la propiedad de ciertos bienes a otra denominada fiduciario para que al vencimiento del plazo o cuando se cumpla alguna condición establecida, este transmita el resultado o beneficio a favor de un tercero denominado “beneficiario o fideicomisario”.

Los fideicomisos pueden realizarse por una o varias empresas, para el caso de las empresas PyMEs suelen lanzarse fideicomisos multitudinarios (varias empresas) para ser más atractivo, bajar costos y conseguir mejor financiación.

El fideicomiso es una herramienta ideal para convertir activos ilíquidos en líquidos, permite separar los flujos de fondo bienes negociados y derechos en un patrimonio diferente. De este modo, el patrimonio neto de la compañía no se ve afectado por esta deuda.

Los bienes fideicomitados quedan exentos de cualquier acción por parte de otros acreedores. Esto constituye una ventaja para el inversor ya que participa de un proyecto, sin asumir el riesgo de la empresa que lo genera.

Sujetos del Fideicomiso.

- **Fiduciante:** Es el propietario de los bienes que se transmiten a través del contrato de fideicomiso e instruye al **Fiduciario** acerca de la tarea que deberá realizar en beneficio del **Beneficiario** y/o **Fideicomisario**.
- **Fiduciario:** Es el administrador del fideicomiso, quien tiene la propiedad fiduciaria transmitida por el fiduciante y tiene la obligación de administrarla y una vez cumplido los plazos del contrato, hacer entrega de los beneficios y/o los bienes al **Beneficiario** y/o **Fideicomisario**.

En casos de fideicomisos ordinarios los fiduciarios pueden ser cualquier persona física o jurídica, pero para los fideicomisos financieros los fiduciarios podrán ser entidades financieras y personas jurídicas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores.

- **Beneficiario:** El beneficiario es aquella persona física o jurídica a favor de la cual se administran los bienes fideicomitidos, recibiendo los frutos que produzcan. Puede ser el mismo fiduciante o alguien a quien este designe.
- **Fideicomisario:** Es el destinatario de los bienes una vez cumplido el plazo o condición a que está sometido el dominio fiduciario. En el caso de que el fideicomisario no está expresamente estipulado en el contrato será el beneficiario.

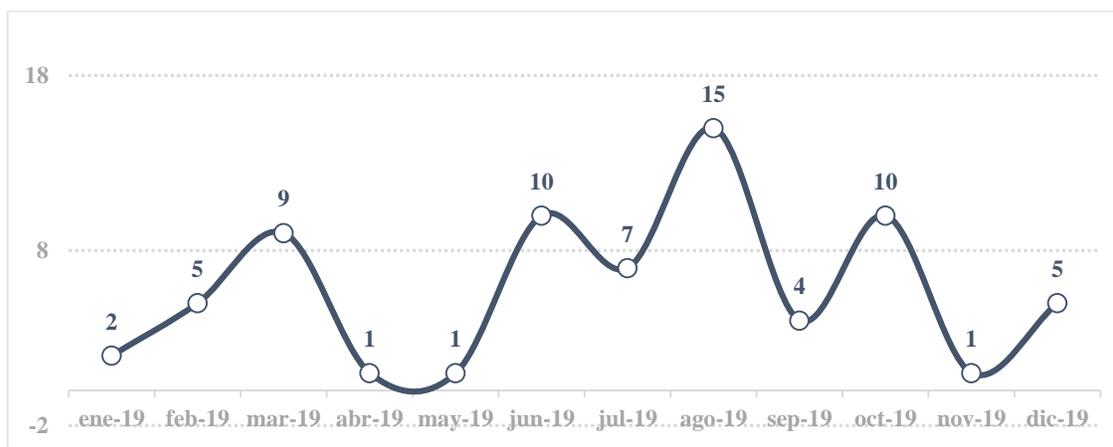
Operatoria del Fideicomiso Financiero

Durante el 2018 solo se emitió un fideicomiso financiero PyMEs por un total de 2M de USD, el total financiado en el mercado durante ese año bajo ese instrumento fue de 1281M de USD. En 2019 el financiamiento fue de 736 Millones de dólares en 118 fideicomisos emitidos y la participación de las pymes en el financiamiento fue de 70 millones de dólares un 9,5% del total financiado en 26 fideicomisos emitidos.

Monto del financiamiento a través de fideicomisos financiero pymes.

Periodo 2019.

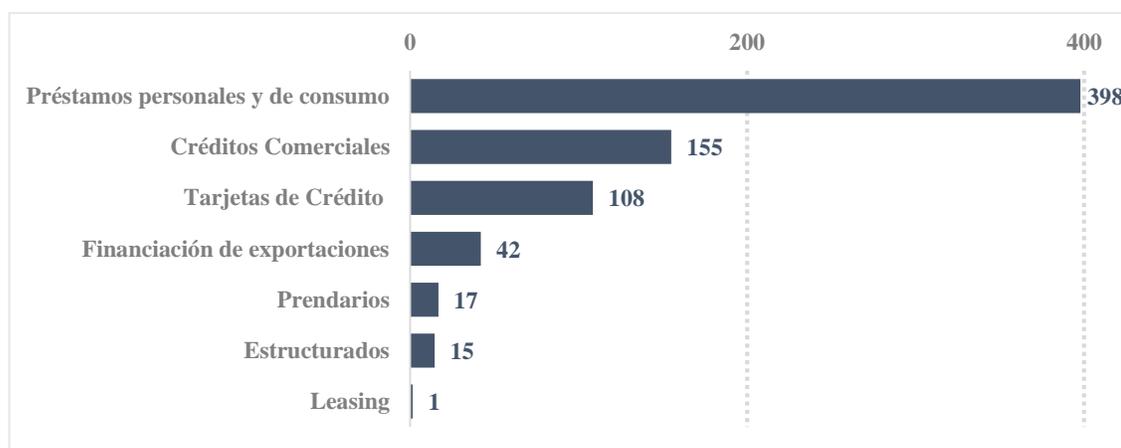
Expresado en millones de USD.



Fuente Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

Monto del financiamiento según tipo de fideicomiso*. Periodo 2019.

Expresado en millones de USD.



Fuente Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

* Contempla FF emitido por grandes empresas.

De los diferentes tipos de fideicomisos que se emitieron por todas las empresas durante 2019 el 75% fueron bajos fideicomisos de préstamos personales y consumo y créditos comerciales llegando a financiar un total de 553 Millones de dólares, seguido por los fideicomisos de tarjetas de crédito por un total de 108 Millones de dólares (15%).

4.2.4 Obligaciones negociables

Las obligaciones negociables son valores de deuda emitidos y negociados en el mercado de capitales que representan un empréstito de corto, mediano o largo plazo que le confieren al tenedor el derecho de percibir una renta con tasa fija o variable que puede ser en peso o moneda extranjera.

Las obligaciones negociables emitidas bajo el régimen Pyme deben ser simples, no convertibles en acciones, deben contar con garantías otorgadas por sociedades de garantías recíprocas, entidades financieras o fondos de garantías. Solo podrán ser colocadas por subasta o licitación pública y solo podrán ser adquiridas por inversores calificados.

A raíz de la Resolución General N° 761/2018 la CNV define quienes son los inversores calificados para adquirir determinados valores negociables emitidos por pequeñas y medianas

empresas. Los inversores calificados son: El Estado Nacional, las provincias y municipalidades, las entidades autárquicas, las sociedades del estado y las empresas del estado, los organismos internacionales y personas jurídicas de derecho público, los fondos fiduciarios públicos, la administración nacional de la seguridad social– fondo de garantía de sustentabilidad, las cajas previsionales, los bancos y entidades financieras públicas y privadas, los fondos comunes de inversión, los fideicomisos financieros con oferta pública, las compañías de seguros, de reaseguros y aseguradoras de riesgos de trabajo, las sociedades de garantía recíproca, las personas jurídicas registradas por la CNV como agentes, cuando actúen por cuenta propia, las personas humanas que se encuentren inscriptas, con carácter definitivo, en el Registro de idóneos a cargo de la CNV, las personas humanas o jurídicas, distintas de las enunciadas en los incisos anteriores, que, en el momento de efectuar la inversión, cuenten con inversiones en valores negociables y/o depósitos en entidades financieras por un monto equivalente a 350.000 unidades de valor adquisitivo (UVA) y finalmente, las personas jurídicas constituidas en el extranjero y personas humanas con domicilio real en el extranjero.

La emisión de obligaciones negociables PyMEs gozan de algunos privilegios respecto de la norma general, quedan exceptuadas de cumplir con el régimen informativo de la comisión nacional de valores de presentar estados contables anuales en vez de hacerlo trimestralmente según la norma general de la CNV.

Durante el 2019 se emitieron un total de 17 obligaciones negociables PyMEs que totalizaron una financiación de USD 20.547.626 mientras que en 2018 el financiamiento a través de esta herramienta fue sensiblemente superior USD 32.721.000.

El mayor financiamiento a través de este instrumento se dio en los meses de marzo, junio y diciembre y durante el año hubo cuatro meses consecutivos sin emisión de obligaciones negociables PyMEs.

Monto financiado a través de obligaciones negociables Pyme.

Periodo 2019.

Expresado en millones de USD.



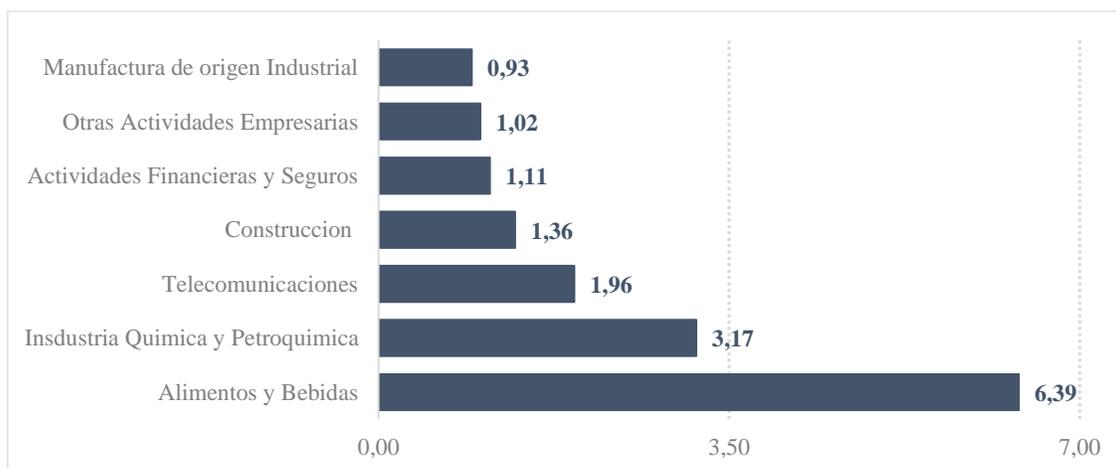
Fuente Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

Del total emitido durante el año 2019, el sector que más ON emitió fue el del Alimentos y Bebidas con USD 6.392.242 seguido por el sector de Industrias Químicas y Petroquímicas con USD 3.172.183

Monto financiado a través de obligaciones negociables Pyme, según sector.

Periodo 2019.

Expresado en millones de USD.



Fuente Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

4.2.5 Factura de Crédito Electrónica (FCE)

Mediante la sanción de la ley de financiamiento productivo (Ley N° 27.440), se incorporó una nueva herramienta de financiamiento para las PyMEs que celebren operaciones comerciales con las grandes empresas, la herramienta se denomina **Factura de Crédito Electrónica Mipyme**.

El procedimiento comienza con la operación comercial entre las PyMEs y una empresa grande, la primera deberá realizar la factura electrónica a través de la plataforma de la AFIP (Agencia Federal de Ingresos Públicos), una vez emitida la FCE la empresa grande podrá rechazarla, cancelarla mediante el pago o aceptarla. Se entiende por aceptada cuando lo exprese dentro de los 30 días de recibir la FCE o de forma tácita cuando transcurrido los 30 días de recibir la FCE no se la rechaza.

Una vez aceptada la FCE se constituye en un título ejecutivo y valor no cartular el cual puede conservar hasta su vencimiento o a través de la plataforma transmitir a un agente de depósito colectivo (caja de valores) para su negociación, en esta etapa la AFIP notificara al deudor (empresa grande).

El deudor recibirá en el domicilio fiscal electrónico una comunicación informando sobre la mencionada transferencia de la FCE a la caja de valores. Dicha comunicación contará con la siguiente información: los datos de la factura; fecha de vencimiento del pago, tipo y fecha de aceptación, un detalle de los comprobantes asociados, monto neto negociable (saldo de la cuenta corriente), número de referencia del pago (dato numérico de 27 posiciones), CUIT y denominación de la caja de valores y alias de la CBU de la caja de valores.

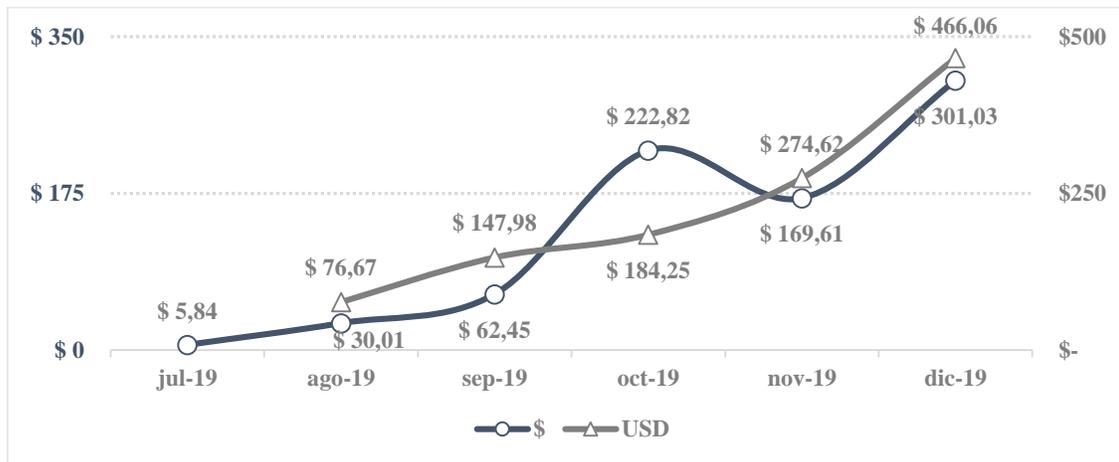
Las FCE contarán con la autorización de la CNV para ser negociadas en el mercado de capitales, al vencimiento de la FCE, el deudor pagará al CBU de caja de valores quien se encargará de realizar el pago al inversor.

En julio de 2019 se negoció la primera factura de crédito electrónico en el mercado de valores argentinos y terminó el año con un total de 628 FCE en pesos por un valor de \$791.755 millones y 39 FCE en dólares por un valor de USD1.149 millones.

Monto financiado a través de facturas de crédito electrónicas.

Periodo junio – diciembre 2019.

Expresado en millones de pesos y dólares.

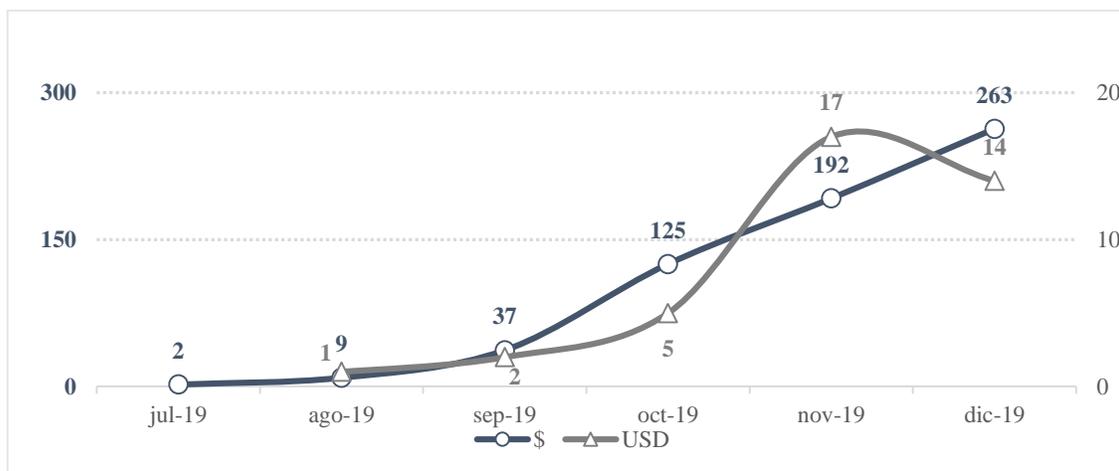


Fuente Mercado de Valores Argentino (MAV)

Cantidad de facturas de crédito electrónicas emitidas.

Periodo junio – diciembre 2019.

Expresado en millones de pesos y dólares.



Fuente Mercado de Valores Argentino (MAV)

La relevancia de las PyMEs en el país tiene que ver con la importancia que estas tienen en los sectores productivos y también en la generación de empleo, por lo tanto, es necesario que se desarrollen, mejoren e intensifiquen las alternativas de financiamiento existentes orientadas a

estas empresas. En este sentido el mercado de capitales argentino viene trabajando hace varios años en constituirse como una alternativa sólida en proveerles financiamiento y para ello ha ido implementando un gran número de instrumentos de corto y largo plazo exclusivo para ellas.

En el periodo analizado se puede observar con gran claridad que el instrumento más escogido por las empresas del sector Pymes, es el descuento de cheque bajo la modalidad de avalados, sin embargo, vale la pena recordar que para que estas empresas negocien los cheques en el mercado de capitales es necesario que cuenten con un aval proporcionado por alguna sociedad de garantía recíproca.

El sistema de descuento de cheques en el mercado financiero es el más escogido por las PyMEs y dentro de este instrumento el sistema avalado acapara el 99% de las operaciones, en el último año este instrumento concertó financiamiento por un total de 67 mil millones de pesos con una tasa promedio en el año alrededor del 47.5% para el plazo de 60 a 90 días y creciendo el nivel de financiamiento respecto de 2018 en un 112%.

Conclusión:

La dificultad del acceso al financiamiento es uno de los problemas centrales de las PyMEs, su incapacidad de hacerse de los recursos monetarios necesarios interfiere en su funcionamiento cotidiano, su expansión y su supervivencia. Los fondos que la empresa requiere pueden provenir de fondos que genera con su actividad o solicitar esos fondos a terceros.

Dentro de las empresas de este sector un gran porcentaje de ellas utiliza los recursos propios para financiarse y el resto los hace principalmente a través de bancos y una pequeña porción en el mercado de capitales. El hecho de que en la estructura de capital de estas empresas predominen los recursos propios tiene que ver por dos cuestiones centrales que son barrera cultura propia de la empresa y las imperfecciones del mercado financiero.

Por su conservadurismo financiero y la reticencia que tienen a perder el control de la empresa explica una parte del porque prefieren financiar su negocio inicialmente con fondos propios siempre y cuando le sea posible y en última instancia recurrir al financiamiento externo y por otra parte, existen imperfecciones en el mercado financiero como lo es la asimetría de información que perjudica a las PyMEs limitando su capacidad para acceder a fondos monetarios en el mercado financiero mediante la imposición de mayores restricciones.

Como se mencionó el financiamiento bancario históricamente fue el más requerido por las empresas PyMEs, este sector tiene una gran cantidad de instrumentos de financiación para ofrecerles a la gran diversidad de empresas PyMEs existentes en el país. Los instrumentos más utilizados por estas son el descubierto en la cuenta corriente y los descuentos de documentos.

El periodo que nos propusimos analizar hay que enmarcarlo desde la inestabilidad macroeconómica que atravesaba el país, en este periodo se puede observar una devaluación de la moneda respecto de dólar cuyo impacto instantáneo fue un aumento de la inflación, variable que el gobierno argentino intento estabilizar con políticas monetarias orientadas a sacar pesos de circulación y que estos dejaran de presionar sobre el tipo de cambio.

Para ello, BCRA utilizó la tasa de interés como variable fundamental, el instrumento elegido para llevar a cabo la tarea de estabilización cambiaria fueron las Lebac inicialmente luego sustituidas por las Leliqs. La diferencia entre este instrumento es que en las Lebac podía licitar todo el público mientras que las liliqs solo los bancos. El impacto de esta política y el instrumento de las leliqs hace que los bancos le sea más rentable invertir en ellas que otorgar créditos al sector privado.

Las altas tasas que otorgaban las leliqs sumado a la inestabilidad económica que imperaba en el periodo, los bancos fueron tomando decisiones que conducían a mayores restricciones del crédito y esto se observa en tres variables fundamentales que tienen en cuenta las PyMEs al momento de solicitar un crédito como lo son la tasa de interés, las garantías exigidas y los plazos de financiamiento.

La tasa que recibían los bancos por prestarle al banco central rondó en promedio en el periodo por encima del 50%, esta es tomada como referencia para prestar al sector privado y obligaba a que las PyMEs obtengan retornos de inversión por encima de esta tasa, lo cual limitaba su acceso, a esto se le suma que los plazos en que tenían que devolver los fondos eran cada vez más cortos y por último también se les exigieron mayores garantías como cobertura.

En este contexto toma relevancia las sociedades de garantía recíproca como facilitadoras del acceso al financiamiento para las PyMEs, Estas le abren un abanico muy importante de instrumentos de financiamiento., una de las puertas que se la abre al empresariado PyMEs es la obtención de fondos en el mercado de capitales, mercado al que una muy pequeña porción de ellas recurría.

El mercado de capitales argentino venía incorporando poco a poco a este sector mediante la implementación de instrumentos dedicado a ellos exclusivamente para facilitarles el acceso. Los instrumentos que el mercado les ofrece son amplios e incorporan desde corto a largo plazo y desde los más simple de implementar hasta los más complejos.

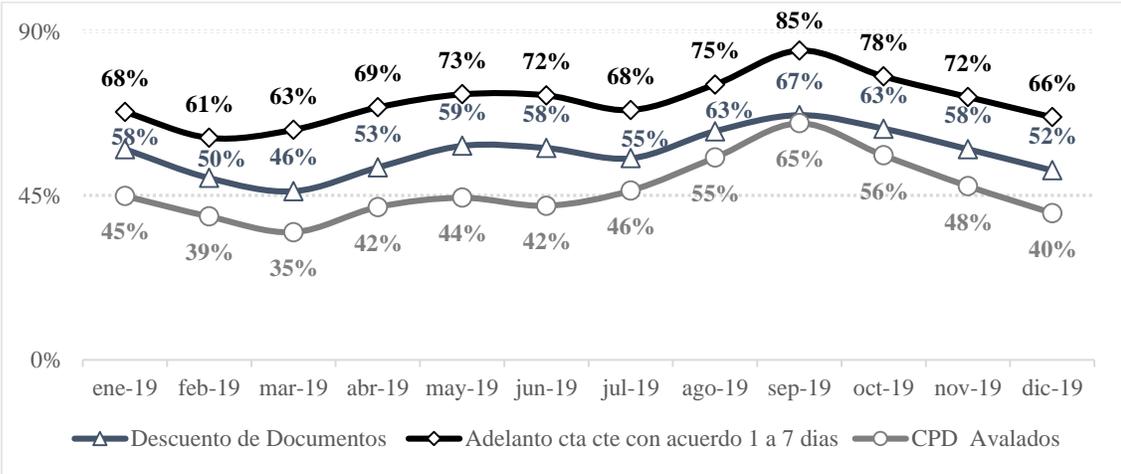
En el periodo el mercado de capitales tuvo un rol relevante absorbiendo la gran demanda de recursos provenientes del sector PyME, el instrumento más escogido por este sector fueron los

descuentos de cheques avalados que durante 2019 llegó a financiar a empresas del sector por un monto total de 66 mil millones de pesos.

Por medio del descuento de cheques avalados durante 2019 las PyMEs se negociaron tasas promedios de descuentos del 42%. Este instrumento es comparable con el descuento de documentos (incluye descuento de cheques) que este mismo sector utiliza en el sistema bancario, durante 2019 mediante este instrumento en los bancos se concertaron tasas de descuento en promedio del 52% mientras que, con el instrumento más utilizados en los bancos, el crédito en cuenta corriente o descubierto se concertaron tasas en promedio de 66% con previo acuerdo y para el plazo de 1 a 7 días.

Tasa (TNA) de instrumentos de mercado vs instrumentos bancarios.

Periodo 2019.



Fuentes: Elaboración propia en base a BCRA y MAV.

Para completar la comparación, a las tasas de descuento que ofrecen los bancos hay que adicionarle otros costos que terminan siendo parte del costo final, como: las comisiones, gastos administrativos, impuestos a los sellos, IVA sobre intereses e impuestos al crédito y débito y a la tasa descuento negociada en el mercado de capitales hay que adicionarle: una comisión a las SGR que va desde el 1.5% al 3.5% anual sobre saldos de capital, la gasto de la caja de valores 0.2% (+ IVA) y gastos de agentes de bolsa de 0.2%.

Comparando los instrumentos más utilizados por las PyMEs dentro del sistema bancario y en el mercado de capitales se puede observar que estas pudieron acceder en mejores condiciones en el mercado de capitales respecto del sistema bancario en el periodo bajo análisis.

En los últimos años el mercado de capitales ha demostrado tener una gran eficiencia en la canalización y la asignación del ahorro privado hacia las inversiones productivas, si bien aún el número de PyMEs que lo utilizan como medio de financiamiento es escaso, cada vez son más empresas las que rompen la barrera cultural y se acercan al mercado.

Anexos

Anexo 1 – Listado de Sociedades de Garantía Reciproca

Código	Denominación	Domicilio	Ciudad	Provincia	Código Postal	Teléfono
50001	Acindar Pymes S.G.R.	Av. Belgrano 367, piso 4°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1092AA D	4342-3500
50002	Affidavit SGR	Cerrito 836, piso 11° Of 25	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1010AA R	4326-7878
50027	Afianzar S.G.R.	Av. Julio A Roca 733, piso 1°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1067AB C	4660-2447
50003	Agroaval S.G.R.	Av. Eduardo Madero 1020, piso 15°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1106AC X	4310-1800
50008	Alfa Pyme S.G.R.	Madres de Plaza de Mayo 3020, piso 14°, of. 3	Rosario	Santa Fe	2000	3414461700
50031	Americana de Avaluos S.G.R.	Rivadavia 755, piso 1° Of. B	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1002AA R	5352-6790
50004	Argenpymes S.G.R.	25 de Mayo 277, piso 10°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1002ABE	2150-7470
50021	Aval Ar S.G.R.	Av. Gral Las Heras 1666, piso 3°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1018AA N	4733-3303
50005	Aval Federal S.G.R.	Maipú 116, piso 3°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1084AB D	5274-7000
50024	Aval Fértil S.G.R.	Saavedra 759	Carmen de Areco	Buenos Aires	B6725BQ K	02273-440042
50006	Aval Ganadero S.G.R.	Av. Corrientes 127, piso 5° Of 506	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1043AA B)	5218-4867/4898/4899
50007	Aval Rural S.G.R.	Av. Córdoba 950, piso 5° Depto. "A"	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1054AA V	4468-8219
50025	Avaluos del Centro S.G.R.	Rosario de Santa Fe 231, piso 1°	Córdoba	Córdoba	X5000AC E	0351-4224230

Anexo 1 – Listado de Sociedades de Garantía Reciproca

Código	Denominación	Domicilio	Ciudad	Provincia	Código Postal	Teléfono
50028	Avaluar S.G.R.	Olga Cossettini 831, piso 2°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1107CDC	5256-0088/89
50009	Campo Aval S.G.R.	Jerónimo Salguero 2835, piso 2° A	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1425DEM	4805- 7499/3038/9255
50035	Conaval S.G.R.	Lavalle 348, piso 4°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1047AAH	4311-4664
50010	Confederar Nea S.G.R.	25 de Mayo 726	Corrientes	Corrientes	W3400BCF	03794-424702 03794-424603
50030	Confiables S.G.R.	Uruguay 772, piso 4° Of. 42	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1015ABP	4858-7956/7977
50026	Creceer S.G.R.	25 de Mayo 277, piso 10°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1002ABE	5555-6000
50033	Crédito Argentino S.G.R.	Corrientes 222, piso 7°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1043AAP	4001-3195
50011	Cuyo Aval S.G.R.	Patricias Mendocinas 617, piso 4°	Mendoza	Mendoza	M5500EAC	0261-425-8707
50012	Don Mario S.G.R.	Lavalle 1527, piso 11°, Dto. 44	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1048AAK	5230-2800
50037	Fidem S.G.R.	José Echenique 2075, Of. 2	Córdoba	Córdoba	X5009KRC	0351-664-3106
50029	Fidus S.G.R.	Manuela Saenz 323, piso 9°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1107DCA	15-6857-0226 // 4301-0501
50039	Fintech S.G.R.	Esmeralda 320, piso 6°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1035ABH	03876-660271
50013	Garantías Bind S.G.R.	Sarmiento 310, piso 4°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1041AAH	4317-8955

Anexo 1 – Listado de Sociedades de Garantía Reciproca

Código	Denominación	Domicilio	Ciudad	Provincia	Código Postal	Teléfono
50014	Garantizar S.G.R.	Maipú 73, piso 6°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1084ABA	4012-2800 // 4325-2898
50038	Innova S.G.R.	Av. Ortiz de Ocampo 3302 - Módulo 3 - Of. 4	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1425DSV	15-5561-4261
50015	Integra Pymes S.G.R.	25 de Mayo 195, piso 9°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1002ABC	
50016	Intergarantías S.G.R.	Av. Corrientes 545, piso 4°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1043AAF	4394-4333
50017	Los Grobo S.G.R.	Av. Corrientes 123, piso 8°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1043AAB	02395-459000
50040	Mills S.G.R.	Juana Manso 1750, piso 5° sur, Complejo Zensity	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1170CHJ	3220-3660
50036	Movil S.G.R.	Av. Cerviño 3812, piso 9° "A"	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1425AGU	
50018	Potenciar S.G.R.	San Martín 793, piso 11° B	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1004AAO	4826-8650 5252-7008
50022	Pyme Aval S.G.R.	Av. Corrientes 311, piso 11°	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1043AAD	5236-4085
50032	Resiliencia S.G.R.	Corrientes 123, piso 5° Of. 505	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1043AAB	02395-451815
50034	Rig Avals S.G.R.	Av. Corrientes 327, piso 6° Of. A	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1043AAD	4850-3400
50019	S.G.R. Cardinal	25 de Mayo 195, 5° piso	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1002ABC	5235-1667
50023	Unión S.G.R.	Juncal 802, piso 4° I	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1062ABF	4328-9505
50020	Vínculos S.G.R.	Av. Belgrano 615, piso 7°. Depto "D"	C.A.B.A.	Buenos Aires	C1092AAG	4331- 9531/4343- 1467

Datos: Banco Central de la República Argentina

Anexo 2 – Listado de Calificadoras de Riesgo

Entidades Privadas:

- EVALUADORA LATINOAMERICANA S.A.
- FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO
- MOODY'S LATIN AMERICA AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO S.A.
- PROFESIONAL RATING SERVICES AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO S.A.
- S&P GLOBAL RATINGS ARGENTINA SRL, AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGOS

Universidades Públicas:

- UNIDAD CEPAF – AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO UNIVERSIDAD PUBLICA (UBA)
- UNIVERSIDAD NACIONAL DE SAN MARTIN
- UNIVERSIDAD NACIONAL DE TRES DE FEBRERO
- UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CENTRO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES

Bibliografía

- Afianzar SGR. (s.f.). *Sociedades de Garantía Recíproca*. Obtenido de abappra: http://www.abappra.com.ar/documentos/material/sociedades_gr.pdf
- AKERLOF, G. (1970). The Market for "lemons": quality, uncertainty and the market mechanism.
- Allen N. Berger y Gregory F. Udell. (1998). *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*.
- Argentina, B. C. (2019). *Informe de Política Monetaria*.
- Benavente, J. M., Galetovic Potsch, A., & Sanhueza, R. (2005). *La dinámica industrial y la financiación de las PYMEs*.
- Briozzo, Anahi y Vigier, Hernan. (2006). *LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO PYME Una revisión del pasado y presente*.
- CASFOG. (s.f.). Obtenido de Camara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantías: <https://www.casfog.com.ar/>
- Cervantes Monsreal, A. h. (2018). *Estructura de Capital, desde la perspectiva del Trade-Off, a nivel Latinoamérica (2008 - 2016)*.
- D'Attellis, A. (2014). *Introducción al mercado de capitales en la Argentina*. Buenos Aires: Red editorial de Universidades Nacionales.
- Dra. Ana S. De Kessler. (s.f.). *Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina: ¿Organizaciones para el Desarrollo de las PyMES o de las grandes empresas?*
- Drimer, R. L. (2011). Teoría del Financiamiento . En R. Drimer. Osmar D. Buyatti.
- FAVIER DUBOIS, Eduardo M. y FAVIER DUBOIS, Eduardo M. (H). (2013). *"El nuevo régimen de mercado de capitales y sus impactos societarios, concursales y contables"*. Buenos Aires: Errepar.
- Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban). (2019). *V Informe de Inclusión Financiera*.
- Franco Modigliani y Merton H. Miller . (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, pp. 261-297.
- Franco Modigliani y Merton H. Miller. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, pp. 433-443.

- Fundacion Observatorio Pyme. (2019). *Informe Especial: Financiamiento, desempeño PyME y desarrollo productivo.*
- Hecker, E. (2020). Comunicado de Prensa.
- INVERTIR. (17 de 01 de 2020). *INVERTIR*. Obtenido de INVERTIR:
<http://www.invertir.gob.ar/secciones/cnv.aspx>
- Kulfas, M. (2009). *Los sistemas de garantías como herramienta para el acceso al financiamiento de Pymes. Alcances y limitaciones de la experiencia Argentina.*
- LEY 17.811 SISTEMA BURSATIL. (15 de 07 de 1968). LEY 17.811 SISTEMA BURSATIL. Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina.
- Ley 24.467 PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. (1995). Ley 24.467 PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. Argentina.
- LEY 25300 LEY DE FOMENTO PARA LA MICRO, PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. (2000). LEY 25300 LEY DE FOMENTO PARA LA MICRO, PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. Buenos Aires, Argentina.
- LEY 26.831 MERCADO DE CAPITALES. (29 de 11 de 2012). LEY 26.831 MERCADO DE CAPITALES. Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina.
- Manzanal, R. (2018). *El Sistema de SGR en Argentina: historia, actualidad y perspectivas.*
- María Alejandra Ferrer y Álvaro Tresierra Tanaka. (2009). *LAS PyMEs Y LAS TEORÍAS MODERNAS SOBRE.*
- Mirande, J. M. (2013). *Nueva Ley de Mercado de Capitales: la responsabilidad de los intervinientes por abuso de información privilegiada.*
- Mondragón-Hernández, S. A. (2011). *Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias.*
- RAMÍREZ, M. J. (2014). *LAS SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA - Organización, Funcionamiento y Actividad.*
- Rassiga, F., & Reineri, N. (2000). *ociedades de Garantía Recíproca en Argentina: ¿ Organizaciones para el desarrollo de las pymes o de las grandes empresas? Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política.*
- Reglamentación de la Ley 24.467. (2018). DECRETO NACIONAL 699/2018. Argentina.
- Resolución 455/2018 SECRETARÍA DE EMPRENDEDORES Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. (2018). Resolución 455/2018 SECRETARÍA DE EMPRENDEDORES Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. Buenos Aires, Argentina.

Stewart C. Myers y Nicholas S. Majiuf. (1984). CORPORATE FINANCING AND INVESTMENT DECISIONS WHEN FIRMS HAVE INFORMATION THE INVESTORS DO NOT HAVE. *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH*.

Wasilevsky, Irene . (2011). *El mercado de capitales y su función en la economía*. Ciudad Autonoma de Buenos Aires: Fundacion Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

