



UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR

**MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN
FINANCIERA DE NEGOCIOS**

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

**FINANCIAMIENTO PYME
MEDIANTE EMISIÓN DE ONs.
EVOLUCIÓN Y VIABILIDAD
ACTUAL**

**Alumno: Cdor. Público Matias Miguel Lenzi
Directores: Hernán Vigier y Anahí Briozzo**

2020

BAHIA BLANCA

ARGENTINA

PREFACIO

Esta Tesis se presenta como parte de los requisitos para optar al grado Académico de Magíster en Administración Financiera de Negocios de la Universidad Nacional del Sur y no ha sido presentada previamente para la obtención de otro título en esta Universidad u otra. La misma contiene los resultados obtenidos en investigaciones llevadas a cabo durante el período comprendido entre el 18 de Mayo de 2018 y el 15 de Mayo de 2020 bajo la dirección de Hernán Vigier y Anahí Briozzo en el Departamento de Ciencias de la Administración.

Cdor. Matias Miguel Lenzi



UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR
Secretaría General de Posgrado y Educación Continua

La presente tesis ha sido aprobada el/..../..... , mereciendo la calificación de(.....)

DEDICATORIA

A mis padres, por su apoyo en todos los desafíos de mi vida, sea el ámbito que sea.

A Flori, mi compañera de la vida, por entenderme siempre, por ayudarme con lo que podía y hacerme compañía en mañanas, tardes y noches de estudio, y por sobre todo por darme ánimo cuando parecía que faltaba mucho.

A mi abuelo “Bocha”, que me guía desde el cielo.

A mi familia y amigos, que son parte de mis logros y pilares importantes de mi crecimiento.

A Juan Ignacio López, que me hizo enamorarse de las Finanzas y fue quien me impulsó para hacer la Maestría.

AGRADECIMIENTOS

A mi directores, Hernán Vigier y Anahi Briozzo por el acompañamiento a lo largo de todo este trabajo.

A la Universidad Nacional del Sur, y especialmente al Departamento de Ciencias de la Administración, por ser mi lugar de formación académica tanto en mi carrera de grado de Cdor. Público, en la Diplomatura de Comercio en Granos y en la Maestría en Administración Financiera de Negocios.

A mi gran amigo Juan Ignacio Redondo, por ser un compañero inmejorable, un distinto. Fue un placer compartir esto con vos.

A mi tía Marcela, siempre predispuesta, junto con mi tío Carlos, mis segundos padres.

Al resto de mis compañeros de la Maestría por su compromiso y trabajo en equipo.

A mis compañeros de trabajo, que siempre estuvieron para cubrir mi hueco en momentos donde tenía que cursar o rendir. Especialmente, a mi amigo Mariano Pandin, que siempre me dio una mano para lo que necesite.

A Vial Agro S.A., que me permitió viajar a Bahía Blanca cada vez que tenía que cursar y/o rendir.

RESUMEN

El objetivo general de este trabajo se basa en analizar la evolución de las Obligaciones Negociables (ONs) en la década 2010-2020, y describir un costeo actual que permita dilucidar la conveniencia o no de este instrumento de financiación frente a las alternativas posibles tanto del mercado de capitales como del financiero. La investigación se aborda bajo un enfoque mixto, ya que si bien gran parte de la misma tendrá naturaleza cuantitativa por la evaluación de costos, otra parte será de carácter cualitativa, y estará enfocada en el proceso que deberá desempeñar una PyME para abrirse al mercado de capitales.

Se busca establecer análisis de conveniencia entre las necesidades financieras de las PyMEs y las alternativas reales de financiación, en donde se evalúa la totalidad de los costos que deben afrontar las empresas y los cambios organizacionales a los que se enfrentarán, para tener una visión completa y acabada de cuál es la opción de financiación más ventajosa. Estas relaciones se determinan a través de un análisis de los mercados, realizando costeos y condiciones a cumplir para acceder a las distintas fuentes.

A través de los resultados se evidencia que la emisión de ON conlleva una evolución societaria ligada al surgimiento de determinados costos, algunos fijos, que terminan impactando en el costo total financiero (CTF). Esto implica que este instrumento, a priori, es una alternativa viable principalmente para emisiones de mayor volumen, y por ende, para empresas de mayor envergadura. De esta forma, podrán acceder a un nuevo mercado de financiamiento, donde resulta fundamental analizar el *trade-off* de costos y beneficios de la operación.

ABSTRACT

The main purpose of this thesis is based on analyzing the evolution of the Negotiable Obligations (ONs) in the decade 2010-2020 and describing a current costing that allows us to clarify how convenient this financing instrument is as against the possible alternatives. This is an exploratory research developed with a mixed approach, so most of it have a quantitative nature due to cost evaluation, another part is qualitative, which determine on the process that an PyMEs must carry out to take part in the capital market.

This work tries to analyze the convenience between the financial needs of PyMEs and the real financing alternatives, where the totality of the costs that companies must face and the organizational changes to make, in order to have a complete vision and finished which is the most advantageous financing option. These relationships are determined through an analysis of the markets, making costs and conditions to be met to access the different financial markets.

This research show that the issuance of ONs linked to a significant amount of costs that end up impacting the total financial cost. It implies that this instrument is a viable alternative only for large-scale companies, although this type of emissions it is not convenient if we only look at the cost, it has the addition that it allows access to new financing market. The companies must carry out a trade off evaluation of the costs and income of the operation.

INDICE

| | |
|---|----|
| 1. INTRODUCCIÓN..... | 9 |
| 2. ANTECEDENTES..... | 11 |
| 2.1. Marco teórico y legal | 11 |
| 2.1.1. Marco teórico | 11 |
| 2.1.2. Marco legal | 14 |
| 2.1.2.1. Reseña histórica sobre el mercado de capitales | 14 |
| 2.1.2.2. Reseña histórica sobre el sistema financiero | 20 |
| 3. SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO: CONTEXTO Y DESCRIPCIÓN | 22 |
| 3.1. Descripción de empresas: PyMEs en la Argentina..... | 22 |
| 3.1.1. Régimen simplificado: PyMEs CNV | 23 |
| 3.2. Descripción del mercado financiero y de capitales en la Argentina ... | 26 |
| 3.2.1. Descripción del sistema financiero en la Argentina..... | 28 |
| 3.2.2. Descripción del mercado de capitales en la Argentina. | 30 |
| 4. ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE FINANCIACION | 36 |
| 4.1. Descripción de instrumentos de financiación | 36 |
| 4.1.1. Fuentes de financiación del sistema bancario..... | 36 |
| 4.1.2. Fuentes de financiación del mercado de capitales... .. | 39 |
| 4.1.2.1. Cheques de Pago Diferido (CPD). | 40 |
| 4.1.2.2. Valores a Corto Plazo (VCP)..... | 41 |
| 4.1.2.3. Pagaré | 42 |
| 4.1.2.4. Fideicomisos Financieros (FF)..... | 43 |
| 4.1.2.5. Obligaciones Negociables (ON) | 44 |
| 4.1.2.6. Acciones..... | 46 |
| 4.2. Preferencias de las empresas argentinas para la financiación de proyectos | 47 |
| 4.3. Políticas e incentivos vigentes en la Argentina..... | 53 |
| 4.3.1. Subsidios de tasas de interés..... | 53 |
| 4.3.2. Créditos directos..... | 53 |
| 4.3.3. Señalización: información asimétrica, SGR y calificadores de riesgo..... | 54 |
| 4.3.4. Los fondos comunes de inversión (FCI) para PyMEs..... | 56 |
| 4.3.5. ON simple..... | 57 |
| 5. METODOLOGÍA..... | 59 |
| 5.1. Cuestiones metodológicas | 59 |
| 5.2. Fuentes de información..... | 60 |
| 5.3. Métodos utilizados..... | 60 |
| 5.4. Supuestos generales..... | 61 |
| 6. ANALISIS DE COSTOS DE EMISION DE ON..... | 63 |

| | |
|--|----|
| 6.1. Análisis de costos actuales para la emisión de ON..... | 63 |
| 6.2. Descripción de los costos de emisión..... | 64 |
| 6.2.1. Inscripción en el registro público de comercio..... | 65 |
| 6.2.2. Registro en caja de valores..... | 65 |
| 6.2.3. Derechos de cotización | 65 |
| 6.2.4. Publicaciones..... | 66 |
| 6.2.5. Honorarios de profesionales y comisiones..... | 68 |
| 6.2.6. Calificadora de riesgo..... | 71 |
| 6.2.7. Garantía..... | 71 |
| 6.3. Estudio de la viabilidad de emisión de ON en la Argentina..... | 72 |
| 6.3.1. Análisis preeliminar de los resultados de las simulaciones | 73 |
| 6.3.2. Análisis de endeudamiento por sector..... | 75 |
| 6.3.3. Comparación del costo financiero de la emisión de ON con el de otros instrumentos..... | 78 |
| 7. CONCLUSIÓN..... | 82 |
| 8. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS..... | 85 |
| 9. ANEXOS..... | 87 |

1. INTRODUCCIÓN

La motivación del trabajo nace por el hecho de cuantificar la relevancia de las obligaciones negociables (ON) en la financiación de proyectos de la economía real, ya que el instrumento cuenta con un gran potencial explotable, por este motivo se intentara exponer el desarrollo que deberían lograr las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) en todos sus aspectos como una unidad empresarial para poder acceder a financiaciones a través del mercado de capitales, y específicamente con ON, con la intención de contrastar si es una alternativa favorable para este tipo de empresas frente a otras posibilidades de financiamiento.

El espectro de PyMEs argentinas es muy amplio en cuanto a sus características, pero todas ellas presentan la misma limitante, en mayor o menor medida, ninguna cuenta con opciones razonables para financiar sus proyectos. Es interesante aclarar que una cantidad importante del conglomerado empresarial está definido por las PyMEs, por lo que en el trabajo trataremos de abordar la totalidad de ellas con sede local y de capital nacional.

El objetivo general de esta investigación, es analizar las opciones que disponen las PyMEs para poder financiar sus proyectos, teniendo en cuenta los costos y beneficios de cada fuente, y haciendo especial hincapié en la emisión de ON de PyMEs. Está claro que esta última fuente de financiamiento puede ser más flexible que otras propuestas de financiamiento estandarizadas, y puede instrumentarse para que sean más compatibles con las posibilidades que tiene cada empresa de hacer frente a compromisos de cancelación de capital e intereses. Aun así, se observa que el mercado financiero no hace uso intensivo de este instrumento.

Lograr una visión integrada de los mercados será trascendental para comprender el pasado, el presente y diagramar un futuro que capte las necesidades actuales y sea versátil a las pretensiones futuras, siendo esto necesario para que los inversores y las PyMEs tomen las decisiones para crecer, y encausar sus recursos en ambientes que creen valor y se retroalimenten. Es necesario destacar que la falta de financiamiento en las empresas puede afectar al desarrollo operativo, siendo una posible causal de pérdida de oportunidades de negocios y con posibilidad de llegar a dañar la estabilidad empresarial.

Con respecto a los objetivos específicos se busca:

- Describir las características actuales del sistema financiero y mercado de capitales argentino, y su evolución en la última década 2010-2020. Se establecerá un marco de posibilidades de financiación para las PyMEs, para luego restringir el análisis a la emisión de ON.

- Esquematizar el proceso de adecuación de una PyME a los requerimientos del mercado de capitales para la emisión de ON.
- Evaluar los costos de financiación mediante ON desde diferentes perspectivas, como tamaño de empresa, tamaño de emisión y posibles medios de señalización.
- Analizar la relación entre el tamaño de la empresa y los costos de emisión de ON.

La utilidad de este trabajo radica en que es clave encausar la demanda de financiación de proyectos para lograr un crecimiento en la producción y así un desarrollo genuino del país. Se busca identificar recomendaciones que permitan dar cierto carácter de obligatoriedad a entes y/o organismos¹ para activar la demanda del mercado de capitales y así lograr un *feedback* sólido y sostenido en el tiempo entre las necesidades de financiación de las PyMEs y la aceptación de los inversores de esos instrumentos.

Se pretende que el trabajo se sustente de bibliografía basada en financiación de PyMEs a través de emisión de ON, y a su vez, la experiencia del tesista, como partícipe de un proceso de preparación de una PyME para emitir ON en una empresa en particular.

Después de presentar la introducción, la tesis esta organizada de la siguiente forma: el capítulo 2 presenta los antecedentes del marco conceptual y normativo. Luego, el capítulo 3 desarrolla las características del mercado de capitales, mientras que en el capítulo 4 se analizan las fuentes de financiamiento. La metodología se explica en el capítulo 5, seguido del capítulo 6 donde se analizan los costos de emisión de ON. Finalmente, se presentan las conclusiones en el capítulo 7.

¹ La RG 696/2017 establecía la obligatoriedad para los FCI de suscribir ON.

2. ANTECEDENTES

2.1. MARCO TEÓRICO Y LEGAL

2.1.1. MARCO TEÓRICO

El trabajo está basado en un análisis de financiación de las PyMEs a través del mercado de capitales, y como todo mercado está inmerso en la ley de la oferta y la demanda. En condiciones de competencia perfecta, los precios se determinan por el simple juego de la oferta y la demanda operando de forma eficiente, logrando que se atengan ambas puntas y el mercado logre un equilibrio óptimo (la oferta y la demanda se igualan). En la teoría económica este equilibrio se conoce como el óptimo de Pareto, en la que no existe otra asignación de partidas capaz de mejorar el bienestar de las partes.

Más allá de la teoría de los mercados perfectos, la realidad indica que cuando en el mercado se incumplen premisas de mercados perfectos, los recursos no se afectan de manera eficiente, y por ende, surge el mercado imperfecto que presenta fallas de mercado como la ausencia de mercado, presencia de competencias imperfectas como el caso de posiciones dominantes, mercados inestables o resoluciones no deseadas propias del mercado. Estas fallas otorgan la necesidad de incorporar entidades reguladoras para que corrijan *ad hoc* la ineficiencia del mismo.

La información asimétrica, es un caso de imperfección del mercado, que será tratado con profundidad en el trabajo, particularmente se estudia la que resulta entre los oferentes y los demandantes del mercado crediticio, de la que surge el racionamiento al crédito, tal como argumentan Stiglitz y Weiss (1981). La teoría clásica supone un ámbito de competencia perfecta, en donde los desfases son temporales y se ajustan automáticamente por medio de la tasa de interés, en el que en un contexto de exceso de demanda la tasa de interés se eleva, y el mercado tenderá a una situación de equilibrio, y viceversa en caso de que exista un exceso en la oferta.

Las evidencias empíricas de varios estudios han llevado a rechazar el postulado de que la tasa de interés tiene la capacidad de ajustar las necesidades de la oferta y la demanda, por sí sola, hasta lograr un punto de equilibrio, por eso surge la idea de racionamiento al crédito, definido como la situación en donde la demanda supera a la oferta, pero el oferente prefiere recortar el volumen ofertado, aun en casos en que pueda llegar a recibir una tasa de interés superior. Este tema ha sido tratado en profundidad por Stiglitz y Weiss (1981), quienes desarrollaron un marco teórico para explicar que es posible un mercado en equilibrio, con

agentes que presenten actitudes racionales pero que igualmente exista el racionamiento al crédito.

Para lograr su cometido, Stiglitz y Weiss (1981), utilizan el marco conceptual de Akerloff, quien algunos años antes había estudiado el dilema de distinguir entre buenos y malos productos, lo que lo transportan al mercado crediticio en donde existen distintos niveles de riesgo de pago, factor que no es posible ser totalmente identificado por las entidades financieras, lo que permite inferir en la existencia de información asimétrica entre los participantes, y así, analizar el mercado como imperfecto.

Un aspecto relevante del modelo es que solo el deudor conoce el riesgo de repago, por lo que la entidad financiera no conoce la distribución de probabilidad que define el riesgo, y surge la presencia de información asimétrica. Frente a este inconveniente las entidades financieras intentan identificar el verdadero riesgo y separar los buenos pagadores de los malos, aunque la única herramienta que dispone para ello es la tasa de interés, dejando así de jugar como regulador eficiente del equilibrio óptimo para ser utilizada como medio de identificación de características desconocidas de las partes.

El hecho de que las entidades financieras manipulen las tasas de interés genera problemas asociados a la teoría de principal-agente. Así cuando ellas elevan las tasas de interés para alejarse del riesgo, hacen que se autoexcluyan proyectos de menor riesgo y con rendimientos menores, lo que supone un problema de selección adversa. Consecuentemente, esas mayores tasas serán aprobadas para proyectos de potenciales mayores rendimientos, lo que da origen al problema de riesgo moral, en donde el principal no es capaz de controlar las acciones del agente, dado que no son observables y se promueven actitudes indecorosas.

Las entidades financieras conocen que el incremento en la tasa de interés en un principio genera un mayor ingreso esperado hasta un punto en que comienza a decaer, ya que el efecto sobre la tasa hace que los tomadores acepten proyectos más riesgosos cuanto mayor sea esta, lo que implica un problema de riesgo moral. A su vez, también implica que serán distintos los tipos de solicitantes de préstamos lo que se traduce en un problema de selección adversa. De esta manera, las entidades financieras se encuentran en una situación en la que deben hacer un racionamiento del crédito para paliar el efecto del incremento en el riesgo de los proyectos a financiar.

De esta forma podemos concluir, que los autores, lograron demostrar que la relación bilateral entre las entidades financieras y los tomadores de crédito es viciosa, y ante el exceso de demanda, las entidades financieras no corregirán el efecto a través de aumentos de tasas de interés sino con el racionamiento del crédito, lo que les permitirá reducir el

efecto de la selección adversa y riesgo moral. Por lo que el racionamiento es una decisión unilateral de otorgante que define un equilibrio no óptimo del mercado.

Más allá de que el estudio de Stiglitz y Weiss (1981) sea el primero en plasmar de manera integral la racionalidad de los créditos, existe una referencia académica previa referida a este tema publicado por Jaffe y Russel (1976). Estos desarrollaron un modelo de crédito de dos momentos en donde el individuo tomador debe decidir, clasificándolos en dos categorías, honestos y deshonestos. Se presenta el problema de la asimetría de la información, en donde el otorgante desconoce la honestidad del tomador, siendo las posibilidades que al vencimiento el tomador honesto pague y el deshonesto lo haga si el costo del default sea mayor al de pagar. Estos autores también concluyen que el racionamiento del crédito es una decisión económicamente racional que reduce las conductas deshonestas.

Con respecto a la antigüedad, se puede inducir que los bancos tienen mayores dificultades cuanto menor sea la vida de las empresas a evaluar, lo que implica posicionarse en una situación de asimetría de la información, en el que dada la poca cantidad de años que llevan operando las empresas no les permitió generar una reputación de repago y esto implica un riesgo para el otorgante del crédito. En cuanto al tamaño, es clave destacar que el análisis de la entidad financiera conlleva el mismo desgaste sea para una empresa de gran magnitud que para una pequeña, por lo que evaluar carpetas de PyMEs implica ineficiencia operativa, contrariamente al evaluar empresas de gran porte otorga una economía de escala.

El problema de la asimetría de la información, afecta duramente a las PyMEs, ya que los efectos son fuertes barreras al acceso del financiamiento, siendo este clave para diseminar recursos de manera eficaz siguiendo una planificación que permita administrar los riesgos. Sin financiamiento la PyME desperdicia negocios potencialmente rentables, y se ven afectados fuertemente cuando tienen necesidades de capital de trabajo. Al contrario, podemos resaltar que las grandes empresas disponen de un abanico de alternativas para financiar sus proyectos a tasas bajas y sortear situaciones críticas en caso de necesitarlo.

El hecho de que para las entidades financieras las líneas hacia las PyMEs no sean redituables, es importante para cuestionarse el esquema de dependencia y su continuidad en el tiempo. A la hora de financiar los proyectos algunos autores describen la existencia de una jerarquía de preferencias (Donaldson, 1961; Myers y Majluf, 1984; y Myers, 1984), consistente básicamente en que las empresas optan preferentemente por la financiación interna con fondos propios, es decir, reinversión de utilidades retenidas, y en segundo lugar

optan por recurrir a la financiación externa, ocupando el último subgrupo el financiamiento con emisión de acciones².

Este orden en cuanto a la elección de la financiación fue desarrollada inicialmente por Myers y Majluf (1984), es conocida como “Teoría de la Jerarquía” o “*Pecking Order*” (PO), y plantea que las empresas no toman sus decisiones de financiación con el fin de alcanzar el nivel de endeudamiento óptimo sino que son consecuencia de las decisiones de financiación tomadas en el pasado. Se puede indicar que las empresas priorizan la reserva de información social sensible y el hecho de no incurrir en gastos explícitos para acceder a recursos, donde también son determinantes las características de flexibilidad y facilidad que dan las fuentes internas para apalancar proyectos.

Para hacer un breve detalle del razonamiento del PO, en principio una PyME optaría por financiarse con retención de utilidades y con aportes transitorios de capital, luego se comenzaría con financiación a través de proveedores (extendiendo los plazos de pago), continuando con el acceso al financiamiento bancario y por último, financiándose a través del mercado de capitales. En algunos casos, también se seleccionan fuentes provenientes de mercados de crédito informal, que pueden implicar mayores riesgos y menores plazos de financiación, aunque no son incluidos en este análisis.

2.1.2. MARCO LEGAL

2.1.2.1. RESEÑA HISTÓRICA SOBRE EL MERCADO DE CAPITALS

La Argentina registra una antigua tradición respecto de la existencia de negociaciones bursátiles, el origen de las bolsas se remonta a 1811, momento en que los comerciantes ingleses efectuaban transacciones en onzas de oro. Esta actividad fue la que le dio origen y, con algunas interrupciones, constituyó el rubro principal de su movimiento hasta la crisis de 1890.

En cuanto a la regulación, cabe mencionar que el primer Código de Comercio (año 1862), no contenía normas relacionadas con las bolsas, recién en el que entró en vigencia en 1889 se reglamentó este tema. En el año 1937, se creó la CNV, que en principio ejercitaba facultades de control de oportunidad y de control de legalidad sobre la oferta pública de títulos valores, no tenía personería jurídica y nacía de un convenio privado, y sus decisiones revestían el carácter de meras recomendaciones, no tenían fuerza legal.

En mayo de 1946 se creó la Comisión de Valores que estuvo vigente hasta 1.969, creándose la CNV como una repartición estatal organizada, como entidad autárquica nacional de carácter técnico y con jurisdicción en todo el territorio de la nación. A partir de allí se

² Javier Sanchez-Vidal/Juan Francisco Martin Ugedo (2003).

reguló en su totalidad el mercado de los títulos valores, abarcando la oferta pública de dichos valores, la organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles y la actuación de los agentes de bolsa y demás personas dedicadas al comercio de títulos valores.

En 2013 entró en vigencia la Ley del Mercado de Capitales (LMC) N° 26.831 que sustituye la anteriormente aplicable N° 17.811, introduciendo una serie de reformas fundamentales en la órbita del mercado de capitales. El propósito de esta última fue el desarrollo del mercado en forma equitativa, eficiente y transparente, protegiendo los intereses del público inversor, minimizando el riesgo sistémico y fomentando una sana y libre competencia.

Se concentra en la CNV el control de todos los sujetos de la oferta pública de valores negociables, a fin de promover y fortalecer la igualdad de trato y de participación, creando mecanismos que permitan garantizar la eficaz asignación del ahorro hacia la inversión.

Entre los aportes significativos de la Ley N° 26.831 se pueden señalar los siguientes:

- Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor.
- Promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas. El punto más sobresaliente e innovador de esta ley fue que incluyó a las SRL como forma societaria autorizada a emitir ON.
- Propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos para la interconexión de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación, con los más altos estándares de tecnología.
- 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.

En función de lo que se mencionó anteriormente, la nueva LMC, generó un cambio profundo en nuestro mercado logrando la desmutualización y el fin de la autorregulación. Esto nos acercó en términos legales a la modalidad vigente en los mercados maduros o desarrollados, ya que se acaba con el concepto de mercados autorregulados, que fijaba sus reglas y sometía su control y seguimiento a la CNV, aunque esta ley también genera algunas asimetrías, entre las que se encuentra el exceso de control y fiscalización, que luego serán reguladas.

Es importante destacar que con la anterior regulación cualquier controversia se dirimía en el fuero comercial, siendo sus fallos equiparables a los de primera instancia, pero ahora

pasan al fuero contencioso-administrativo y en general no son apelables. También se agregaron facultades para la intervención a empresas emisoras o cotizantes frente a graves irregularidades de las mismas, que permitirían la designación de un interventor en la conducción de la empresa en cuestión. No obstante, esta facultad fue acotada en 2018 con la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440 debido a que generaba incertidumbres a los empresarios.

La ley 26.831 atribuye a la CNV la facultad de otorgar la autorización para la oferta pública de valores negociables, y en comparación al régimen anterior, las bolsas solo precalificaban a los emisores. La CNV retiene la facultad de aprobar a los intermediarios³ de la oferta pública, los que no deben ser accionistas de una bolsa o mercado para operar, a esto se lo denomina “desmutualización”. El agente de mercado llevará este registro literal, y supervisará su actuación de acuerdo al *track record* operativo que realiza el departamento de supervisión⁴.

Así la CNV se ve fortalecida como el órgano regulador exclusivo y excluyente del mercado de capitales, de todas formas, devuelve a los mercados y cámaras compensadoras ciertas funciones como la supervisión, inspección y fiscalización de agentes y de operaciones, sin que esto implique delegación de las facultades de la CNV. Esto genera a la CNV un poder muy amplio que una ley posterior va a atenuar, a través de ajustes que se consideraron necesarios para dar mayor previsibilidad al mercado bursátil.

Otra característica sobresaliente de la actual normativa es el carácter federal, que por soportes de *software* y *hardware* adecuados, permite a todos los agentes y a sus inversores, participar en términos de igualdad de información para la toma de decisiones, a través de una plataforma operativa, lo suficientemente dúctil y eficiente para captar todo tipo de órdenes de compra y venta que sin importar su ubicación geográfica logrando un ruteo de órdenes de manera adecuada que posibilita el ejercicio del principio de prioridad Precio-Tiempo que se efectiviza a través de la Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA).

Con respecto a los emisores que concurren al mercado de capitales a financiar sus proyectos, se les solicitará información de su gestión para la toma de decisiones y prácticas del buen gobierno corporativo. La transparencia en el uso de la información es clave para un mercado en el que todos deben poder acceder a la misma información al mismo tiempo, siendo la información privilegiada severamente penada.

³ Se dividen en distintas categorías: Agentes de Negociación, Agentes de Liquidación y Compensación, Colocación y Distribución, Corretaje, Custodia.

⁴ Controla todas las operaciones realizadas por los agentes, su posición económica y financiera en forma permanente, y permite determinar las garantías que son necesarias de acuerdo a los compromisos adquiridos.

La ley 26.831 es la que crea a ByMA, sociedad que dio origen a un nuevo mercado argentino, federal e integrador que tiene como objetivo organizar la negociación de operaciones con valores negociables, brindando servicios a los agentes miembros, empresas emisoras, entidades organizadoras de fondos comunes de inversión abiertos, instituciones públicas y privadas, y al inversor local o extranjero en general. A su vez, ByMA actúa como Cámara Compensadora.

En todo este proceso el Merval aportó su experiencia como mercado y entre otras cosas sus participaciones accionarias en otras sociedades tales como el 20% del Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV), quedando en su inicio la composición accionaria de ByMA en un 60% para los accionistas del Merval y en un 40% para la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), debiendo esta entidad desinvertir hasta llegar a un máximo del 20% para diciembre de 2017.

Con ByMA nació una nueva emisora, cuyas acciones se encuentran listadas para ser negociadas. Este nuevo mercado producto de la escisión del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (Merval) y la BCBA que decidieron aportar la totalidad de su participación accionaria en Caja de Valores S.A. (CVSA), quedando entonces ByMA como dueña de la CVSA, entidad depositaria central de valores negociables de nivel internacional. Los fundadores de ByMA se apuntalaron en la solidez patrimonial, la tecnología, los estándares de gobierno corporativo y una visión integradora del mercado de capitales argentino.

La nueva organización, está interconectada a las principales centrales del mundo, se rige a través de una plataforma de última generación, logrando un ambiente de transparencia y una correcta formación de precios que permita una justa valuación de los diferentes activos financieros. Desarrolla su actividad como mercado y como emisora, y cuenta con un departamento de precalificación de emisores e instrumentos de oferta pública que son ofrecidos al público inversor a través de los agentes de negociación.

Cabe mencionar que las nuevas condiciones que plantea ByMA dan lugar al crecimiento exponencial del mercado, mas allá de que no podemos dejar de lado que en 2018 la capitalización del mercado bursátil de Argentina, según datos del Banco Mundial, fue de 8,85% del PBI, similar al 10,9% promedio que se obtiene considerando desde 1977 a 2018, donde el mínimo fue en 1982 con un 1,15% y el máximo en 2003 con el 27,43%. Es importante mencionar que la mayor parte de la capitalización bursátil de empresas argentinas se encuentra listada en la bolsa de Nueva York mediante ADRs⁵.

Continuando con la evolución del contexto legal del mercado bursátil, en 2018 se sancionó la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440 que modificó varias leyes afines al mercado de capitales como la Ley 24.083 de Fondos Comunes de Inversión, la Ley 23.576

⁵ Los ADRs son los activos argentinos que cotizan en mercados externos.

de Obligaciones Negociables (ON), la Ley 20.643 referida a Caja de Valores y otra legislación complementaria (incluyendo el Código Civil y Comercial en lo atinente al contrato de fideicomiso y al ciertas garantías, la Ley General de Sociedades y el régimen del pagaré), con el fin de aumentar la base de inversores y empresas que participan en el mercado de capitales, modernizando el mercado de capitales para que este promueva el financiamiento productivo, sobre todo de las micro, pequeñas y medianas empresas.

En mayo de 2018 se aprobó la Ley N° 27.440, que tiene tres puntos claves: más herramientas para la financiación de las PyMEs, secutirización de los créditos hipotecarios y cambios en las facultades de la CNV. En cuanto a lo relevante para el trabajo, es que esta ley simplifica la emisión de las ON, ya que se elimina la necesidad para las PyMEs de contar con un síndico societario, trae una modernización del régimen de ON y se autorizan emisiones en dólares (USD). Además se modificó la ley de Fondos Comunes de Inversión (FCI), igualando el tratamiento para los fondos cerrados y abiertos.

Esta nueva normativa, incorporó un nuevo gravamen a la renta financiera, y si bien en otros países existen los impuestos sobre los dividendos y la ganancia de capital, la gran mayoría de los argentinos idóneos en mercado de capitales (Germán Fermo, Christian Buteler, Gustavo Neffa, Miguel Boggiano, Ambito Financiero Junio 2020) coinciden en que esta ley resulta un castigo a quien en vez de ser acreedor de una empresa se asocia a la misma. Se está analizando la aplicabilidad de la ley sancionada dos años atrás, por lo que aun su ejecutabilidad no es certera y se analiza si será derogada.

Por lo que esta Ley de Financiamiento Productivo, modificó dos aspectos criticados a la ley anterior como, algunas facultades de la CNV que desalentaban la confianza de los participantes en el mercado de valores (Diego Serrano Redonnet, artículo de abogados.com, 11/05/2018), y en segundo lugar establecer lineamientos claves para el desarrollo del mercado, como el régimen de FCI, de ON, de CVSA, de factura de crédito y pagaré, y de los instrumentos derivados.

En cuanto a las facultades y funcionamiento de la CNV se eliminaron las facultades de nombrar veedores con poder de veto e incluso intervenir una empresa, desplazando a su directorio, sin orden judicial. Estas facultades implicaban imprevisibilidad para los inversores frente a la posibilidad de acceder al mercado de capitales. Asimismo, amplía las facultades de la CNV para dictar regulaciones tendientes a mitigar situaciones de riesgo sistémico y fijar aranceles máximos a percibir por parte de los mercados.

La Ley muestra permite a todas las personas jurídicas constituidas en el extranjero poder participar de todas las asambleas de accionistas a través de mandatarios debidamente instruidos, sin otra exigencia registral.

Se permite a las PyMEs que encuadren en el régimen especial reglamentado por la CNV, aun cuando estuvieren comprendidas en el artículo 299 de la Ley General de Sociedades, tener un solo síndico en vez de una sindicatura colegiada, situación que repercute en la economía de la PyME.

También contempla que las ON que prevean el pago de servicios de renta y amortización pagaderos exclusivamente en moneda extranjera, se deben pagar en la misma moneda extranjera, sin que rija la facultad de desobligarse en moneda nacional.

La ley habilita, como innovación, la emisión de ON con recurso limitado y exclusivo a determinados activos del emisor pero no a todo su patrimonio, pudiendo constituirse o no garantías sobre dichos activos. Se establece así un marco que facilita la emisión de *project bonds*⁶, con recurso limitado, para el financiamiento de infraestructura, construcción o desarrollo de bienes raíces, o de proyectos de generación de energía térmica, solar, eólica u otros tipos de energías renovables.

La ley autoriza las llamadas “cláusulas de acción colectiva” en que la mayoría de los obligacionistas puede obligar a la minoría (*Holdouts*) en cuanto a la aceptación de modificaciones o dispensas a los términos del empréstito obligacionario y a las condiciones de emisión de los valores. Se aclara que no será de aplicación al respecto el requisito de la unanimidad. Por consiguiente, se podrá modificar cualquier término de una emisión de ON por mayoría de tenedores, sin que se requiera, un acuerdo preventivo extrajudicial homologado para la modificación, con efecto obligatorio para todos los tenedores.

Adicionalmente se otorga flexibilidad para constituir garantías en financiamientos colectivos a favor de un agente de garantía mejorando la estructuración de financiamiento de proyectos con varias garantías y múltiples acreedores. Se crea, de tal modo, un marco más robusto para este tipo de financiamientos que están desarrollándose en la Argentina en el área energética y de la infraestructura (incluyendo los esquemas de Participación Público Privada – “PPP”⁷) y, en general, para todo financiamiento sindicado garantizado. Es relevante mencionar que los proyectos PPP se encuentran aún estancados producto de que cuando se estaban por hacer los cierres financieros las condiciones de mercado comenzaron a cambiar y el comitente no permitió avanzar en esta línea.

La ley propone un régimen para facilitar el financiamiento de las MiPyMEs, estableciendo que en todas las operaciones comerciales se deberá emitir Facturas de Crédito Electrónicas

⁶ Es un mecanismo de financiación de inversiones de gran envergadura que se sustenta tanto en la capacidad del proyecto para generar flujos de caja que puedan atender la devolución de los préstamos como en contratos entre los diversos participantes.

⁷ Actualmente con 6 corredores viales que si bien comenzaron con sus obras viales, los mismos se encuentran suspendidos en sus actividades debido a que no lograron hacer el cierre financiero. La concreción de estos proyectos permitirá mejoras el tránsito en cuanto a seguridad y costos.

(FCE) MiPyMEs. Estas facturas constituyen un título ejecutivo y valor no cartular, que las transforma en un documento ejecutable contra el deudor de la factura y de fácil negociabilidad o descuento. Estas se pueden negociar en los mercados autorizados por la CNV desde julio de 2019, y gozan de oferta pública. La Ley contempla una serie de disposiciones para dotar de ágil ejecutabilidad y circulación a este nuevo instrumento crediticio de las MiPyMEs.

En conclusión, la ley significa un avance muy trascendente en el marco legal del mercado de capitales y moderniza en forma significativa las herramientas jurídicas para el financiamiento productivo en la Argentina. Asimismo, fomenta un marco legal destinado a facilitar el financiamiento de las MiPyMEs y su acceso al mercado de capitales, y aunque está claro que la modernización regulatoria no garantiza por sí sola el desarrollo del mercado de capitales ni el financiamiento productivo, constituye un presupuesto necesario y esencial para asegurar las condiciones necesarias para el desarrollo del ahorro y su eficiente canalización hacia la inversión productiva.

2.1.2.2. RESEÑA HISTÓRICA SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

En esta sección se hace una breve mención de la evolución del sistema financiero argentino, partiendo de la crisis bancaria de 1890-91, donde se crea la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina (BNA), que hasta la década de 1930 centralizaron instrumentos y funciones que luego le serían propias al BCRA, pero con el inicio de la crisis financiera internacional de 1929, el sistema monetario y financiero del país colapso.

La economía del país era absolutamente abierta y fue sacudida por las medidas proteccionistas de sus socios comerciales, y también por la drástica disminución de los flujos de capitales, lo que obligó a instaurar el control de cambios y otras medidas de intervención estatal que configuraron un abandono del librecambio, y configuraron una reforma monetaria y bancaria.

En 1935 se creó el BCRA como una entidad mixta con participación estatal y privada, con un esquema del control de cambios. Esta institución pudo ejecutar políticas anticíclicas para mantener el servicio de la deuda externa e incluso rescatar parte de ella, y aunque existía una fuerte alza de los precios de las exportaciones, la aplicación de políticas monetarias seguía estando condicionada por los intereses de los inversores extranjeros que pretendían enviar sus ganancias al exterior y evitar devaluaciones de la moneda nacional.

En 1946 se dispuso la nacionalización del BCRA, y su función prioritaria pasó a ser la de promover el desarrollo económico hasta 1976 donde reguló las tasas de interés y otorgó créditos selectivos para desplegar una estrategia de sustitución de importaciones y promoción de exportaciones, pero con un nuevo quiebre del orden constitucional la

economía Argentina sufrió un brusco cambio de rumbo, y se impulsaron medidas de liberalización comercial y financiera, en particular de la tasa de interés y de los movimientos de capitales con el exterior, así como del ingreso masivo de nuevas entidades al sistema bancario bajo una nueva Ley de Entidades Financieras (aprobada en 1977). Esta inserción acelerada de la Argentina en el proceso de globalización financiera terminó con una masiva crisis bancaria en el año 1980, una de balance de pagos en 1981 y una de deuda externa a partir de 1982.

Se restableció el gobierno democrático, y en 1991 el plan de convertibilidad radicaliza aún más la política de liberalización iniciada en 1976, donde se establece la convertibilidad y se le otorga al BCRA el mandato unívoco de preservar el valor de la moneda. Este período se caracterizó por una baja en la tasa de inflación que permitió una fuerte recuperación de la economía, pero resultó demasiado rígido para acomodarse a shocks externos, y en 1998 con la crisis rusa existió una salida generalizada de fondos de mercados emergentes, y obligo a la Argentina a una profunda recesión, que finalmente derivó en la Ley de Emergencia Económica de 2002, donde se abandona la convertibilidad y el BCRA recupera la capacidad de efectuar políticas monetarias y cambiarias activas.

En marzo de 2012, se restablece el mandato múltiple al BCRA, devolviéndolo al servicio del desarrollo económico y la contribución a una mayor equidad social, pero preservando el objetivo de la estabilidad monetaria y la del sistema financiero como objetivos primarios de la institución.

3. SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO: CONTEXTO Y DESCRIPCIÓN

3.1. DESCRIPCIÓN DE EMPRESAS: PYMES EN LA ARGENTINA

Las PyMEs presentan un rol fundamental en la economía argentina, ya que son el segmento que agrupa mayor cantidad de empresas y por ende son las creadoras de gran parte del empleo de la masa activa del país, contribuyendo así, a la creación de una porción considerable del Producto Bruto Interno (PBI).

Es fundamental señalar la importancia de las PyMEs para favorecer una economía más competitiva y evitar los efectos distorsivos de la concentración económica y territorial, incluyendo fenómenos de cartelización y posiciones dominantes abusivas. En este aspecto y favoreciendo el crecimiento de las mismas se mejoran las decisiones de los agentes económicos y se federaliza efectivamente la actividad económica, a la vez que creció la dimensión de las empresas mejorando su capacidad de inserción en un mundo globalizado.

Adicionalmente, debe señalarse que las PyMEs no solo generan oportunidades para los potenciales empleados, sino que también son la vía de acceso para quienes deciden convertirse en empleadores, debido a que aquellos que inician una actividad empresarial lo hacen mediante una empresa de tamaño pequeño o mediano. Por lo que el desarrollo de este segmento de empresas establece una cuestión de gran relevancia para los países que quieran combatir el desarrollo social.

En la Argentina existe una gran variedad de empresas diferenciadas, no sólo por su tamaño, sino también por cantidad de empleados, monto de facturación anual, volumen de operaciones, etc. Podemos hacer muchas clasificaciones, tanto cuantitativas como cualitativas, para definir las empresas del mercado argentino, y a los efectos del trabajo se tomará la clasificación que establece la Resolución General (RG) 563/2019 de la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SePyME) dependiente del Ministerio de Producción de la Nación, clasificación que es tomada por la CNV en la Resolución General 831/2020.

La resolución mencionada en el párrafo anterior, establece que serán consideradas micro, pequeñas o medianas empresas aquellas cuyos valores de ventas totales anuales expresados en Pesos (\$) que no superen los montos establecidos en la **Tabla 1**. Entiéndase por valor de ventas totales anuales al monto de las ventas que surja del promedio de los últimos tres (3) ejercicios comerciales o años fiscales, excluyendo del cálculo el monto del Impuesto al

Valor Agregado (IVA) y el/los impuesto/s interno/s que pudiera/n corresponder⁸ y se deducirá hasta el cincuenta por ciento (50%) del monto de las exportaciones.

Tabla 1: Límite de ventas totales anuales expresadas en pesos (\$)

| Categoría | Sector de Actividad | | | | |
|-----------------|---------------------|-------------|---------------|---------------------|--------------|
| | Construcción | Servicios | Comercio | Industria y minería | Agropecuario |
| Micro | 15.230.000 | 8.500.000 | 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: Elaboración propia. Resolución 563/2019 SePyME

Adicionalmente, no serán consideradas PyMEs CNV las entidades bancarias, las compañías de seguros, los mercados autorizados a funcionar por esta comisión y las entidades que brinden servicios públicos, como tampoco aquella empresa que reuniendo los requisitos previos esté controlada o vinculada a otra empresa o grupo económico que no revista condición de PyME CNV.

Según los últimos datos brindados por la Cámara Argentina de Comercio y Servicios (CAC, 2019) apoyado en informes del Ministerio de Producción, en el país existen alrededor de 856 mil empresas registradas, de las cuales de 606.000 son empleadoras. El 99,4% (602.784) tiene menos de 200 ocupados, y sólo el 0,6% (3.532) son grandes empresas con más de 200 ocupados. Por lo que se observa que las empresas de hasta 200 empleados son las que más trabajadores emplean, cuentan con el 65% del empleo privado formal, así podemos dilucidar que las PyMEs tienen una importante función como generadoras de empleo, lo que favorece la inclusión social.

Utilizando la misma fuente de datos, se puede afirmar que las MiPyMEs representan un 64,7% del empleo privado registrado, las microempresas son responsables del 21%, las pequeñas empresas del 22,5%, y las medianas de 21,2%. Como complemento se puede establecer que este tipo de empresas presenta una dispersión geográfica por todo el territorio argentino, creando empleo que si bien suele requerir cierta calificación por parte del trabajador, son de menores a las exigencias solicitadas por empresas de mayor tamaño.

3.1.1. RÉGIMEN SIMPLIFICADO: PyMEs CNV

El mercado de capitales suele estar relacionado con empresas de determinada estructura institucional y organizativa, debido a las abundantes exigencias regulatorias del mismo,

⁸En los casos de empresas cuya antigüedad sea menor a la requerida para el cálculo, se considerarán las ventas totales anuales promediando la información de los ejercicios comerciales o años fiscales cerrados.

tanto en cantidad como con frecuencia. El mercado público exige exponer información precisa, completa y transparente que brinde seguridad a los inversores y al funcionamiento general del sistema. El desafío del mercado de capitales es reducir la carga regulatoria y documentación exigida, con el objetivo de mantener la calidad y suficiencia de la información presentada por la PyME, ya que es clave para achicar la distancia entre el emisor y el inversor.

Frente a lo comentado en el párrafo anterior, la CNV a través del Decreto 1087/93⁹ permitió que las PyMEs accedan a un régimen de oferta pública diferenciado, el denominado régimen PYME CNV, con beneficios y ventajas que buscan impulsar el financiamiento productivo, así como acompañar el proceso de crecimiento de la empresa dentro del ámbito de la oferta pública. La base para el control de los ingresos totales anuales requeridos a las mismas, son los indicados en la **Tabla 1**.

Las PyMEs que soliciten la autorización de oferta pública bajo este régimen ante la CNV, deberán acompañar tal solicitud mediante el formulario de solicitud de registro en el régimen PyME CNV e ingreso a la oferta pública en carácter de declaración jurada. Adicionalmente, deberán presentar la siguiente documentación e información:

- Naturaleza jurídica de la entidad solicitante, su actividad principal, domicilio legal, sede inscripta y sede de la administración.
- Datos de los accionistas o socios.
- Acreditación de empresa en marcha y que su organización administrativa le permite cumplir con los requisitos de información para la oferta pública.
- Datos de su inscripción registral en Registro Público de Comercio (RPC) u organismo que corresponda.
- Nombre de los miembros de los órganos de administración y fiscalización con fecha de vencimiento de sus mandatos.
- Designación de los auditores contables profesionales (titulares y suplentes).
- Estados financieros aprobados correspondientes a los tres (3) últimos ejercicios de la solicitante¹⁰.

⁹ Luego modificado por el Decreto N° 598/2016.

¹⁰ Si el último de los estados contables tuviera una antigüedad mayor a los CINCO (5) meses desde la fecha de presentación de la solicitud, la emisora deberá presentar además estados contables especiales confeccionados a una fecha cuya antigüedad no sea mayor a los tres (3) meses desde la fecha de presentación de la totalidad de la documentación e información indicada.

- Composición del capital social (suscripto, integrado, clases de acciones, etc.) y del patrimonio.
- Indicación de aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones. Fecha de cierre del ejercicio.
- En caso de que corresponda informar el grupo económico.
- Presentación de copia del acta de la asamblea que haya resuelto solicitar la emisión de ON.
- En caso de que establezcan la señalización a través de una calificadora de riesgo, deberán presentar el informe.
- Constancia del registro de la emisión en la CNV.
- El prospecto de emisión de conformidad con lo establecido en por la CNV.
- Toda otra información o documentación que soliciten los organismos de control.

Este régimen particular creado para las PyMEs, lo hacen conveniente para este tipo de empresas, y las principales ventajas de la emisión a través del régimen simplificado son:

- Acceso a los servicios que brinda la oficina de asistencia PyME CNV.
- Menor carga de reporte informativo periódico.
- Trámite simplificado de acceso a la oferta pública.
- No obligatoriedad de constituir comité de auditoría.
- No obligatoriedad de contar con órgano colegiado de fiscalización para empresas con capital social inicial inferior a los \$10.000.000.
- Eximición del arancel de autorización y de la tasa de fiscalización.
- Las bolsas bonifican aranceles por derechos de cotización y publicaciones.
- No obligatoriedad de presentar la calificación de riesgo, podrá tener una garantía otorgada por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

Adicionalmente a las particularidades que se han mencionado anteriormente, cabe aclarar que si bien el régimen general no cuenta con límites en cuanto a montos y plazos de emisión para las ON, el régimen simplificado de las PyMEs CNV establece un tope

máximo para el monto de emisión por empresa de \$100.000.000, y un horizonte que no podrá exceder los 5 años.

También es importante destacar que el régimen general se diferencia del simplificado en cuanto a quienes pueden ser los adquirentes de las ON emitidas, ya que las que se emiten a través del primero pueden ser compradas por todo tipo de inversores, en cambio las que son emitidas a través del régimen simplificado solo las pueden adquirir los inversores calificados que se encuentran definidos en la resolución general 761/2018¹¹.

3.2. DESCRIPCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO Y DE CAPITALES EN LA ARGENTINA

La caída de la actividad económica que se registra en la Argentina en la última década, sitúa al país en volúmenes de 2011, situación que golpea duramente a las PyMEs y en especial a la sociedad. Esto se puede observar en los informes de actividad económica realizados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), que son publicados a través del informe Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE).

En la Argentina, como ya se ha mencionado, las PyMEs cumplen un rol fundamental en la producción y desarrollo del país, por lo que logrando ampliar el acceso al financiamiento se establecen condiciones para que este tipo de empresas puedan canalizar sus proyectos, siendo ellos parte necesaria para la reactivación económica que necesita el país, hecho que siempre remarca el Ministerio de Producción. Tal como se presentara en capítulos posteriores, no solo es necesario el acceso de las PyMEs al mercado financiero sino también al de capitales, ya que esto le permitirá realizar un *trade-off* de las alternativas posibles, y así avanzar en línea a la herramienta que mejor se adecue a su organización.

Con el objetivo de facilitar el acceso al financiamiento, en julio de 2018 el Gobierno, a través del Ministerio de Producción y Trabajo anunció cambios en el sistema de SGR. Entre las novedades que impulso el Ministerio se incluye una mayor exigencia de apalancamiento de las SGRs para que incrementen el volumen de garantías otorgadas. Por su parte, las PyMEs ahora cuentan con mayores facilidades para ingresar al sistema con el objetivo de reducir los trámites y acceder a los avales en menor tiempo y con menores costos. Se simplifica la operatoria diaria de las SGRs, permitiéndoles ofrecer un servicio más ágil, dinámico y eficiente.

Las SGRs son fundamentales para que las empresas puedan contar con avales para la obtención de créditos en los canales formales, y contar con un mercado de garantías más desarrollado resulta una herramienta central para que las PyMEs puedan financiarse a

¹¹ La CNV publicó en la Resolución General N° 761/2018 una nueva definición de la figura de Inversor Calificado.

menor costo y a mayores plazos, siendo los avales claros instrumentos de inclusión para este tipo de empresas. Desde el Ministerio de Producción se busca una constante agilización del otorgamiento, con menor carga administrativa y un costo inferior, tanto para las PyMEs que ya tienen acceso al financiamiento como para incluir a las que aún no lo han logrado.

Estos cambios normativos introducidos en 2018 permiten darle más fluidez al sistema, mayor cobertura a las empresas y atravesar esta coyuntura. En 2019 unas 14.500 PyMEs cuentan con avales vigentes para el financiamiento¹², pero la intención es elevar esa cantidad a 50.000 para 2023. Si a esto se le suma el impacto que generaría el Fondo de Garantía Argentino (FOGAR), la cantidad de PyMEs con avales vigentes podría llegar a 100.000 en 2023.

A diciembre de 2019 existen 32 SGRs con un saldo de garantías vigente de \$ 38.000 millones. El 60% está en manos de bancos, mientras que el restante 40% se reparte en el mercado de capitales. Sin duda va a ayudar a que el sistema de garantías crezca, pudiendo llegar a una mayor cantidad de PyMEs y ampliando el acceso al financiamiento que las SGRs se comprometan a destinar una porción de su Fondo de Riesgo (recursos que garantizan los avales emitidos) a la compra de instrumentos de financiación PyME, esto potencia el crecimiento de los mismos.

Un desafío en la Argentina ha sido lograr un programa de financiación que permita que las empresas, y puntualmente las PyMEs, convaliden los proyectos con tasas de interés que sean razonables a su estructura de costos, y que si bien la especulación financiera ocupa un lugar relevante en el mercado financiero no sea el principal usuario de los recursos. Tal como podemos observar en los informes de política monetaria del BCRA, el país desde noviembre de 2017 agudizó el proceso de recesión que venía soportando y para revertirlo es importante que exista una tendencia a canalizar mayor volumen de dinero hacia inversiones que permitirán aumentar la producción.

Adicionalmente, desde junio de 2018 la situación del país empeoró y comenzó a atravesar una crisis económica-financiera, en la que las tasas de interés de referencia se elevaron a valores irrazonables para financiar cualquier proyecto, y Argentina se encuentra en un proceso de re-estructuración de la deuda pública. Quizá el re encauzamiento y ordenamiento de la misma, debiera redundar en un proceso de normalización del mercado financiero.

¹² Según informes del Ministerio de Producción y Trabajo

3.2.1. DESCRIPCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA ARGENTINA

Si bien en las próximas secciones se describen en forma detallada las alternativas de financiación de las empresas, y en particular de las PyMEs, en este apartado se menciona brevemente la situación actual financiera y las políticas de cooperación del Estado con este sector empresario, que como se dijo en reiteradas oportunidades es clave para el desarrollo económico del país.

Tal como se ha mencionado, si bien el trabajo apunta a tratar la financiación de las PyMEs a través del mercado de capitales, históricamente el financiamiento bancario ha ocupado un rol fundamental porque permite el acceso al financiamiento de ciertas empresas, que a través de ello permite concretar inversiones que si bien son más de corto plazo, son importantes porque generan actividad, esto lo podemos confirmar en los informes de inclusión financiera y entidades financieras del BCRA 2019¹³ en donde se hace un análisis de los préstamos bancarios otorgados a las distintas empresas y de los distintos sectores, pero esto no tiene relevancia para el trabajo en cuestión. Además está decir que, muchas empresas quedan afuera de esta financiación por no cumplir con los requisitos formales, o que si bien los cumplen, producto de las asimetrías de información y costos de transacción, las tasas a las que podrían acceder dejarían de ser una alternativa conveniente a contemplar para estructurar sus proyectos.

Si bien el sistema bancario tiene un volumen operado importante, no permite satisfacer todas las necesidades y tampoco permite tener tasas accesibles ni estructuras de financiación tan flexibles como las que podría obtener una empresa que emita una ON, ya que podrá diagramar el vencimiento del capital e interés en función de cómo tenga proyectado su flujo de ingresos futuros, en cambio las entidades financieras realizan propuestas de financiación estandarizadas, que se adaptan a sus propias necesidades y no tanto a la de los tomadores.

A través de Informe de necesidades y fuentes de financiamiento en Pymes de la Fundación Observatorio Pyme (2017)¹⁴ podemos obtener información comparativa entre los periodos 2010-2016 respecto de 1970-1979. Así el crédito bancario al sector privado en el periodo 2010/2016 ha sido en la Argentina el 15% inferior al registrado en la década del '70, tal como se visualiza en la **Tabla 2**, por lo que en este aspecto nos encontramos en condiciones más precarias a décadas anteriores, mientras que en Brasil es 76% superior, en Chile creció más de cinco veces y en Malasia prácticamente tres. Otro indicador importante resulta el PBI per cápita, en Malasia creció 314% (nivel promedio 2010-2016 comparado con

¹³ <http://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe-Inclusion-Financiera.asp>

¹⁴ <https://www.observatoriopyme.org.ar/wp-content/uploads/2017/10/Informe-Especial-Necesidades-y-fuentes-de-financiamiento-en-PyME-industriales.pdf>

promedio 1970-1979), en Chile 200% y en Brasil 80%. Sin embargo, en la Argentina el crecimiento fue sólo de un 40%.

Sumado a lo que se menciona en el párrafo anterior, y en línea con lo planteado por la Fundación Observatorio Pyme (2017), el completo estancamiento del sistema de intermediación bancaria durante cuatro décadas no favoreció la inversión en la Argentina, y esto desalienta la inversión productiva. Al margen de lo expuesto, se deja en claro que si bien el objetivo de la tesis es estudiar la financiación de las PyMEs a través de la emisión de ON, es necesario reconocer que en la actualidad, tal como se expresó en párrafos anteriores, el sistema bancario más allá de sus deficiencias y la decadencia con el transcurso de las décadas es el pilar de muchas inversiones productivas.

Tabla 2: Intermediación Bancaria y Crecimiento Económico (2010-2016 respecto 1970-1979)

| País | Variación Crédito / PBI | Variación PBI real per cápita |
|-----------|-------------------------|-------------------------------|
| Malasia | 279% | 314% |
| Chile | 517% | 201% |
| Brasil | 76% | 81% |
| Argentina | -15% | 40% |

Fuente: Elaboración propia en base a Fundación Observatorio PyME 2019

Frente a la situación económica y el estado crítico de las empresas en la Argentina, el gobierno en 2019 lanzó líneas de créditos para PyMEs con tasas fijas anuales, por un total de \$26.000 millones y se hizo a través de 12 bancos públicos. Esta política estuvo orientada a financiar capital de trabajo y descuentos de cheques, intentando auxiliar a las PyMEs en un momento de estrés financiero. Si bien esta política tiene repercusión positiva en las empresas que consiguen la línea, no es condición suficiente para salir de la crisis que las atañe.

Otra de las medidas que se lanzó el Estado para amortiguar el estrés financiero fue la utilización del Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE), para impulsar la posibilidad de que las PyMEs puedan descontar las “facturas de crédito electrónicas”¹⁵. Se trata de una herramienta que surge de la nueva ley de financiamiento productivo, y que ya fue adoptada en países como Brasil, Chile y México. Las PyMEs tienen en promedio un 10% del producto en facturas en sus balances y eso tiene potencial para venderlas y descontarlas en el mercado a tasas competitivas, y si bien no es una solución estructural, ayuda a solucionar problemas de caja.

En la Provincia de Buenos Aires, en 2019 existen 265.470 PyMEs distribuidas en rubros de comercio, servicios, industria y agro, que generan empleo para 4,4 millones de personas, lo

¹⁵ Documento de valor que representa bienes entregados o servicios realizados, y no pagados, y que reemplazará a los comprobantes electrónicos.

que representa 75% del trabajo privado, según los datos de la Provincia. Frente a la imperiosa necesidad de resguardar a este tipo de empresas el gobierno provincial, a través del Banco Provincia, lanzó un paquete de medidas destinado a promover la producción y facilitar la compra de equipamiento. Los beneficios incluyen líneas de crédito blando y garantías para que puedan financiarse, y facilidades para que puedan acceder a las grandes cadenas de comercio minorista.

En sumatoria a los cambios que se han ido propiciando para paliar la situación crítica de las PyMEs, con el objetivo de darle liquidez, desde 2018 Agencia de Recaudación de la Provincia de Buenos Aires (ARBA) flexibilizó los requisitos para el levantamiento de las medidas cautelares trabadas en oportunidad de reclamo judicial de deudas con la entidad, acogiendo a regímenes de planes de facilidades de pago que si bien el uno de los fines es cooperar con las PyMEs también es recaudar.

Lo importante de esta sección es exponer que si bien existen líneas generales de financiamiento en el sistema financiero argentino, en el caso de las PyMEs, el Ministerio de Producción, las Provincias y otros tantos organismos estatales, establecen un conjunto de políticas en busca cooperar y paliar los efectos que tiene la crisis económica del país sobre este tipo de empresas en particular, por lo importante que son para la economía del país.

Por último, hay que mencionar que en función de que el crédito bancario no resulta estar disponible por los montos solicitados por las PyMEs, los plazos suelen ser cortos y con presentación de colaterales, generando presiones sobre los flujos de caja de las empresas, lleva a la necesidad de alternativas viables, entre ellas las que se analizarán en la órbita del mercado de capitales. El mercado de capitales abre las puertas al acceso de inversores con horizontes de inversión y una aceptación de riesgo mayor. Sumado al riesgo del posible racionamiento al crédito, existe otro riesgo que es la dependencia exclusiva de una fuente de financiamiento, lo cual podrá ser determinante para la supervivencia de una empresa, por lo que es importante diversificar las fuentes de soporte financiero.

3.2.2. DESCRIPCIÓN DEL MERCADO DE CAPITAL EN ARGENTINA

El mercado de capitales, analizado desde su carácter de fuente de recursos para la financiación de empresas, ofrece múltiples instrumentos acorde a diversas necesidades, ya sea la financiación de capital de trabajo, de bienes de capital o proyectos de inversión. De esta forma, el mercado ofrece una variedad de instrumentos para que, en función de necesidades, flujos de ingresos, disposición de garantías y demás condiciones específicas, cada empresa logre que su negocio sea sustentable desde el punto de vista financiero.

El mercado de capitales históricamente solía asociarse con empresas se encontraban en un estado de madurez empresaria que le permitía satisfacer todos los requerimientos de

información y estructura societaria que este mercado exige, por lo que inducía a que la posibilidad de acercamiento de las PyMEs en vías de expansión y crecimiento sea dificultosa. En los últimos años, desde las autoridades de regulación se están haciendo grandes esfuerzos, no solo en la Argentina sino en todo el mundo, para que las PyMEs se introduzcan al mercado de capitales desde sus comienzos y permitan ser acompañadas en su vida empresarial cubriendo las necesidades de cada estadio, iniciando en un segmento que les permita ir desarrollándose en donde se les facilite la sustentabilidad, y con el tiempo migren al panel principal.

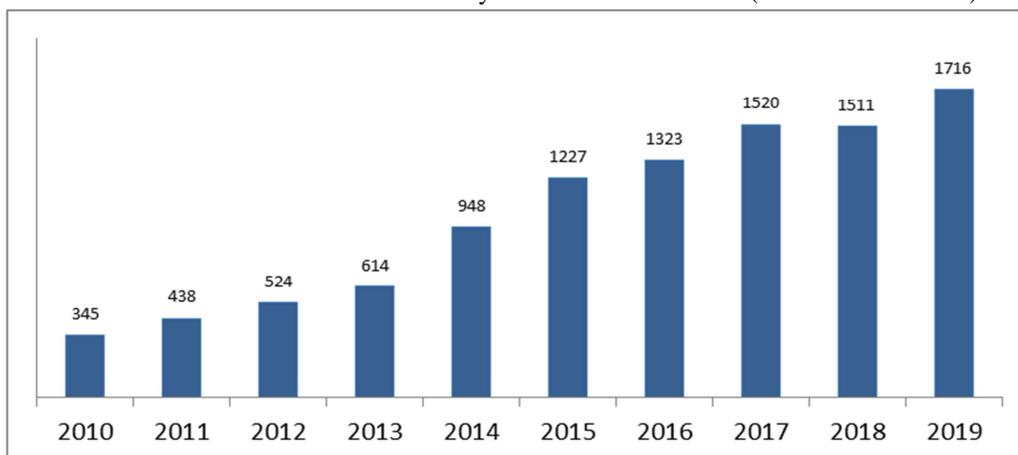
Además, por la transparencia que otorga el sistema bursátil, la empresa conoce detalladamente el costo total financiero (CTF) de la operación, lo que permite realizar una correcta evaluación previa, es por ello que cada vez son más las empresas que recurren a él. Este favoritismo en crecimiento se debe no sólo por ser el mercado con mayor flexibilidad para el deudor, sino también por los servicios y beneficios que se brindan a las empresas. Por lo que será condición necesaria para el desarrollo del mercado de capitales que el mismo genere incentivos necesarios para atraer a las PyMEs, lo que generara un círculo vicioso con inversores que se involucren y soliciten inversiones en instrumentos de este tipo de empresas.

Podemos mencionar con carácter enumerativo alguna de las asistencias prestadas por ByMA:

- Asesoramiento sin cargo para orientar a las empresas en la elección del instrumento que se ajuste a su necesidad financiera.
- Contacto con agentes y colocadores interesados en la atención de grandes empresas y PyMEs.
- Acompañamiento para encontrar la SGR adecuada para incorporarse como socios partícipes.

Se puede observar una favorable evolución en la variación interanual de financiamiento PyME en el mercado bursátil, en donde queda a la vista en el **Gráfico 1** que está creciendo año tras año, y es un buen aliciente para proyectar a este mercado como el futuro proveedor de recursos financieros. Si bien han evolucionado en forma considerable con respecto a la década anterior, aun el volumen emitido resulta insignificante frente a las necesidades de financiación y a la potencialidad del mercado de capitales argentino.

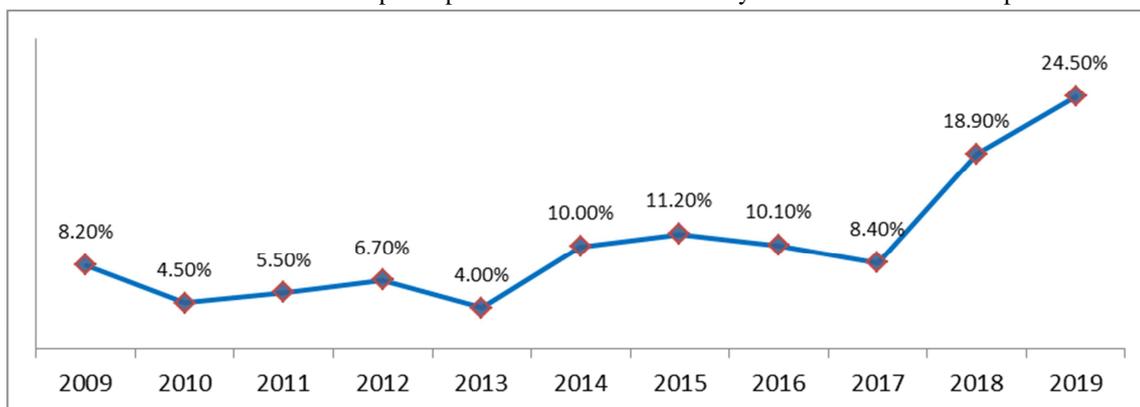
Gráfico 1: Evolución Financiamiento PyME en mercado bursátil (en millones de USD)



Fuente: Elaboración propia con base a Informe Trimestral de CNV diciembre 2019¹⁶

También se destaca la evolución de la participación de las PyMEs en dicho mercado, porque no solo estas empresas están haciendo un mayor uso del mercado, sino que relativamente están evolucionando más con respecto a otras empresas como se visualiza en el **Gráfico 2**.

Gráfico 2: Evolución de la participación del financiamiento PyME en el mercado de capitales



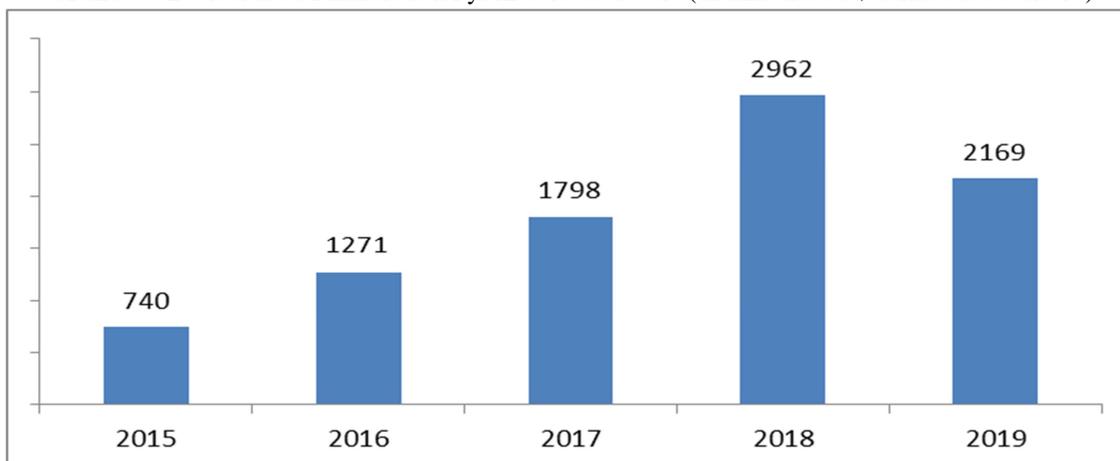
Fuente: Elaboración propia con base a Informe Trimestral de CNV diciembre 2019

Enfocándonos en las ON que son el instrumento objeto de estudio del trabajo, podemos determinar que la evolución de su utilización por parte de las PyMEs sigue la línea del resto de los instrumentos. Se puede observar, en el **Gráfico 3**, que en los últimos años evidenció un crecimiento progresivo, salvo en 2019 donde existe una caída en cuanto a su año inmediato anterior, y que se relaciona con la situación económica financiera del país según

¹⁶ <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>

informa la CNV. Los valores se presentan en millones de pesos deflactados en base a los precios de diciembre 2019¹⁷.

Gráfico 3. Evolución de Financiación PyME a través de ON (en millones de \$ deflactados a dic-19)



Fuente: Elaboración propia en base a encuesta estructural a PyME. Observatorio PyME 2019

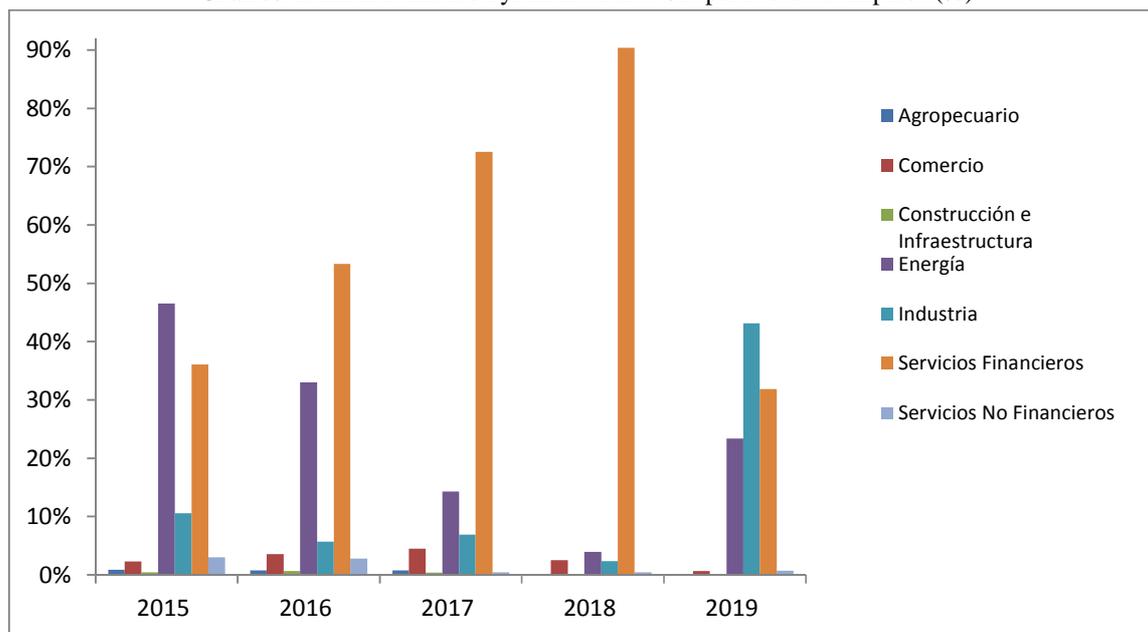
Podremos analizar el **Gráfico 4** donde se manifiesta que las empresas que han realizado mayor volumen de emisión de ON se corresponden a las que están vinculadas a los servicios financieros, donde podemos observar que desde 2015 hasta 2018 se fue incrementando su participación y en 2019 se redujo, pero igualmente fue un rubro muy considerable con respecto al total de las PyME que emitieron ON. En 2019, se destacó el sector industrial que presentó un incremento significativo en su participación, siendo el sector con mayor proporción en la emisión total de ON de ese año. También es importante mencionar que el sector energético venía presentando una caída año tras año en el monto total emitido por rubro, y en 2019 repuntó siendo uno de los tres sectores con mayor emisión de ON.

Cabe remarcar que analizando el 2019 los sectores mayor incidencia en la emisión ON son las empresas del rubro financiero y en segundo lugar las energéticas. Esto reafirma lo que se viene mencionando constantemente en el trabajo, en donde no existe preponderancia en la participación de la emisión de deuda por parte de los sectores productivos privados del país, solo participan y solo hacen uso intensivo de las ventajas de este instrumento los sectores que tienen mayor acceso al conocimiento del mismo, dando lugar a sospechar de que verdaderamente el instrumento es conveniente o al menos es una alternativa que está en línea con las otras fuentes de financiamiento.

¹⁷ Según la fuente de referencia los valores fueron deflactados a diciembre de 2019 con el Índice de Precios Internos Mayoristas (IPIM) del INDEC.

Sería interesante que todas las empresas accedan a la financiación a través de ON, independientemente de su rubro, para que no solo las de mayor conocimiento de la actividad financiera en el mercado bursátil se beneficien de ello. Este punto es clave para que el Estado se enfoque en desarrollar el mercado, y así lograr un mayor volumen bursátil operado.

Gráfico 4. Financiamiento PyME mediante ON por rubro de empresa (%)



Fuente: Elaboración propia en base a Informes Trimestrales PyME de la CNV

Lo interesante de ingresar a operar con el mercado de capitales es que las PyMEs acceden a una variada gama de instrumentos de financiación y pueden establecer contacto con un universo de inversores de distintas características y apetito por el riesgo. Tener presente que el hecho de operar en este mercado hace que la imagen pública de la empresa tome cierta relevancia, lo que impactara positivamente en todos los aspectos societarios, siendo un intangible muy valioso.

A priori, el monto que puede financiar el mercado de capitales no será tan limitado como el del sistema financiero, y si bien el hecho de operar en el mercado bursátil da muchas ventajas, no se traduce en sustituir el bancario. El mercado de capitales es un canal de financiamiento de un plazo mayor, que reduce las presiones sobre los flujos de cajas porque se puede diagramar en función de las necesidades de la empresa, y a su vez, abre la posibilidad de un acceso más sencillo a la segunda instancia que requiera captar recursos para un nuevo proyecto.

En este apartado queda en claro que parte de las barreras del mercado de capitales se sustentan en la falta de cultura bursátil de las PyMEs. Esta falta de conocimiento intensivo y familiaridad con el mercado de capitales ha llevado a que históricamente las empresas no consideren viable el acceso al mismo, sobreestimando tanto los requisitos como los costos de su acceso, sin realizar un previo análisis de *trade-off*. Es muy importante que las autoridades del mercado bursátil contemplen la necesidad constante de capacitaciones, cursos, seminarios, programas de entretenimiento y todo lo que lleve a que se conozcan los verdaderos aspectos de este mercado aún desconocido en parte por muchas PyMEs.

Como corolario de este apartado, se puede mencionar que el mercado de capitales presenta un gran potencial para financiamiento de PyMEs, y que será importante el rol que jueguen ambos jugadores, por un lado el mercado tratando de informar y capacitar a las empresas, y por el lado de las empresas lograr una dirección hacia transacciones bursátiles que permitirán economías de escala y una importante mejora en la imagen societaria, ya que interactuar con el mercado de capitales genera efectos positivos indirectos, como pueden ser la impronta de mayor transparencia y la mejora en su proceso administrativo, entre otros.

4. ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN

4.1. DESCRIPCIÓN DE INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN

Las empresas que desarrollan actividades en el mercado argentino cuentan con diversas fuentes de financiamiento, las que según el origen pueden ser internas o externas a la entidad. Con respecto al primer tipo, se referencia a aquellos recursos que la empresa posee y que son los originarios por el giro normal del negocio, suelen ser limitados e insuficientes, y se los identifica como la principal fuente de financiamiento en empresas de pequeña magnitud. Tener en cuenta que esta “autofinanciación” tiene un costo que si bien no es explícito, se lo puede definir como el costo de oportunidad del capital propio.

Por otro lado, tenemos las fuentes de financiamiento externas de la estructura de capital, que generalmente tienen lugar, siguiendo a la jerarquía financiera, cuando las fuentes internas son escasas, donde podemos establecer dos mercados para estas fuentes de recursos: el sistema bancario y el mercado de capitales. Se hará una breve descripción de cada una de las fuentes, para luego profundizar el trabajo en la emisión de ON, y hacer comparaciones del CTF de los instrumentos, para definir que tan conveniente o no es este instrumento respecto a sus alternativas.

Toda empresa en crecimiento tiene la necesidad de fuentes de financiamiento estables para sortear los requerimientos operativos de corto plazo, y también de largo plazo para enfocar los proyectos que permitan sostener una expansión y una sólida estructura financiera. Como se ha comentado anteriormente, en función del PO, las empresas tomaran decisiones a medida que las mismas vayan logrando su madurez empresaria, pero es un hecho que el giro comercial en un determinado momento exige recursos que las fuentes internas no podrán solventar.

4.1.1. FUENTES DE FINANCIACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO

El financiamiento bancario históricamente ha sido la fuente de recursos más trascendental en la financiación de proyectos empresarios en el sistema financiero, no por ser más eficiente o económico, sino porque las entidades bancarias se encargaron de ir acondicionando propuestas que de alguna manera puedan ir satisfaciendo la demanda del sector empresario. En los sucesivos informes de estabilidad financiera del BCRA, se puede observar una participación del sector bancario en el financiamiento privado que se mantiene en parámetros similares en la última década, a pesar de que en 2019 se observa una caída de la actividad económica y esto impactó en un 14,3% real sobre el crédito al sector privado.

Se podrían hacer diversas clasificaciones de los préstamos bancarios a empresas, pero a los efectos de este trabajo se mencionan tres grandes grupos: en función del plazo de financiamiento, de la garantía otorgada y de la finalidad de los préstamos. En cuanto al plazo, puede ser de corto, mediano o largo plazo. En el corto plazo (no mayores a un año) podemos incluir también los acuerdos transitorios de fondos o descubiertos bancarios, que son utilizados con frecuencia para suplir desfasajes temporarios y se encuentran disponibles con el hecho de contar con una cuenta corriente activa y un vínculo comercial sostenible con una calificación crediticia activa. Con respecto al mediano y largo plazo (mayor de un año y mayor de cinco años, respectivamente), podemos mencionar que por cuestiones macroeconómicas y de volatilidad en la Argentina no suelen otorgarse con frecuencia préstamos bancarios a largo plazo, sino que los más utilizados son los de mediano plazo, que si bien permiten financiar proyecto no comprometen a la organización por un periodo excesivo. Esto es fácilmente contrastable con la madurez promedio de la cartera de inversión activa en pesos del conjunto de bancos que operan en la Argentina, que según informes del BCRA, en diciembre de 2019 es de 8 meses.

Con respecto a las garantías, podemos mencionar que existe otorgamiento de préstamos bancarios sin garantía o con garantía. Los primeros son aquellos que se le ofrecen a las empresas por el solo hecho de tener una relación comercial y son básicamente los descubiertos transitorios y los préstamos de capital de trabajo que se otorgan a sola firma. Estos permiten a las empresas tener un margen de acción en cuanto a los errores de previsiones de caja, imprevistos en cuanto al comportamiento del mercado o modificación temporal de su ciclo de conversión en caja.

En cuanto a los créditos otorgados con garantía podemos identificar tres grandes ramas: con garantía prendaria, con garantía hipotecaria y con garantía financiera. Si bien las garantías de los prendarios se efectivizan sobre bienes muebles y en el caso de los hipotecarios sobre bienes inmuebles, los procedimientos de otorgamiento son similares. En el primer caso se inscribe una prenda sobre el bien que va a garantizar la operación y luego de cancelado el préstamo se dejara sin efecto. De la misma forma se hace con los préstamos hipotecarios por los cuales se realizan hipotecas sobre los bienes que garantizaran la financiación. Generalmente la garantía es el bien que se está adquiriendo con esa línea de crédito. Como la tercera opción están los créditos con garantías financieras como es el caso de descuento de cheques o créditos a través de cauciones de valores negociables.

También se puede hacer una apertura de préstamos bancarios por su finalidad, y así podemos identificar aquellos que son para financiar necesidades estacionales o temporarias y aquellos que son para financiar cambios estructurales en la organización. En el caso de los primeros se deberían referenciar con los créditos a corto plazo y sin garantía. En

cambio, los estructurales tienen relación con los créditos de mediano a largo plazo, y que se canalizan con algún tipo de garantía.

Más allá del tipo de préstamo bancario, se puede observar que el sistema financiero toma recaudos para contar con una seguridad en la cobrabilidad de los créditos otorgados, y en función de esto se establecen procedimientos estandarizados para otorgar financiaciones a las empresas, basados en la Ley Nro. 21.526 de entidades financieras, que estandariza los requerimientos de información, y que al no contar con financiaciones a medida de cada organización hace que muchas PyMEs tengan que desecharlas, por no encuadrarse en los requisitos solicitados.

La información que se solicita a las sociedades pretende analizar la salud económica, financiera, ética y moral, y poder proyectar la viabilidad del recupero del crédito. Estos requisitos suelen ser las principales barreras a la entrada del mercado financiero para las PyMEs, ya que no tienen la dinámica de las empresas más grandes en la preparación y presentación de información, y en caso de querer encuadrarse dentro de los requerimientos tendrán que soportar un costo de profesionales abocados a la preparación de lo solicitado que incrementará significativamente el CTF de la operación.

Se podría describir como principales exigencias de las entidades financieras para la evaluación crediticia la presentación de Estados Contables cerrados y auditados, declaraciones juradas de IVA e Impuesto a las Ganancias, flujos de fondos proyectados por periodos que dependerán de la extensión específica de la asistencia financiera que recibirá la empresa, libre deuda impositivo y previsional, política de buen gobierno corporativo y manual ético y moral, y en ciertos casos un informe de *compliance*. Cabe mencionar que el costo de la preparación de este set de información, siendo una carga relativamente fija, tendrá menor impacto proporcional sobre el CTF de las empresas de mayor tamaño, ya que incide en menor medida cuanto mayor es el monto de la empresa solicitante.

Adicionalmente se piden informes de ventas de los últimos años, informe de deuda financiera corriente y no corriente, una proyección financiera (para evaluar los compromisos societarios), informe actualizado de los bienes de uso e inmuebles, y como complemento declaraciones juradas de los accionistas que muchas veces termina siendo considerado un exceso por parte de las PyMEs, ya que la empresa que será la tomadora de la asistencia financiera, entiende que tiene garantías para solventarlo. Al margen, las entidades recién comienzan con el análisis de la carpeta y la viabilidad de la calificación crediticia, cuando cuentan con la información completa tanto de la empresa como de los accionistas, por lo que es muy importante la presentación completa de todo lo solicitado.

El vínculo de la empresa tomadora y la entidad otorgante de asistencia financiera muchas veces cuenta con una relación comercial previa, aunque otras veces se inicia con la

solicitud de líneas de crédito específicas. La entidad financiera tiene el enorme trabajo de evaluar el riesgo del solicitante, que si bien cuenta con un set de información extensa y completa, serán las únicas herramientas que contará para expedirse sobre la aptitud del solicitante y la viabilidad del otorgamiento del préstamo, que tendrá como objetivo principal hacer un análisis justo, real y capaz de reducir al máximo la selección adversa y asimetría de la información.

Por último mencionar que en función del análisis de la empresa se define el riesgo, y esto impacta decididamente en la tasa de interés, en donde las entidades financieras coinciden en que no se evalúa el riesgo del proyecto sino de la empresa, salvo casos puntuales y extremos en los que claramente se vea la impracticabilidad del mismo a priori. En este caso la entidad financiera velará por que el tomador no utilice los fondos en actividades inapropiadas o dilapide recursos, porque este riesgo moral le repercutirá sin lugar a dudas en los futuros compromisos financieros. En cuanto al análisis de riesgo las entidades financieras consultaran ciertas plataformas como Equifax/Veraz e incluso la central de deudores del BCRA para determinar el *score* de los potenciales deudores.

4.1.2. FUENTES DE FINANCIACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

En el mercado de capitales, el inversor es quien le otorga aceptación a las alternativas que los emisores decidieron colocar en el mercado, ya sea título de deuda, títulos de capital u otro instrumento, por lo que es muy importante que este cuente con un gran universo de inversores de distintas características. Entre los actores importantes en este mercado, se encuentran los inversores institucionales, dada su capacidad para proporcionar liquidez al mercado.

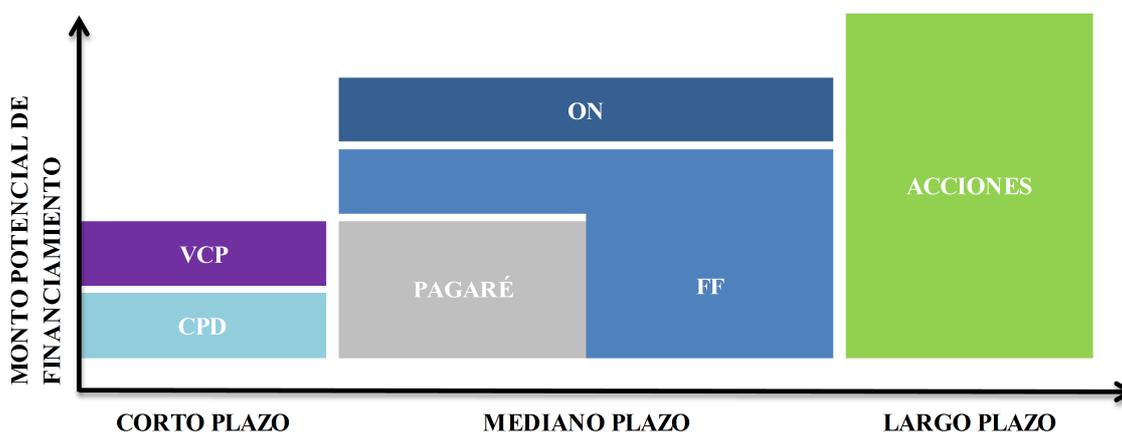
En función de lo mencionado en el párrafo anterior, una de las aristas más importantes del mercado de capitales son los inversores, y ellos hacen análisis variados antes de definir una inversión, entre los que se encuentra el análisis de riesgo, de liquidez y del marco regulatorio y jurídico del instrumento. Cuando estos son emitidos por las PyMEs suelen emanar, a priori, potenciales problemas de información lo que implica mayor riesgo y baja posibilidad de liquidez, lo que desanima a los inversores y por ende se restringe la demanda. Esta secuencia no solo se ve en la Argentina, sino que en todos los países del mundo, tal como se denota de los informes del Banco Mundial (2018)¹⁸, donde se obtiene que cuanto más desarrollado es un país, mayor desarrollo presenta su mercado de capitales.

A los efectos de situarnos específicamente en el análisis de la financiación de PyMEs a través de la emisión de ON, se hace una descripción de carácter general de las alternativas de financiación existentes en el mercado de capitales, ya que luego serán utilizadas para

¹⁸ <http://pubdocs.worldbank.org/en/591241545960780368/GPSS-4-Report-Final.pdf>

establecer comparaciones con las ON. En la **Tabla 3** se resumen los instrumentos existentes en el mercado de capitales, y se los clasifica por plazo de emisión, para que luego al momento de comparar alternativas se haga sobre bases homogéneas.

Tabla 3: Instrumentos de Inversión



Fuente: Elaboración propia en base a Instrumentos CNV

En cuanto a los instrumentos emitidos que generan un pasivo para la firma emisora podemos encontrar a los Cheques de Pago Diferido (CPD), los Valores a Corto Plazo (VCP), los Pagaré y las ON, los cuales se presentan gráficamente en la **Tabla 3**, el resto generan una modificación del Patrimonio de la empresa, por lo que el inversor también comienza a correr el riesgo empresario.

4.1.2.1. Cheques de Pago Diferido (CPD):

Los cheques de pago diferidos son órdenes de pago libradas con una fecha posterior¹⁹ contra una entidad financiera autorizada, para lo cual el emisor del valor deberá tener fondos en la cuenta corriente al vencimiento o posibilidad de girar en descubierto. A través del mercado de capitales, los tenedores de CPD pueden negociar los²⁰, siendo una variante más para que las empresas puedan financiarse a corto plazo a través de este mercado, haciéndose de los fondos líquidos con anticipación a la fecha de vencimiento.

Lo importante de este tipo de operaciones a través del mercado bursátil es que se logra transparencia y mejores condiciones que en el mercado informal, accediendo a mejores tasas de descuento que en el mercado informal.

¹⁹Cheque de fecha de pago diferido no puede tener vencimiento mayor a 360 días.

²⁰ Se entregan en una institución financiera para que sean pagos antes de la fecha de vencimiento, soportando una quita que es el costo medido con una tasa de descuento por los días que falta hasta su vencimiento.

Este instrumento puede liquidarse a través de las siguientes variantes:

- **Cheques endosados:** Permite que las sociedades que coticen en bolsa puedan negociar los cheques que reciben con el simple endoso del mismo. Si bien es restringido a las empresas que sean visibles en los paneles del mercado, es una opción muy conveniente para el descuento de cheques.
- **Cheques Avalados:** Es un sistema muy utilizado por las PyMEs por el cual a través de una SGR les permite negociar cheques propios o de clientes. Para ello, deberán inscribirse como socio partícipe de la SGR quien otorgara garantía y seguridad de su cobro llegado al vencimiento, minimizando así la tasa de descuento al reducir el riesgo. En este caso la empresa le entregara los cheques a la SGR y esta ultima será quien los presente en la bolsa, y quien negocie la liquidación de los mismos.
- **Cheques Patrocinados:** Permite que las empresas grandes o medianas autorizadas por el BCRA emitan cheques patrocinados para cancelar deudas comerciales, para que estos puedan ser negociados en la bolsa sin que el beneficiario tenga que presentar ningún tipo de garantía. Esta alternativa genera beneficios en cuanto a procedimientos y costos para el beneficiario, mejora la relación comercial entre empresa y su proveedor, y a su vez genera reputación de la empresa pagadora en el mercado de capitales, por el simple hecho de ir cumpliendo en los vencimientos de las liquidaciones. Es importante destacar que al adquirir un cheque patrocinado se traslada el riesgo correspondiente a la empresa libradora, con lo cual la tasa implica un riesgo mayor. Por su parte, los cheques avalados por estar con la garantía de una SGR se negocian a una tasa considerablemente menor a los patrocinados.

Analizando la situación del instrumento en 2019, y a través de la información publicada en los informes de la CNV (Informe mensual PyME Diciembre 2019), podemos indicar que el comportamiento de los CPD se explica en el mercado básicamente por los cheques avalados que representan el 71% de los montos negociados en 2019 y el 86% de las cantidades en igual periodo, presentando una suba interanual del 113%. Es relevante mencionar que el CPD representó en diciembre de 2019 el 89% del financiamiento PyME canalizado por el mercado de capitales, y más del 80% de todo 2019.

Como se mencionó en el párrafo anterior, los CPD más negociados son los avalados, seguidos por los directos. En cuando a las tasas que se negociaron en 2019, se evidencio

una disminución de las mismas, cerrando el año con tasas promedio del 40,2% para cheques avalados y con un plazo de 180 días.

4.1.2.2. Valores a Corto Plazo (VCP):

Son valores negociables representativos de deuda de corto plazo que guardan similitud en cuanto a requisitos y características con las ON, por ello muchas veces se las denominan ON corto plazo, y en las pantallas de cotizaciones se las contempla dentro del mismo rubro. Tener en cuenta que la financiación a través de estos instrumentos deberá ser por plazos que no excedan los 365 días.

Los VCP confieren a sus titulares (inversores) un derecho de crédito y pueden representarse como pagarés seriados²¹, como valores representativos de deuda de corto plazo o como ON de corto plazo, de acuerdo con la naturaleza societaria del emisor.

En cuanto al mercado operado en 2019, no se hace en esta sección mención específica, ya que se las analiza conjuntamente con las ON, por ser parte de ellas.

4.1.2.3. Pagaré:

Es un valor de deuda que puede ser negociado en los mercados autorizados, y su instrumentación es similar a la del CPD pero a un plazo más extendido, ya que los pagarés podrán emitirse de 180 días a tres años. La emisión deberá estar avalada por una SGR, que asegura la cobranza al inversor y por ende posibilita disminuir la tasa de interés del financiamiento.

El Pagaré puede estar nominado en pesos o en moneda extranjera con un monto mínimo de \$100.000 o valor equivalente, y su negociación podrá ser individual o bien agrupada en lotes de pagarés, a efectos de conformar un flujo de fondos.

Este instrumento se posiciona en un tramo de mayor plazo que los CPD, pero de menor monto que las ON y Fideicomisos Financieros (FF), permitiendo una rápida financiación de las operaciones en forma directa a través de un agente autorizado, en forma garantizada por una SGR, y sin necesidad de generar un prospecto ni autorización previa por parte de la CNV.

En cuanto a su operatoria actual, en función de lo que nos informa la CNV (Informe mensual PyME Diciembre 2019)²² en 2019 solo represento el 1% del financiamiento total PyME en el mercado de capitales, aunque se observa un incremento del 42% interanual de

²¹ Decreto Ley 5965

²² <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>

su operatoria. Los pagarés se negocian avalados, con tasas en pesos promedio 57,6% en el último trimestre de 2019 y 12,9% para tasas en dólares.

4.1.2.4. Fideicomisos Financieros (FF):

Es una herramienta financiera mediante la cual las empresas, en forma individual o conjunta, actuando como fiduciantes pueden financiar sus operaciones o inversiones en cabeza de un FF, un fondo o patrimonio separado de la empresa.

Para confeccionar un FF, los fiduciantes deben transferir activos, derechos y/o flujos de fondos futuros cuya titularidad les corresponda, a favor de un fiduciario financiero, quien administrará dichos bienes a favor de los beneficiarios o adquirentes de los valores negociables fiduciaros emitidos en el marco del fideicomiso financiero. El fiduciario debe ser una entidad financiera o sociedad autorizada por la CNV.

El importe neto de la colocación de los valores fiduciaros podrá entregarse a los fiduciantes como contraprestación por la transmisión por ellos efectuada, pudiendo obtener así la disponibilidad inmediata de sus recursos. Los valores negociables emitidos por el FF podrán ser Valores Representativos de Deuda Fiduciaria (VRD)²³ o Certificados de Participación (CP)²⁴, según representen deuda o den una participación en el patrimonio del fideicomiso, respectivamente.

Los VRD son derechos de cobro de un flujo de fondos futuros según lo producido por el FF, en las condiciones establecidas por el prospecto de emisión (tasa, plazo, moneda, garantías, etc.). Se encuentran garantizados con los activos del fideicomiso. Por su parte, el CP otorga un derecho de participación o de propiedad sobre los activos fideicomitados. Los tenedores de los CP tienen derecho al cobro del flujo de fondos futuro del FF, una vez cancelados los compromisos asumidos por los VRD, así como la liquidación del FF. Pueden existir distintos tipos o series de VRD como de CP, con distinta preferencia de cobro y condiciones para los beneficiarios (inversores).

En mejora de las posibilidades de cobro, los valores fiduciaros pueden contar con otras garantías como la asignación de bienes adicionales al fideicomiso de manera que existan garantías personales y/o reales por parte del fiduciante o un tercero. En el mismo sentido, existen FF que cuentan con el aval de una SGR sobre la emisión financiera del FF, favoreciendo tanto a los emisores (fiduciantes) que podrán obtener financiamiento a una menor tasa de interés, como a los inversores (beneficiarios adquirentes), ya que será un instrumento con menor riesgo de no repago.

²³De renta fija, similares a un bono.

²⁴De renta variable.

En función de lo que nos informa la CNV (Informe mensual PyME Diciembre 2019), podemos observar un incremento interanual del 42% en la financiación de las empresas a través de los FF, representando en diciembre de 2019 el 10% del financiamiento total del mercado de capitales. Todas las emisiones de FF se realizaron en pesos a un plazo máximo de 49 meses y con una TIR promedio en diciembre 2019 de 48,4%.

4.1.2.5. Obligaciones Negociables (ON):

Son valores de deuda de renta fija emitidos por entidades privadas²⁵, para obtener los fondos que necesitan para el desarrollo de sus actividades. Las ON se negocian en los mercados de capitales y son el equivalente a los títulos públicos de deuda, pero destinados a la financiación productiva del sector privado. Además suelen emitirse ON que tienen la opción de convertirse en acciones, esto permite al emisor a negociar las tasas más bajas por el hecho potencial de que el inversor se podrá capitalizar a través de ella.

Cuando una empresa decide financiarse a través de la emisión de ON, debe fijar un esquema de pagos futuros certero, que será informado en el prospecto de emisión, que estará disponible para previa suscripción. Este contendrá los términos particulares de la emisión, información societaria, plazo total de la emisión, la forma de amortización del capital y la tasa de interés que se pagará. Complementariamente, se deberán incluir otros aspectos asociados a la emisión, las calificaciones de riesgo, en caso de corresponder, y demás requerimientos de información establecidos en la normativa de la CNV.

Pueden ser emitidas en forma individual o a través de un programa global, siendo este un procedimiento que permite al emisor del instrumento solicitar una autorización por un monto determinado y por un plazo máximo de cinco años, para posteriormente hacer emisiones individuales fraccionadas (en una o más series) en el momento que lo desee, dentro del lapso quinquenal. Estas emisiones son colocadas en el mercado primario de capitales a través de agentes autorizados. Mismo procedimiento se deberá realizar para realizar la emisión de acciones, que será descripto en el próximo apartado.

El monto máximo en circulación de las emisiones de PyMEs no deberá exceder los pesos cien millones (\$100.000.000), o su equivalente en otras monedas, tal como lo indica el Decreto 1087/93. Las ON pueden ser rescatadas por la emisora para su cancelación en cualquier momento de la vida del título, siempre que esta posibilidad esté establecida en el prospecto de emisión del valor negociable.

²⁵Las instituciones emisoras de una ON pueden ser las sociedades por acciones, las sociedades de responsabilidad limitada, las cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero.

Las emisoras deberán cumplir con ciertas particularidades como método de protección de los inversores, así tendrán que comprometerse a un cierto nivel de transparencia y fiabilidad de su información, para asegurar que los potenciales inversores que puedan operar con sus títulos estén igualdad de condiciones a la hora de evaluarlos.

Por lo que las ON cuentan con las siguientes ventajas para las empresas emisoras:

- Permite estructurar emisiones en función de sus propios flujos de fondos y necesidades proyectadas.
- El ingreso al mercado de capitales mejora la reputación de las empresas debido a que los requisitos establecidos aseguran cierto nivel de transparencia y confiabilidad.
- Permite el acceso al mercado de capitales en el que se encuentra una amplia cartera de inversores que presentan permanente disponibilidad de recursos. Esto elude la dificultad que se enfrenta en el sistema financiero cuando los bancos no cuentan con liquidez.
- Cuando las emisoras demuestran un buen comportamiento cumpliendo sus obligaciones, les permite seguir accediendo al mercado de capitales.
- Permite una mayor extensión en los plazos de financiación, transformando un pasivo corriente en no corriente, mejorando no solo las cuestiones financieras sino también los indicadores económicos de las empresas.
- Hace posible la obtención de financiamiento a tasas inferiores y con mejores plazos que otras alternativas.
- La emisión de ON está exenta del pago de tributos, IVA e Impuesto a las Ganancias, cuando se coloquen por oferta pública.

Recopilando información publicada por la CNV (Informe mensual PyME Diciembre 2019), podemos observar que las ON representan el 46% del total financiado por el mercado de capitales en 2019, y en comparación con las emisiones de 2018, se observa un incremento del 85% interanual. En cuanto al financiamiento PyME las ON en 2019 solo representan un 0,5% del total financiado por el mercado de capitales.

En cuanto a las condiciones de emisión podemos determinar que el 77% de ellas ha sido emitido en pesos a plazos entre 6 y 37 meses y con tasas promedios del 48,1% compuestas por tasa Badlar + Margen en su mayoría, ya que pocas emisiones se realizaron a tasa fija. El restante 23% se emitió en USD a plazo entre 12 y 66 meses y con tasas promedios del 8,5%. En lo que respecta al régimen de emisión, en 2019 se libraron el 59% bajo el régimen general, el 30% bajo régimen PyME CNV garantizado y un 11% por el régimen simplificado PyME.

4.1.2.6. Acciones:

Las acciones son títulos de capital que representan las partes en las cuales se divide el capital social de una empresa con forma de Sociedad Anónima (SA), teniendo la calidad de un activo financiero de renta variable para los inversores.

Cuando una empresa decide ampliar su patrimonio neto mediante la emisión de nuevas acciones, está abriendo su capital social a nuevos socios o accionistas. Bajo este esquema de financiación, las empresas ofrecen públicamente al inversor formar parte de su sociedad en una proporción que define la empresa emisora y les otorga el derecho a participar de los resultados y a votar en las asambleas de accionistas, según establezca el prospecto de emisión.

Dado que se pueden emitir distintas clases de acciones, el contrato de emisión contenido en el prospecto deberá detallar todos los derechos que les serán otorgados a los accionistas de acuerdo con las especificaciones del título emitido, detallando la política a aplicar para el pago de los dividendos correspondientes.

A través de la emisión de acciones, la empresa emisora logrará disponer de recursos que le permitan financiar las actividades productivas contempladas en su objeto social, al mismo tiempo que se convierte al inversor en socio o accionista de la compañía. Las acciones son colocadas en el mercado primario de capitales a través de agentes autorizados.

No obstante, la emisión de acciones es un recurso financiero que utilizan las empresas de mayor tamaño debido a que las PyMEs, en su mayoría, carecen de intención de abrir su capital a extraños y compartir información social sensible, por lo que más allá de los intentos de la CNV por intentar lograr la intensificación en la emisión de títulos de propiedad empresarial, las empresas siguen considerando la emisión de acciones como la última de todas las alternativas, tanto por la cuestión de privacidad como por el costo que implica cumplir con los requisitos exigidos para la autorización de emisión. Esta consideración puede también explicarse por la teoría de la Jerarquía Financiera Myers y Majluf (1984), la cual será tratada en la próxima sección.

4.2. PREFERENCIAS DE LAS EMPRESAS ARGENTINAS PARA LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS

Tal como se ha desarrollado en el capítulo de marco teórico, al momento de financiar los proyectos la dirección de las empresas toman sus decisiones basadas en una jerarquía de preferencias. En este apartado, se expondrán datos precisos de las decisiones de financiación que han tomado las PyMEs en la última década 2010-2020.

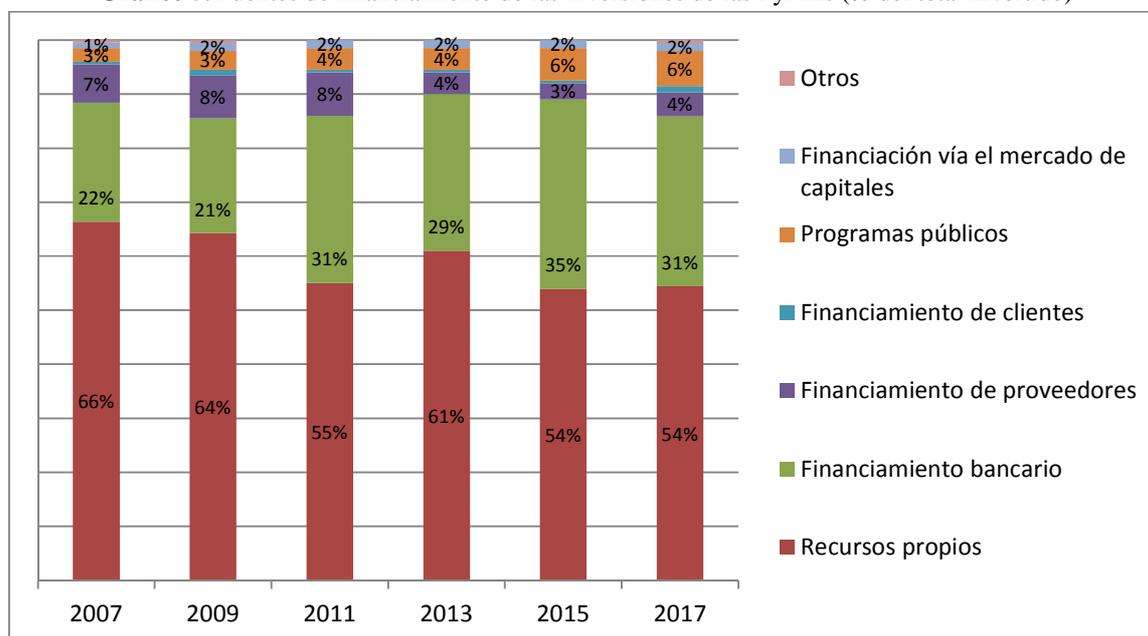
De acuerdo a Briozzo, Albanese y Villegas²⁶, el mercado de capitales argentino ofrece dos sectores donde las PyMEs pueden ofrecer sus títulos: el régimen general, y el panel PyME, con menores requisitos de registración e información, y participación limitada a inversores calificados. Según informa la CNV en su informe mensual a diciembre de 2019, el 38% de las empresas bajo régimen de oferta pública son PyMEs. Asimismo, el financiamiento bancario recibido por las PyMEs durante diciembre de 2019 según el informe de bancos del BCRA correspondiente a diciembre 2019 evidencio una disminución de 24,3% respecto del mismo período del año previo, mientras que en igual periodo según el informe de la CNV el financiamiento en el mercado de capitales creció un 71%.

Se puede analizar la evolución a través de un estudio de necesidades y fuentes de financiamiento realizado por el Observatorio PyME durante una década y hasta 2017, donde más de la mitad de las inversiones de las PyMEs fueron financiadas con recursos propios, tal como se visualiza en **Gráfico 5**, y el financiamiento bancario sólo asiste en promedio el 30% de los recursos aplicados. Por lo que en perspectiva histórica, se tiene que la aplicación de utilidades retenidas es la principal fuente de financiamiento, y que alcanzó un nivel similar (e incluso levemente superior) al de 2007, complementariamente la participación del crédito bancario como segunda fuente ha sido similar a la observada para 2007-2009.

De lo mencionado anteriormente, podemos interpretar que no se evidencia una evolución en el sistema financiero argentino sino que se presenta un problema constante y sostenido en el tiempo en cuanto a la distribución de las participaciones de cada una de las fuentes a las que acceden las empresas al momento de financiar un proyecto.

²⁶ Anahí Briozzo, Diana Albanese y Matías Villegas (2018). Caracterización de las PyMEs emisoras de obligaciones negociables en el mercado de capitales argentino.

Gráfico 5. Fuentes de financiamiento de las inversiones de las PyMEs (% del total invertido)



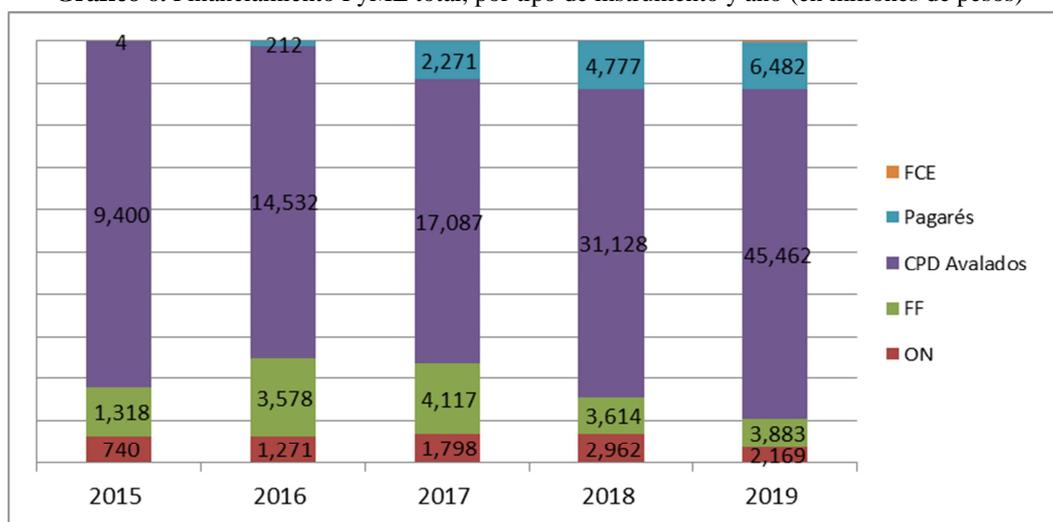
Fuente: Elaboración propia en base a encuesta Estructural a PyME, Observatorio PyME 2019

También se puede mencionar que los programas públicos en la Argentina no han sido tan contundentes o abarcativos, siendo esta fuente de financiación insignificante. Surge del **Gráfico 5** que la Argentina tiene que hacer grandes esfuerzos para modificar las incidencias de las fuentes, ya que es inviable un país que pretenda desarrollarse productivamente sin un mercado de capitales presente y activo en el que las empresas puedan volcar sus necesidades financieras, transitorias y estructurales.

Para complementar lo mencionado recientemente, se presenta el **Gráfico 6**, que permite evidenciar que pese a la baja incidencia del mercado de capitales argentino, el mismo ha tomado cierta relevancia en los últimos años. De esta forma, se observa una evolución en la composición de los instrumentos de financiación desde 2015 a 2019, en el que se aprecia que en los últimos 5 años las empresas accedieron a la emisión de ON, pero aún los volúmenes operados siguen siendo insignificantes, y comparados con el avance de otros instrumentos pierden posiciones constantemente.

Trataremos de abordar intensamente este tema, para poder identificar el motivo que niega la evolución en la utilización de ON como medio de financiación de las PyMEs, y también se intenta determinar los puntos débiles en cuanto a la demanda del mercado.

Gráfico 6. Financiamiento PyME total, por tipo de instrumento y año (en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a Informe Trimestral PyME cuarto trimestre 2019 de la CNV

De acuerdo a la CNV (Informe Trimestral PyME cuarto trimestre 2019) y tal como se visualiza en el **Gráfico 6**, entre enero de 2015 y diciembre de 2019, el financiamiento total de las PyMEs a través del mercado de capitales sumó 156.915 millones de pesos. Los CPD Avalados representan el 75% de las operaciones, siendo claramente el instrumento líder, y esto se debe a la posibilidad de que las empresas puedan negociar cheques avalados por las SGR a tasas que son muy convenientes como se detallara en el próximo capítulo.

Con respecto a los CPD y su negociación en el mercado, si bien no es el instrumento financiero de estudio, es importante destacar que se observa una evolución considerable de la utilización de esta herramienta y represento el 89% del financiamiento PyME del último trimestre de 2019. La tasa promedio ponderado de CPD avalados en 2019 siguió la línea de la tasa Badlar + margen y en diciembre de 2019 se situó en promedio 40,2% para operaciones avaladas. Se destaca que año tras año este instrumento viene incrementando el volumen operado, puntualmente por la característica de sencillez que tiene el proceso de liquidación y por la obtención de tasas relativamente menores a las que se podría conseguir en otros ámbitos financieros.

Quedan en un segundo plano el resto de los instrumentos utilizados por las PyMEs para financiarse en el mercado de capitales, siendo los FF y los Pagaré recursos de proporciones similares y por debajo de ellos se evidencia la utilización de las ON. En cuanto a estas últimas podemos evidenciar que en el período analizado no hubo incrementos significativos en su utilización, observándose que su porcentaje de participación está cada vez más resentido, frente a la intensificación en otros instrumentos, aún más con la aparición de las FCE.

El monto financiado por estas empresas en el mercado de capitales a lo largo del 2019 es el mayor de la historia, importes medidos en dólares. A su vez, se evidencia una tendencia al federalismo por contar con emisoras de ON en 17 provincias, producto del lanzamiento de las ON simples a fines del 2017 en donde a diciembre de 2019 se registra el doble de las emisoras que había hasta ese momento.

Profundizando lo tratado en los párrafos anteriores, se puede establecer una apertura de los tipos de emisiones de las ON emitidas desde 2015 a 2019 teniendo en consideración las distintas monedas y tasas de interés utilizadas. Se toman como datos las series estadísticas publicadas por la CNV, y se confecciona la **Tabla 4** de doble entrada para poder realizar un mejor análisis.

Tabla 4. Montos de ON emitidas por tipo de tasa y en moneda de emisión a valores corrientes (en millones)

| AÑO / TIPO EMISIÓN | Pesos Argentinos (\$) | Pesos Chilenos (CLP) | Dólar Linked | Franco Suizos (SFr) | Dolares (USD) | Unidad de Valor Adquisitivo (UVA) |
|---------------------------------------|-----------------------|----------------------|--------------|---------------------|---------------|-----------------------------------|
| Badlar | 200 | | | | | |
| Fija | 3361 | | | | 2662 | |
| Lebac | 28 | | | | | |
| Margen+Badlar | 20144 | | | | | |
| Mixta | 10310 | | | | | |
| Otro | 57 | | | | | |
| 2015 | 34100 | 0 | 0 | 0 | 2662 | 0 |
| Fija | 1350 | | 46 | 300 | 5022 | |
| Margen+Badlar | 49605 | | | | | |
| Mixta | 295 | | | | | |
| 2016 | 51251 | 0 | 46 | 300 | 5022 | 0 |
| Fija | 10570 | | | | 5521 | 69 |
| Lebac negociación secundaria + margen | 23 | | | | | |
| Margen+Badlar | 38452 | | | | 401 | |
| Mixta | 6858 | | | | | |
| TM20+margen | 5851 | | | | | |
| TPM | 2773 | | | | | |
| 2017 | 64528 | 0 | 0 | 0 | 5922 | 69 |
| Fija | 25054 | | 55 | | 1824 | 121 |
| Margen+Badlar | 16731 | | | | | |
| TM20+margen | 7716 | | | | | |
| 2018 | 49501 | 0 | 55 | 0 | 1824 | 121 |
| Factor x Badlar | 110 | | | | | |
| Fija | 1915 | 31503 | | | 2777 | 14 |
| Margen+Badlar | 42396 | | | | | |
| 2019 | 44421 | 31503 | 0 | 0 | 2777 | 14 |
| TOTAL | 243799 | 31503 | 101 | 300 | 18207 | 204 |

Fuente: Elaboración propia en base a series estadísticas de CNV

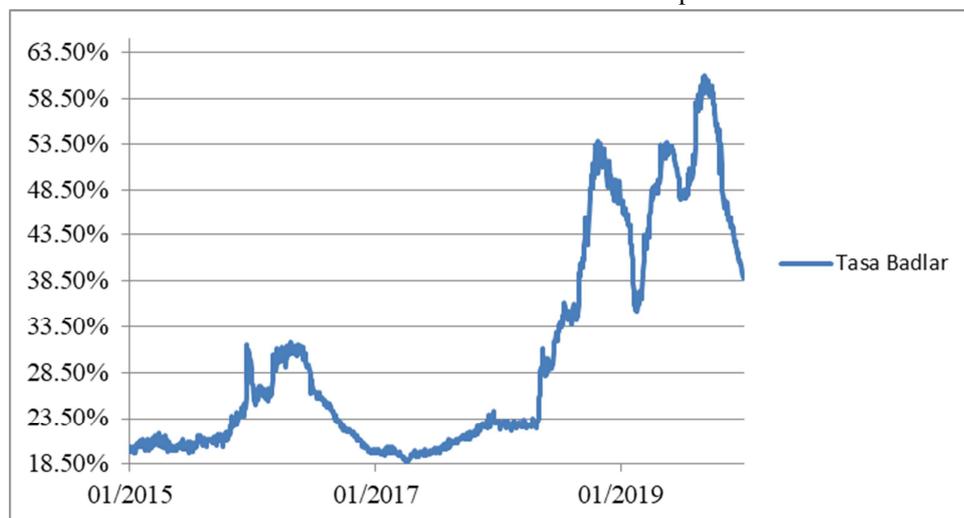
Se puede observar de la **Tabla 4** que en los últimos 5 años incluyendo el 2019 hubo denominadores comunes en cuanto a la emisión de ON, siendo que la gran parte de ellas se han emitido en pesos y con tasas que se componen de un Badlar + margen. En el periodo mencionado existieron dos emisiones puntuales en Pesos Chilenos (CLP) y Franco Suizo (SFr), pero no son habituales como sí lo son las emisiones en USD y principalmente en pesos.

Con respecto a las emisiones de 2019, podemos observar que el volumen de emisión fue principalmente en pesos y con tasas compuestas por un badlar + margen. En este año se emitió en CLP por la empresa IRSA, que si bien es única en esa moneda, es representativa sobre el monto total emitido por el bajo volumen de emisión de ON en el mercado bursátil. Específicamente hablando de las tasas de referencia de las emisiones de 2019 se evidencia que se negociaron tasas fijas promedio del 49%, tasas variables promedio de Badlar + 7,66%, y tasas fijas en USD en promedio del 9,5%.

En cuando a los sectores de las emisiones ON, es destacable la apertura observada en 2019, ya que la totalidad de emisiones se explica no solo por un sector sino por varios. Así podemos decir que el 55% de las emisiones corresponden a la rama industrial, el 35% a comercios, el 20% se encontró en la actividad agropecuaria al igual que las empresas de servicios no financieros, y para completar el saldo fue emitido por las empresas de construcción e infraestructura, de servicios financieros y energía. Como se mencionó en párrafos anteriores, la emisión de IRSA generó un cambio en la participación de los rubros de las empresas que venían encabezando años anteriores, ya que el rubro financiero era de lo más significativo, y vio relegada su participación en 2019.

En el **Gráfico 7** se detalla la evolución de la Tasa Badlar de 2015 a 2019, variable que impacta considerablemente en el costo de financiación de las empresas que optaron tasas variables Badlar + margen, que si bien hasta los primeros meses del 2018 aún era conveniente utilizar tasas ajustables, con el transcurso del año se fue tornando insostenible, llegando al último trimestre de 2019 con tasas que triplicaban las de 2017. Es necesaria una estabilización económica del país que logre ubicar en parámetros razonables a la tasa de interés de referencia del mercado, que permita operar con menor volatilidad y donde se permita proyectar financiaciones a mediano plazo que mantengan las condiciones desde el inicio al fin.

Gráfico 7. Tasa Badlar en Pesos de bancos privados



Fuente: Elaboración propia en base a serie histórica del BCRA

En cuanto a la evolución mensual de la tasa promedio ponderada en pesos ha tenido un alto grado de variabilidad, ya que se observa que a partir del mes de mayo de 2018 se produjo una ruptura de equilibrio de tasas que venía desde hacía un año en el orden de los 25%, y se mantuvo en promedio 45,8% en 2018. En el transcurso de 2019 se vio una disminución de tasa, posicionándose en promedio 36,5%, lo que podría ser una de las causas del incremento en el volumen operado.

Más allá de que como mencionamos en párrafos anteriores, es notable un incremento en el volumen operado en el mercado bursátil en 2019, muchos participantes del mercado financiero aún no puedan volcar todas sus expectativas y necesidades porque se encuentran con escenarios muy cambiantes en periodos cortos de tiempo, que pueden provocar modificaciones inesperadas en su estructura de financiamiento.

En función de las debilidades que se han planteado en los párrafos anteriores y teniendo en cuenta la importancia del mercado de capitales, es necesario lograr un marco de condiciones macro-económicas favorables, para un mayor desarrollo y consolidación de un mercado de capitales acorde a financiar el desarrollo económico del país, y particularmente de las PyMEs argentinas.

4.3. POLÍTICAS E INCENTIVOS VIGENTES EN LA ARGENTINA

4.3.1. SUBSIDIOS DE TASAS DE INTERÉS

Más allá de que no es tema central del trabajo, es importante destacar brevemente que se crearon programas de bonificaciones de tasas de distintos alcances, que han sido actualizados para que se adapten a las necesidades actuales de las PyMEs. Es muy importante atacar las carencias de este tipo de empresas porque tienen un rol central dentro en la economía del país como artífices de la inclusión, generando el 70% del empleo en la Argentina y siendo transmisoras de movilidad social. El 60% lideradas por menores de 35 años, generando esto que la Argentina se encuentre considerada en el ranking mundial de emprendedorismo, remarcado por el Ministerio de Industria.

Los programas de bonificaciones de tasas más relevantes son los creados por el Ministerio de Producción y Trabajo, y son canalizados a través de la SePyME. Estas líneas de créditos se centran en tres cuestiones:

- Programa de Desarrollo Regional y Sectorial.
- Financiamiento de Inversiones Productivas.
- Financiamiento para la adquisición de capital de trabajo.

Las condiciones de acceso a estas líneas incluyen, entre otras, que las empresas no registren deudas fiscales y/o previsionales, y que sea sujeto de crédito para el BNA. En consecuencia, se traduce que los programas de bonificación de tasas de interés terminan beneficiando a las empresas que ya tenían acceso al crédito.

4.3.2. CRÉDITOS DIRECTOS

En complemento del apartado anterior, se mencionaran brevemente los programas de ayuda financiera para las PyMEs tanto a nivel nacional como provincial, destinados principalmente a mejoras productivas. De carácter ejemplificativo, se mencionan algunas instituciones que ejecutan programas y los alcances de cada uno:

- Consejo Federal de Inversiones (CFI): Destina importantes recursos de cooperación técnica y financiera para el apoyo a las empresas MiPyME, dando especial prioridad a los proyectos que maximicen la articulación y complementación de esfuerzos entre lo público y privado.
- Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica (ANPCyT): Esta agencia a través de cinco unidades promueve el desarrollo de las PyMEs. Estas son FONCyT, FONTAR, FONSOFT, FONARSEC y PRESIDENCIA.

- BNA: Esta institución desarrolla programas de estímulo al crecimiento de las PyMEs y para la prefinanciación de exportaciones.
- SePyME: Es un organismo dedicado al diseño e implementación de políticas para el desarrollo de las MiPyMEs. En su tarea, articula programas que le permiten a las PyMEs aumentar su competitividad, agregar valor a su producción, generar empleo y ascender en la escala tecnológica.

Los programas financieros de la SePyME ofrecen diversas herramientas para asistir a PyMEs con la siguiente lógica:

- Programas de financiamiento transversales.
- Programas de financiamiento sectoriales estratégicos.
- Sistema de Garantías: Se crean con el objetivo de facilitar el acceso al crédito de las MiPyMEs a través del otorgamiento de garantías líquidas, respaldando el cumplimiento de sus obligaciones y mejorando las condiciones crediticias (mayores plazos y menores tasas).

√ Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca (SGRs)

√ Fondo de Garantía para la MiPyMEs (FOGAPyME): Es un fondo público que tiene por objeto acompañar el desarrollo y consolidación del sistema garantías a través del reafianzamiento de las garantías otorgadas por las SGRs y los fondos de garantía provinciales.

Resumiendo los distintos métodos de incentivos, y conociendo que los programas de la SePyME intentan canalizar las necesidades de las PyMEs, nos encontramos con los mismos obstáculos que los que enfrentan las empresas cuando intentan desarrollar sus proyectos a través de líneas de bancarias, más allá de que las tasas, plazos y condiciones que se pueden lograr por estos regímenes de promociones son mejores.

4.3.3. SEÑALIZACIÓN: INFORMACIÓN ASIMÉTRICA, SRG Y CALIFICADORES DE RIESGO

Los mercados financieros y de capitales presentan una gran desventaja frente a otros mercados, ya que existe información asimétrica entre ambas partes de los contratos que imperan en los mismos. Esta desigualdad la suplen mediante solicitudes de garantías que

funcionan como señales en los mercados, morigerando los problemas de riesgo moral²⁷ y selección adversa²⁸. Más allá de los efectos mencionados, las garantías pueden generar ciertas consecuencias negativas, tales como el desincentivo al monitoreo ex post del préstamo o barrera a la entrada para ciertas sociedades.

Es importante tener conocimiento de la relevancia que toma este problema en el caso de las PyMEs, ya que resulta imprescindible para estas empresas utilizar algún tipo de señalización. Pueden cumplimentar este requisito por dos caminos, por un lado a través de los avales de las SGR y por otro a través de la contratación de una calificación de riesgo.

Las SGR forman parte de una figura impulsada por el Estado que permite crear asociaciones de empresas cuyo fin común es generar un fondo que sirva de garantía de las operaciones crediticias de sus asociados. Adicionalmente, las SGR pueden brindar asesoramiento técnico, financiero y económico a sus socios en forma directa o por medio de terceros. Esta figura se encuentra directamente vinculada al acceso al financiamiento de las PyMEs, y sobre todo, al acceso a los mercados financieros. La principal ventaja de estas sociedades es la reducción del riesgo que proporcionan a los prestatarios frente a los prestamistas, ya que la importancia de la cobertura por cada empresa dentro del fondo es insignificante en relación al total del fondo, y la probabilidad de default masivo es reducida.

En consecuencia, las PyMEs que ofrecen garantías de SGR pueden acceder a mejores condiciones al momento de buscar financiamiento externo. Como evidencia del éxito de este sistema, puede mencionarse que el 81% del financiamiento de PyMEs a través del mercado de capitales se avala a través de SGR según indicó la CNV en el informe trimestral de diciembre 2019, siendo el 90% del volumen financiado por las PyMEs representado por los CPD. Por lo que la aparición de las SGR presentó un nuevo escenario en las condiciones de acceso de las PyMEs al mercado de capitales, brindando más flexibilidad y acceso a este tipo de empresas.

Por otro lado, la calificación de riesgo consiste en la asignación de una nota por parte de una agencia calificadora, que refleja su opinión con respecto a la capacidad y voluntad de la empresa emisora de honrar los pagos de intereses y amortización de la deuda. Adicionalmente, dicha nota toma en consideración, entre otras cuestiones, la calidad crediticia de las garantías u otras formas de respaldo de la obligación, y la protección provista por la legislación y la posición relativa de la obligación en caso de quiebra, u otras

²⁷ Es un concepto económico que describe aquellas situaciones en las que un individuo tiene información asimétrica acerca de las consecuencias de sus propias acciones, y sin embargo son otras personas las que soportan las consecuencias de los riesgos asumidos.

²⁸ Describe aquellas situaciones previas a la firma de un contrato, en las que una de las partes contratantes, que está menos informada y no es capaz de distinguir la buena o mala calidad de lo ofrecido por la otra.

situaciones que afecten los derechos del acreedor. Es importante destacar que se califica a la emisión en cuestión y no a la empresa.

En particular para las emisiones de títulos de deuda, las categorías de calificación han sido establecidas por el Decreto N° 656/92. Dichas categorías se representan con las letras A, B, C, D, y E, siendo la A para valores negociables de mejor calidad y más bajo riesgo, y la calificación D para valores negociables de menor calidad y mayor riesgo, en tanto la E se reserva para las empresas que no cumplen debidamente con los requisitos de información. Asimismo, la CNV ha autorizado la utilización de subcategorías, las mismas dependen de la empresa calificadora. Más allá de lo referido a las categorías, el Decreto N° 749/2000 derogo y modificó varios artículos del decreto mencionado anteriormente.

En la Argentina las PyMEs contrataron como calificadoras de riesgo, según indican Briozzo, Albanese y Villegas (2018), a Evaluadora Latinoamericana S.A. y Fix S.C.R. S.A. en un 84% de los casos. A su vez, la Universidad Nacional de Tres de Febrero (UNTREF) realizó calificaciones de riesgo por el 7% de los casos. Lo observado se calculó sobre una muestra de 55 empresas que han solicitado una evaluación de riesgo a una calificadora en el año 2018.

4.3.4. LOS FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN (FCI) PARA PyMEs

Los FCI para PyMES, cuentan con un régimen especial²⁹, y fueron creados por la CNV para incentivar el mercado de capitales, y puntualmente incentivar la inversión hacia este tipo de empresas.

Los FCI en general son conformados por un grupo de personas con perfiles de inversión similar, que aportan dinero para que sea administrado por profesionales a cargo del gerenciamento y reporten el rendimiento. Con el aporte de dinero, se constituye la cartera del fondo común, que se dividirá en cuotas partes, y será creada y administrada por la sociedad gerente. Por otro lado, la guarda y custodia de valores y dinero será ejecutada por la sociedad depositaria.

El fondo se destina a la compra de diversos activos financieros procurando generar el mayor rendimiento para un determinado nivel de riesgo, o en su defecto, asumir el menor riesgo posible para obtener un determinado rendimiento establecido como objetivo.

Los FCI pueden ser abiertos o cerrados, los primeros no tienen límite de capitalización por lo que pueden crecer ilimitadamente a medida que se incorporan nuevos inversores, y las cuotas son rescatables mediante la sociedad gerente, la cual deberá vender una porción

²⁹ En el año 2007 la CNV creó mediante la Resolución General 519/07 los FCI cerrados, luego con la resolución 534/08 creó los FCI abiertos y finalmente con la Resolución General 784/19 incorporó los valores negociables descontados en primer endoso.

proporcional de activos del fondo, ya que el valor de cada cuota parte está determinada por el valor del patrimonio neto del fondo.

Por otro lado, los FCI cerrados, tienen una cantidad fija de cuota partes, las cuales no son rescatables, lo que implica que quien pretende desprenderse de ellas tendrá que fijar un valor y véndenlas en el mercado de capitales. Este tipo de FCI está destinado a inversores únicamente calificados, mientras que los FCI abiertos podrían recibir a cualquier clase de inversor.

Como comentario final, existen FCI creados desde el Estado, actualmente el más representativo es el “Pellegrini Empresas Argentinas” creado por el BNA en 2011. Esta clase de FCI se constituye para facilitar a las PyMES la inversión y disminuir la dependencia con el sector bancario.

4.3.5. ON SIMPLE

La CNV y MAV presentaron un instrumento financiero pensado para que las PyMES emitan obligaciones a largo plazo y accedan así a nuevas fuentes crediticias, lo llamaron “ON Simple” y tiene como prioridad eliminar muchos costos de intermediación y pasos administrativos, que eran las barreras por las que muchas PyMES no les convenía armar la estructura para utilizarlo. Para este instrumento se arma el prospecto que inclusive se gestiona de forma digital, convirtiéndola en una oportunidad para este tipo de empresas del país.

Con la ON Simple la PyME tiene una obligación de presentación de información menos exigente y se encuentra con el soporte continuo de la CNV. La documentación requerida es poca y estandarizada, hay procesos de autorización acelerados, y se pueden descargar los formularios de la página de la CNV para completarlos y presentarlos. Se evidencia un avance notorio en cuanto a la cooperación de la CNV con las PyMES en donde se observa una inclinación hacia el acompañamiento activo para lograr una emisión ágil.

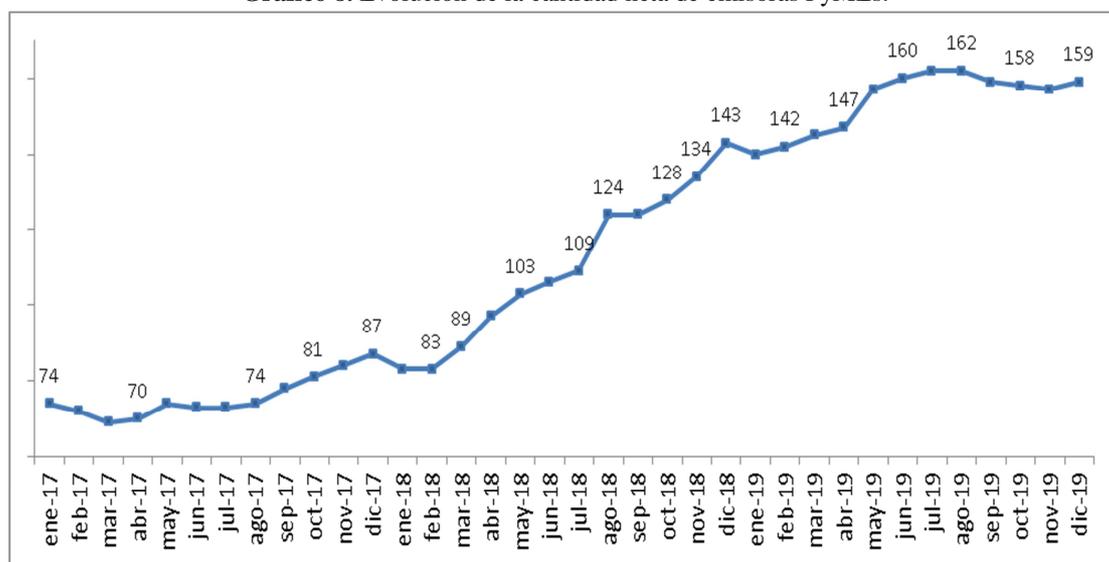
Las firmas que acceden a la ON Simple deberán presentar su balance anual e informar eventos de importancia como concursos, quiebras o liquidaciones. Y a su vez deberán contar con el aval de una entidad de garantía inscripta ante la CNV que avala a las PyMES para su inscripción, ya sea una SGR, una entidad financiera o un fondo de garantía público. Las condiciones de la ON se acuerdan entre las partes y la entidad que otorga el aval emite la garantía, para que luego la PyME emita el prospecto, que se sube a la *web*, con los datos la empresa y de la emisión.

El paso siguiente es colocar la ON por subasta y el organizador puede ser el mismo mercado o un agente, donde este instrumento va a ser colocado únicamente para inversores calificados, siendo un producto muy bueno para la economía regional, convirtiéndose en

una alternativa más federal basada en la digitalización de su operatoria, logrando la eliminación de gran parte de costos y pasos administrativos.

El en **Gráfico 8** podemos observar la evolución de la cantidad neta de emisoras PyMEs en los últimos años, en los que se aprecia un incremento que no es exponencial, y que ha tenido caídas de un mes a otro. El monto de emisiones depende de muchos factores, y está claro que la necesidad de financiación de las PyMEs no es algo lineal, y sería ilógico pensar que siempre tiene que ser mayor la emisión de un mes a otro, ya que existen periodos en donde existe la ventana en el mercado y esto provoca que muchas empresas emitan y luego por algún tiempo no lo hagan. Se visualiza el cambio en las prioridades de las PyMEs en torno al instrumento que optan cuando deciden financiarse, logrando que más allá de que la necesidad no es lineal, es cada vez mayor la proporción que se hace a través de las ON.

Gráfico 8. Evolución de la cantidad neta de emisoras PyMEs.



Fuente: Elaboración propia en base a informe trimestral de CNV diciembre 2019

Para finalizar podemos mencionar que en el año 2019 se colocaron 119 ON, 67 unidades menos que en el mismo período del año 2018 (-36%). De estas 119 emisiones, 70 (59%) se realizaron por el régimen general, 13 (11%) por el régimen simplificado PyME y 36 (30%) por el régimen PyME CNV garantizada.

5. METODOLOGÍA

5.1. CUESTIONES METODOLÓGICAS

En este trabajo se describen las necesidades financieras de las PyMEs y las alternativas reales de financiación, en donde se pretenden identificar las limitaciones que presentan estas empresas para financiarse en el mercado de capitales. Se expone sobre la sofisticada información solicitada por la CNV para su aprobación, la enorme cantidad de costos y comisiones, la necesidad de desarrollo profesional de las PyMEs, entre otras cuestiones. El análisis cuantitativo del mercado bursátil se enfoca a través de descripciones de costos totales de emisión de ON para PyMEs de distinta magnitud, para luego realizar un análisis de viabilidad de emisión, en el que se analizaran distintos escenarios para comparar con las alternativas.

En función de lograr el objetivo de la tesis, se procederá a investigar, analizar y exponer el comportamiento actual de la emisión de ON PyMEs y la dificultad de colocación de títulos que presentan estas empresas para canalizar la financiación de sus proyectos. Para eso se desarrolla una investigación que tiene naturaleza cuantitativa por la evaluación de costos y beneficios de la emisión de ON por parte de las PyMEs, y alcance cualitativo ya que está enfocada en el proceso que deben desempeñar estas empresas para abrir su capital, partiendo desde las mejoras en las cuestiones administrativas hasta los cumplimiento formales de requisitos de información.

Las relaciones entre la necesidad de financiación de las PyMEs y la concreción o no de la emisión de ON se analiza a través del análisis del CTF, donde se tiene en cuenta no solo las tasas de interés sino también los costos extras, mostrando cuánto se puede mejorar la relación de las PyMEs con el mercado de capitales a partir de ajustes propuestos para mejorar los costos empresarios.

Una gran parte del análisis tiene el agregado de valor, de la participación del tesista en una adecuación empresaria donde se logró partir de una PyME cuasi-cerrada al mercado financiero y llegar a estar en línea con el mercado bursátil para poder financiarse a través de emisión de ON. La empresa en cuestión corresponde al rubro de la construcción y pretendía desarrollar un proyecto inmobiliario de una envergadura sin precedentes en la ciudad de Tres Arroyos (inicio del proyecto enero 2015), lugar donde se sitúa la misma. Inicialmente se convino realizar un proceso de adecuación empresario para estar en cumplimiento con el mercado de capitales y también se procedió a hacer un contacto con Standard & Poor's (S&P), del cual fui el líder y referente en la presentación y publicación de los informes periódicos de calificación empresaria. Luego por cuestiones propias del proyecto, se logró

financiarlo sin necesidad de emitir ON, pero más allá de no emitir, fue importante para la empresa y para el tesista el proceso de adecuación empresario transcurrido.

Se realiza un detalle de la estructura administrativa-financiera de las PyMEs en general, a partir del cual decanta cuánto se incrementan los costos de la emisión de ON cuando no se cuenta con una estructura acorde que permita cumplir con todos los requisitos obligatorios, y por lo tanto la empresa debe requerir a tercerización de servicios. Este es un análisis clave para no incrementar el CTF y para lograr una emisión que cumpla con todos los requisitos.

En la experiencia del tesista se puede considerar relevante la necesidad sumar profesionales a la PyME o bien tercerizar trabajos, debido a que es un volumen interesante de información a compartir por parte de la PyME con los distintos organismos, calificadoras de riesgos y/o SGR. De esta forma, el hecho de que la empresa contrate recursos humanos capacitados, realice presentaciones y publicaciones de informes, redundan en costos adicionales a la tasa de interés de la emisión de la ON, que conforman el CTF.

También se analizan las formas que tienen las PyMEs de cumplir con la señalización, en la que se hará mención de los requisitos de información y también de los costos de cada una de estas alternativas. Si bien no es obligatorio contar con un aval de una SGR o un informe de una calificadora de riesgo, estos actúan como señales en los mercados, morigerando los problemas de riesgo moral y selección adversa. Se hará un análisis de mercado de las propuestas y en función de ellas, la conveniencia de la utilización para cada tipo de empresa, haciendo un análisis integral de costo-beneficio de cada una.

5.2. FUENTES DE INFORMACIÓN

Los datos son obtenidos de fuentes secundarias para el periodo comprendido entre junio de 2002 y diciembre de 2019 para el mercado de financiero y de capitales argentino. Entre las principales fuentes se destacan: CNV, BCRA, IAMC, ByMA, Bolsa de Comercio de Bahía Blanca, Ministerio de Hacienda, Ministerio de Producción y Trabajo y Fundación Observatorio PyME. Dichos datos son de un volumen sustancial, por lo que se realizó su procesamiento y análisis a través de planillas de cálculo.

5.3. MÉTODOS UTILIZADOS

La investigación se basa en evaluar la preferencia en cuanto a los instrumentos de financiación por parte de las PyMEs, y se focaliza principalmente en el análisis de costos y necesidad de financiamiento a través de ON, con el objetivo de establecer posibilidades para los distintos rangos de empresas y con variadas magnitudes de proyectos por fondear.

Se estiman los diversos costos adicionales anuales que deben enfrentar las empresas que pretendan realizar una emisión de ON, siendo ellos todos los costos que deberá absorber la empresa para estar autorizada a emitir y en cumplimiento de las normas de la CNV.

La simulación de costos tiene por objetivo identificar el costo adicional total asociado a la emisión de ON que contemple diferentes escenarios en cuanto a montos de emisión y formas de señalización. Para componer el costo adicional total se realizara una adición de los diferentes tipos de costos y se los relaciona con el año y saldo de emisión. Es así como a través de la sumatoria de todos los costos adicionales totales se obtendrá el **Costo Adicional Total**, y teniendo en cuenta solo el costo adicional total anual y el saldo de emisión correspondiente a cada año, obtendremos la **Tasa Anual de Costo Adicional**.

Luego de tener identificados los costos y relaciones que se mencionaron, podremos obtener la **Tasa Promedio Anual de Costo Adicional**, que surge del promedio de las tasas anuales de todo el periodo de duración de la emisión.

Se aclara que todos los cálculos se realizan para los distintos tipos de emisiones, con la intención de que nos permita evaluar cómo se ven afectados los costos al cambiar las condiciones de emisión sea por monto o por modalidad de señalización. En cuanto a los costos iniciales de emisión se anualizan para incluirlos en el cálculo.

Con respecto a los montos de emisión que se utiliza como casos de análisis serán cinco, considerando el mayor al tope establecido para las ON PyMEs a la fecha de redacción de esta tesis. A su vez, para cada monto de emisión se seleccionan distintos supuestos de señalización, ya que si bien esta es opcional, su uso es habitual.

Tendremos como alternativas la emisión sin señalización, con señalización a través de SGR, con señalización a través de calificadora de riesgo, y por ultimo ambas a la vez (SGR y calificadora de riesgo).

5.4. SUPUESTOS GENERALES

Con el objetivo de permitir simplificar el cálculo, se suponen emisiones de una sola serie y con una amortización de capital al vencimiento. El interés será con amortización semestral y el horizonte de emisión de tres años³⁰, para todos los casos.

³⁰ Se ha tenido en cuenta para determinar un plazo razonable, el informe mensual de financiamiento en el mercado de capitales emitido por la CNV en diciembre de 2019. Se toma como plazo de emisión de ON un vencimiento a 36 meses, debido a que a ese horizonte y en pesos, se han librado la mayor parte de las ON PyMEs.

Se analizan cinco montos de emisión que intentan captar la mayor cantidad de escenarios empresariales:

- \$10.000.000
- \$30.000.000
- \$60.000.000
- \$80.000.000
- \$100.000.000

A su vez, cada uno de los montos de emisión mencionados se estudia teniendo en cuenta las diferentes estrategias de señalización:

- Con Calificación de Riesgo – Sin SGR
- Sin Calificación de Riesgo – Sin SGR
- Sin Calificación de Riesgo – Con SGR
- Con Calificación de Riesgo – Con SGR

6. ANÁLISIS DE COSTOS DE EMISIÓN DE ON

Como se mencionó cuando se describieron las características particulares de los instrumentos de financiación, las ON se negocian en el mercado de capitales y son el equivalente a los títulos públicos, pero destinados a la financiación productiva del sector privado. Son valores de deuda de renta fija emitidos por entidades privadas para obtener los fondos que necesitan para el desarrollo de sus actividades.

A pesar de las ventajas de las ON PyMEs, si bien se evidencia un desarrollo considerable en los últimos años, el volumen operado aun no representa una porción significativa del monto total financiado a las PyMEs. En el Informe mensual PyME Diciembre 2019, se evidencia que en 2019 hubo un crecimiento en la utilización de las ON como instrumento de financiación de mediano plazo, presentando una variación interanual a valores constantes del 85%. El otro instrumento que se presentó con una variación interanual significativa del 151% interanual fue el CPD, el cual representa el instrumento elegido para la financiación de corto plazo de las PyMEs.

Si bien los requisitos que deben cumplir las PyMEs para acceder a este instrumento, suelen estar por encima de las posibilidades de las empresas, ya que requiere que estas presenten una administración que sea capaz de sortear los requisitos iniciales y trimestrales que la CNV exige para estas líneas de financiación, siendo habitual que este tipo de empresas presenten un componente familiar importante y muchas veces se encuentran poco profesionalizadas. Lo expuesto en el párrafo anterior demuestra que cuando se establecen canales de cooperación, como la ON Simple y los canales de consulta *online*, se pueden visualizar repentinos incrementos en la utilización del instrumento.

Como se mencionó en un apartado anterior en Gamero (1998) y luego en Larsen (2012), se pudo determinar que el aspecto crítico del acceso de PyMEs a este instrumento se encontraba precisamente en los costos de colocar la deuda en el mercado de capitales argentino. Por lo que será interesante comprobar si está vigente esta barrera, y también describir la evolución a la que se tiene que exponer una PyMe, para poder hacer uso como recurso financiero de las ON a través de emisiones en el mercado bursátil. En este caso, tendrán un significativo impacto las formas que tienen las PyMEs de cumplir con la señalización, en la que se hará mención de los requisitos de información y también de los costos de cada una de estas alternativas.

6.1. ANÁLISIS DE COSTOS ACTUALES PARA LA EMISIÓN DE ON

Una dificultad que puede señalarse con respecto a las fuentes de financiamiento externas, es la que surge de los costos adicionales del endeudamiento, es decir, aquellos que no reflejan solo la tasa de interés, sino otros diferentes a la primera. Estos costos no solo constan de

honorarios, impuestos y tasas, sino que también los procedimientos, trámites administrativos y requerimientos de información exigidos por la CNV, así como por el mercado, que imponen un costo de generación y que son adicionales al de financiamiento. Este tipo de costos varía acorde al instrumento que se utilice, y conforman en conjunto con la tasa de interés, el CTF.

Podríamos destacar que en el análisis existen tres grandes grupos de costos para la emisión de ON que conformaran el CTF. En primer lugar se encuentran los costos fijos que son independientes al volumen emitido, por lo que tienen una incidencia proporcionalmente inversa al tamaño de emisión, ya que a medida que sea mayor el volumen emitido menor será su impacto. En cambio los costos variables van acorde con la cantidad emitida, y por lo tanto cuanto mayor sea el volumen de emisión mayor será el costo variable total, no obstante, en general siempre será proporcional al aumento. Por último, tenemos al grupo de costos que se conforman de los dos anteriores y los llamaremos costos mixtos, en este caso presentan una porción fija y otra variable.

Con la intención de cumplir los objetivos planteados, se analiza mediante una tipificación de casos posibles las diferentes alternativas de deuda, cuáles son los costos que deben enfrentar las PyMEs para financiarse a través de una emisión de ON, y se hará una comparativa con otras alternativas de financiación, para determinar que tan conveniente o no resulta este instrumento frente a las alternativas posibles.

6.2. DESCRIPCIÓN DE LOS COSTOS DE EMISIÓN

Primero se hace mención de los costos que se tienen en cuenta para realizar la tipificación de casos, y luego se especifica a qué corresponde cada uno de ellos y cómo se calcula, haciendo hincapié en su calidad (costo fijo, variable o mixto) con respecto a la emisión de ON. Los costos descritos en las siguientes secciones son los vigentes a diciembre de 2019. Detalle:

6.2.1. Inscripción en el Registro Público de Comercio.

6.2.2. Registro en Caja de Valores.

6.2.3. Derechos de Cotización.

6.2.4. Publicaciones.

6.2.5. Honorarios Profesionales y Comisiones.

6.2.6. Calificación de Riesgo.

6.2.7. Garantía.

6.2.1. INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO PÚBLICO DE COMERCIO

Es el costo que se origina por la inscripción de los instrumentos constitutivos de la sociedad, sin embargo, estos gastos no serán tenidos en cuenta en la simulación, debido a que no se trata de un costo incremental asociado a la emisión de ON, sino que es aplicable a cualquier empresa independientemente de su estrategia de financiación, teniendo en cuenta que todos los análisis se realizarán en empresas que ya se encuentran inscritas en dicho registro.

Adicionalmente debe hacerse el registro de la emisión de la ON, cuyo costo fijo será tenido en consideración ya que es específico de la operación. El mismo se puede realizar mediante una vía común y una urgente, en donde los costos serían de 20 módulos (\$1.500) y 80 Módulos (\$6.000), respectivamente. Al mismo deberá incluirse el costo de preparación de la documentación a presentar, que consisten principalmente en honorarios profesionales que serán tratados en un apartado siguiente.

6.2.2. REGISTRO EN CAJA DE VALORES

El registro en la Caja de Valores puede ser de forma cartular donde se perfecciona a través de un certificado de participación global o existe la alternativa de una representación escritural. En el primer caso la sociedad no tiene que incurrir en gastos para la inscripción en dicha entidad, por el contrario en el segundo caso existe un arancel que depende del número de inversores.

Particularmente las emisiones de ON de las PyMEs son representadas en forma cartular, lo que implica que para el análisis que se pretende realizar este costo no tiene relevancia y por lo tanto se lo deja fuera de los costos totales de emisión.

6.2.3. DERECHOS DE COTIZACIÓN

El nuevo mercado bursátil ByMA que reemplazó a la tradicional bolsa de valores, cobra a las empresas emisoras un arancel integrado que varía respecto al monto de emisión. Este derecho se compone de una porción fija anual y otra variable que depende de un coeficiente decreciente que se aplica sobre el excedente de la emisión por sobre el límite inferior de cada categoría³¹.

En la **Tabla 5** se establecen los aranceles a pagar para cada una de las emisiones consideradas, según el saldo remanente en cada año. Es decir, las emisoras que tengan listados los valores mencionados pagarán el derecho anual que resulte de la aplicación

³¹ El derecho se liquidará por trimestre calendario adelantado.

sobre el saldo “vivo” de la emisión al inicio de cada trimestre calendario. Los aranceles vigentes, así como su forma de cálculo, pueden encontrarse en el cuadro **Anexo I**.

Tabla 5. Aranceles por Derechos de Cotización

| Monto de la Emision (ARS) | Saldo (ARS) | | Arancel Anual | | |
|---------------------------|-------------|----------------|---------------|------------------------|-----------|
| | | | Suma Fija | Adicional Proporcional | Total |
| 10.000.000,00 | 1º año | 10.000.000,00 | 4.065,00 | 2.346,05 | 6.411,05 |
| | 2º año | | 4.065,00 | 2.346,05 | 6.411,05 |
| | 3º año | | 4.065,00 | 2.346,05 | 6.411,05 |
| 30.000.000,00 | 1º año | 30.000.000,00 | 5.830,00 | 12.346,05 | 18.176,05 |
| | 2º año | | 5.830,00 | 12.346,05 | 18.176,05 |
| | 3º año | | 5.830,00 | 12.346,05 | 18.176,05 |
| 60.000.000,00 | 1º año | 60.000.000,00 | 5.830,00 | 42.346,05 | 48.176,05 |
| | 2º año | | 5.830,00 | 42.346,05 | 48.176,05 |
| | 3º año | | 5.830,00 | 42.346,05 | 48.176,05 |
| 80.000.000,00 | 1º año | 80.000.000,00 | 5.830,00 | 62.346,05 | 68.176,05 |
| | 2º año | | 5.830,00 | 62.346,05 | 68.176,05 |
| | 3º año | | 5.830,00 | 62.346,05 | 68.176,05 |
| 100.000.000,00 | 1º año | 100.000.000,00 | 5.830,00 | 82.346,05 | 88.176,05 |
| | 2º año | | 5.830,00 | 82.346,05 | 88.176,05 |
| | 3º año | | 5.830,00 | 82.346,05 | 88.176,05 |

Fuente: Elaboración propia en base a información provista por ByMA

6.2.4. PUBLICACIONES

Las emisoras se encuentran obligadas a efectuar publicaciones en los boletines de ByMA, siendo estas el suplemento diario y el boletín semanal, en las que se opta por uno u otro dependiendo de la información en cuestión. En todos los casos se tendrá en cuenta el costo de las publicaciones.

En cuanto al boletín diario, podemos indicar que está enfocado en notificar la autorización para cotizar con un prospecto resumido, incluir todas las noticias relevantes de las empresas emisoras, avisos relacionados con la colocación (autorización de cotización, resultado de colocación, aviso de pagos, entre otros), al igual que hechos no habituales (pérdidas importantes, complicaciones legales o económico-financieras, etc). Para suscribirse al boletín diario en formato digital, es necesario registrar un usuario en www.bolsar.com y contactarse con la Oficina de Administración para su habilitación.

Con respecto al boletín semanal, se publican trimestralmente balances y memorias de todas las empresas cotizantes, los precios de cierre de la última semana, el valor nominal autorizado a cotizar por acción, la información histórica de las especies cotizantes y una serie de estadísticas de mercado.

A los efectos de determinar el costo anual en publicaciones de las empresas emisoras, se han dejado de lado las publicaciones de “hechos relevantes” por su baja probabilidad de ocurrencia y su bajo impacto en el costo total, y se han tenido en cuenta las más frecuentes realizadas por las empresas. Por lo que procedemos a indicar la periodicidad que se le otorga, a los fines prácticos, a cada publicación:

- El prospecto y la mención referida a la autorización de la CNV del registro de las ON, la autorización a cotizar, la suscripción de la emisión, el resultado de la colocación, el retiro de la colocación y el reembolso anticipado, se publican por única vez y serán contemplados en el 1º año.
- El pago de intereses ocurre con frecuencia semestral y la amortización de capital por única vez al vencimiento del plazo de las ON.
- Se estima que la emisora convoca a asamblea una vez por año.
- Se publican los estados contables y memoria en forma trimestral, de acuerdo a lo dispuesto por el BCRA.

En cuanto a la extensión de las publicaciones de las distintas empresas es diferente, a los fines de simplificar los cálculos, se han utilizado los valores mínimos para cada tipo, considerando que en ella resulta suficiente la extensión para incluir lo que la publicación exige.

En la **Tabla 6** se encuentra un listado de modo enunciativo de las publicaciones se que suponen para la emisora, para las cuales se calcula un costo que fue determinado en base a las tarifas indicadas por ByMA y que pueden consultarse en el **Anexo II**.

Tabla 6. Aranceles por Publicaciones Reglamentarias

| Publicación | | Extensión Mínima Anual |
|--------------------------|----------------------------------|------------------------|
| Prospecto | | 8 hojas |
| Información | Memoria | 1 hoja |
| Contable | Estados Contables | 2 hojas |
| Información Asamblearia | Convocatoria a asambleas | 1 hoja |
| | Síntesis Asamblea | 1 hoja |
| Avisos | Autorización Registro ON | 1 hoja |
| | Autorización a cotización | 1 hoja |
| | Suscripción | 1 hoja |
| | Ampliación período suscripción | 1 hoja |
| | Resultado Colocación | 1 hoja |
| | Pago de Intereses y amortización | 1 hoja |
| | Retiro de cotización | 1 hoja |
| | Reembolso Anticipado | 1 hoja |
| Costo Total Anual | | \$ 13.000,00 |

Fuente: Elaboración propia en base a información provista por ByMA.

6.2.5. HONORARIOS DE PROFESIONALES Y COMISIONES

El costo total que tienen que asumir las PyMEs por honorarios y comisiones para una emisión de ON suele ser muy variado y radica en varias cuestiones, como por ejemplo, el tipo de relación que la empresa tiene con los profesionales, la complejidad y el volumen de operaciones. Por ejemplo, en muchas oportunidades el mismo profesional legal que resuelve conflictos cotidianos es quien realiza los trámites pertinentes a la emisión de ON, por lo que los honorarios para la actividad específica son inferiores y es complejo diferenciarlo en el total del sueldo mensual.

Se procede a una enunciación de la clase de honorarios profesionales que tendrán que asumir las empresas que se decidan por realizar una emisión de ON:

- Honorarios legales: Son los que deberían abonarse al abogado o estudio jurídico por redactar la documentación necesaria para efectuar la emisión. Para su inclusión en

la simulación se ha tenido en cuenta la ley de honorarios profesionales de abogados, procuradores y auxiliares de la justicia nacional y federal³², la cual establece un arancel mínimo por redacción de contrato y otros documentos, entre 0,3% y 5% del valor de los mismos, y de no menos de 2 Unidades de Medida Arancelarias (UMA)³³. A los efectos del trabajo, se contemplara un 3% en el primer año de cada emisión, y el mínimo del 1% para los restantes. Así mismo, deben incluirse los costos asociados al asesoramiento, a la inscripción en el Registro Público de Comercio y el registro en Caja de Valores, que a través de consultas a profesionales relacionados a las bolsas de comercio el valor en cuestión ronda en el 1% del monto total emitido, y básicamente se determina teniendo en cuenta los siguientes puntos³⁴:

- El monto del asunto o proceso, si fuere susceptible de apreciación pecuniaria.
 - La naturaleza y complejidad del asunto o proceso.
 - El resultado que se hubiere obtenido.
 - El mérito de la labor profesional, apreciada por la calidad, eficacia y extensión del trabajo.
 - La actuación profesional con respecto a la aplicación del principio de celeridad procesal.
 - La trascendencia jurídica, moral y económica que tuviere el asunto o proceso para casos futuros, para el cliente y para la situación económica de las partes.
- Honorarios de contadores: Se trata de los cargos que surgen de la preparación y certificación de los Estados Contables, para lo que de acuerdo a los valores orientativos publicados por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas (CPCE), estos mismos varían según la complejidad de la actividad sea baja, media o alta (ver Anexo III). En el trabajo, en función a de los lineamientos que establece el CPCE para determinar si son de baja, media o alta complejidad, se determina que la emisión de los Estados Contables de las PyMEs a considerar en la simulación de emisión de ON corresponden a trabajos de alta complejidad. Los mismos se

³² Ley 27.423 – Ley de honorarios profesionales de abogados y auxiliares de la justicia nacional y federal.

³³ Equivaldrá al tres por ciento (3 %) de la remuneración básica asignada al cargo de juez federal de primera instancia. La Corte Suprema de Justicia de la Nación suministrará y publicará mensualmente, por el medio a determinar por dicho Alto Tribunal, el valor resultante, eliminando las fracciones decimales, e informará a las diferentes cámaras el valor de la UMA.

³⁴ Ley 21.839.

calculan por la multiplicación de la cantidad de horas modulo y el valor del módulo (\$82 por hora según resolución CPCE al 01/12/2019). El valor total anual de este honorario se estimó al efecto de la simulación³⁵, y se resume en la **Tabla 7**.

Tabla 7. Honorarios de Contadores

| Honorarios Profesionales Contadores | Costo Unitario | Costo Anual |
|--|-----------------------|--------------------|
| Estados Contables Trimestrales | 24.600,00 | 73.800,00 |
| Estados Contables Anuales | 53.300,00 | 53.300,00 |
| TOTAL | | 127.100,00 |

Fuente: Elaboración propia en base a CPCE

- Comisiones del agente organizador y del agente colocador: El primero es quien fija las condiciones de emisión y diseña el proyecto de financiamiento en general. Esto implica la evaluación de necesidad de financiamiento, capacidad de repago y situación económica-financiera de la entidad emisora. El agente colocador, es quien coloca la emisión entre los inversores, para esto existen tres posibilidades de contratación:
 - Colocación en firme (*Underwriting*): El agente se compromete a suscribir la totalidad de la emisión.
 - Colocación a mejor esfuerzo (*best effort*): Implica el compromiso de realizar el mejor esfuerzo para colocar la emisión.
 - Colocación *Stand-By*: Además de la realización del mayor esfuerzo por la colocación de la emisión, incluye el compromiso de suscribir el remanente que no pueda ser colocado entre el público inversor.

Es un hecho que en las emisiones ambos agentes coinciden en la misma institución o persona, por lo que a los fines de la simulación se ha considerado el valor que comúnmente se estipula para los servicios detallados, el cual es del 1% del total emitido³⁶.

³⁵ Debido a que el CPCE no establece los valores correspondientes a Estados Contables Trimestrales (solo a los mensuales y anuales), se toma en cuenta el valor de los mensuales para estos. Además a los efectos del cálculo del costo se consideran tres Estados Contables trimestrales en lugar de cuatro, ya que uno se supone incluido en el Estado Contable anual. En cuanto a las horas que se tuvieron en cuenta a la preparación de Estados Contables Mensuales y Anuales, fue de 300 y 650 horas, respectivamente.

³⁶ Para la estimación de este costo, se ha tomado la información proporcionada por profesionales relacionados a las bolsas de comercio de Buenos Aires y Bahía Blanca.

6.2.6. CALIFICADORA DE RIESGO

Si bien la calificación de riesgo no es obligatoria en la emisión de ON, como se ha mencionado anteriormente, el hecho de que las empresas cumplan con la señalización al mercado, las hace más atractivas y seguras para el público inversor, a la vez que permite que los inversores institucionales las incluyan en sus carteras.

La calificación no es más que una nota asignada por un agente de calificación de riesgo externo a la empresa, que mide y califica la capacidad del emisor de honrar los pagos de renta y amortización de la deuda. Es importante destacar que se califica a la emisión y no a la empresa, por lo que una empresa puede tener distintas calificaciones para diferentes emisiones según la moneda, el plazo y las estructuras de los distintos bonos que emita.

Los aranceles por la calificación varían en función de la empresa calificadora, que harán un análisis de la complejidad de la operación y del monto de emisión. Se puede establecer que en promedio los mismos rondan en 2%³⁷ sobre el total de la emisión, y así se lo entenderá para desarrollar el costeo que requiere este trabajo. Es oportuno mencionar que en caso de emisiones muy pequeñas se pueden establecer valores mínimos en dólares, lo que afectara de manera importante al CTF de la emisión.

6.2.7. GARANTÍA

Una alternativa de señalización diferente a la que expide la calificadora de riesgo es la utilización del sistema de garantías respaldando una emisión, que si bien también es de carácter opcional, es imprescindible para poder acceder al público inversor. Las opciones de garantizar incluyen hasta la posibilidad de hacerlo con los activos propios de la empresa emisora (garantías hipotecarias, prendarias o con activos fiduciarios), pero la que se utiliza con mayor frecuencia es la de convertirse en socio partícipes de una SGR.

En cuanto a la simulación y para simplificar el análisis, tendremos en cuenta dos alternativas, con utilización de señalización mediante SGR que la llamaremos “con SGR” y sin señalización vía SGR u otras garantías que la llamaremos “Sin SGR”. Es importante mencionar que los avales a través de SGR presentan un *trade-off* interesante, porque si bien se asume un costo de contratación, permiten acceder mejores tasas de financiación, esto se confirma al analizar la información de las últimas emisiones de PyME en la CNV, en donde la mayoría de ellas se canalizan a través de este tipo de señalización. .

El costo de este mecanismo de señalización está representado en primer lugar por la inmovilización de capital por la inversión temporaria inicial mínima que requieren las SGR

³⁷ Este porcentaje surge de las entrevistas que tuve con S & P en 2017, 2018 y 2019 por medio de la empresa en la que trabajo que me había encomendado el seguimiento de calificación trimestral y su publicación en la CNV.

para asociarse, pero en el análisis se prescindirá del mismo, por ser imperceptible su costo, ya que generalmente se obliga a suscribir una acción. En segundo lugar, y dependiendo de las condiciones que fije cada sociedad, el costo se origina en un porcentaje que puede oscilar entre el 1% y el 3%³⁸ sobre el monto total de la emisión, y que en la simulación de costos por una cuestión de practicidad se toma el valor promedio de 2%. Desde el Estado se busca que esta alternativa se encuentre por debajo de 1,5%³⁹ con la intención de que las PyMEs se encuentren afectadas por este costo con el menor impacto posible.

6.3. ESTUDIO DE LA VIABILIDAD DE EMISIÓN DE ON EN ARGENTINA

Hasta el momento se definieron los distintos costos que integran el Costo Adicional Total de la emisión de ON, y que serán utilizados para realizar las simulaciones bajo distintos montos de emisión de ON y con distintos supuestos de señalización. Para ello se analizaron veinte casos en total, en los que se simuló sobre los importes indicados en los supuestos generales (\$10.000.000, \$30.000.000, \$60.000.000, \$80.000.000 y \$100.000.000), y para cada uno de ellos con las alternativas combinadas de señalización (Con Calificación de Riesgo - Sin SGR, Sin Calificación de Riesgo - Sin SGR, Sin Calificación de Riesgo - Con SGR y Con Calificación de Riesgo - Con SGR).

Se confeccionaron tablas que permitieron obtener los Costos Totales Adicionales de cada alternativa para poder sacar conclusiones en cuanto a que monto de emisión de ON es más conveniente y que método de señalización tiene mayor o menor incidencia. Seguidamente se presenta la **Tabla 8**, en donde se hace un análisis anual del Costo mencionado, teniendo en cuenta los componentes del mismo y determinando la incidencia porcentual de cada uno.

Tabla 8. Costo Adicional Total para emisión \$10.000.000

Caso N° 1

Monto Emisión: \$ 10.000.000,00
Condiciones: Con CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|-----------|-----------|--------------|------------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 10.000.000,00 | 6.000,00 | 6.411,05 | 13.000,00 | 627.100,00 | 200.000,00 | - | 852.511,05 | 8,53% |
| 2° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | 200.000,00 | - | 446.511,05 | 4,47% |
| 3° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | 200.000,00 | - | 446.511,05 | 4,47% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 19.233,15 | 39.000,00 | 1.081.300,00 | 600.000,00 | - | 1.745.533,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,34% | 1,10% | 2,23% | 61,95% | 34,37% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 1.745.533,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 5,82% | |

Fuente: Elaboración propia.

³⁸Como su nombre lo indica son sociedad de garantías recíprocas, es decir, que para que la SGR de un aval o garantía, pedirá otra contragarantía, esto es la reciprocidad. En rigor las contragarantías que se ofrecen a las SGR son generalmente ilíquidas (no son fácilmente convertibles en dinero) son avales o inmuebles, y lo que quieren los prestamistas es que si la pyme no paga exista un mecanismo que le devuelva dinero.

³⁹<https://www.iprofesional.com/notas/271253-El-Gobierno-quiere-que-las-Sociedades-de-Garantias-Reciprocas-bajen-las-comisiones>.

Podría presentar cada una de las 20 simulaciones efectuadas, pero será más práctico que en caso de pretender analizar alguna de las otras simulaciones en particular, se haga en el **Anexo IV**. De esta manera, y a los efectos de ser conciso pero claro a la vez, se presentan los resultados obtenidos al realizar la simulación de costos para cada uno de los casos considerados, en la **Tabla 9**. Específicamente, se exponen los costos adicionales totales y las tasas promedio anuales de costo adicional para cada uno de los montos establecidos como simulaciones.

Tabla 9. Costo Adicional Total y Tasa Promedio Anual de Costo Adicional por monto de emisión

| Monto de Emisión | COSTO ADICIONAL | | | | | | | |
|------------------|------------------|-------|------------------|-------|------------------|-------|------------------|-------|
| | Con CR - Sin SGR | | Sin CR - Sin SGR | | Sin CR - Con SGR | | Con CR - Con SGR | |
| | Total | TPA | Total | TPA | Total | TPA | Total | TPA |
| 10.000.000,00 | 1.745.533,15 | 5,82% | 1.145.533,15 | 3,82% | 1.745.533,15 | 5,82% | 2.345.533,15 | 7,82% |
| 30.000.000,00 | 4.380.828,15 | 4,87% | 2.580.828,15 | 2,87% | 4.380.828,15 | 4,87% | 6.180.828,15 | 6,87% |
| 60.000.000,00 | 8.370.828,15 | 4,65% | 4.770.828,15 | 2,65% | 8.370.828,15 | 4,65% | 11.970.828,15 | 6,65% |
| 80.000.000,00 | 11.030.828,15 | 4,60% | 6.230.828,15 | 2,60% | 11.030.828,15 | 4,60% | 15.830.828,15 | 6,60% |
| 100.000.000,00 | 13.690.828,15 | 4,56% | 7.690.828,15 | 2,56% | 13.690.828,15 | 4,56% | 19.690.828,15 | 6,56% |

Referencias:

CR: Calificación de Riesgo.

SGR: Con garantía de SGR.

TPA: Tasa Promedio Anual.

Fuente: Elaboración propia

De la simulación surge que cuanto mayor es el monto de emisión de ON, menor incidencia tiene el Costo Adicional Total, y esto surge básicamente de que gran parte de los costos que lo componen son fijos o mixtos, que tienen la particularidad de que se licúan cuanto mayor sea su divisor.

6.3.1. ANÁLISIS PREELIMINAR DE LOS RESULTADOS DE LAS SIMULACIONES

Al comparar los costos adicionales totales y las tasas promedio anuales, surge con evidencia notoria la diferencia existente entre los casos “con Calificación de Riesgo y con SGR” y “sin Calificación de Riesgo y sin SGR”. La diferencia resaltada es más notable sobre emisiones de menor envergadura, y por el contrario, se atenúa cuanto mayor es la suma emitida debido al peso proporcional de los costos sobre el valor total de la emisión.

Es importante destacar que las emisiones “sin Calificación de Riesgo y sin SGR” son poco usuales en empresas que se inician en la emisión de ON, dado que es clave contar con algún mecanismo de señalización para que la PyME sea confiable en el mercado y pueda lograr introducir sus ON. Solo podría darse el caso de que, empresas de larga y buena trayectoria, con público conocimiento y suficiente solvencia, puedan emitir ON con la variante mencionada, pero por cuestiones de usos y costumbres no suele ser lo más utilizado.

Así, y en contra partida al párrafo anterior, si bien es esperable que las tasas a las que pueda acceder una PyME que emita una ON bajo la condición “con Calificación de Riesgo y con

SGR” sea menor a la de otras opciones de emisión, en función de lo informado por la CNV las empresas optan por un mecanismo de señalización, y principalmente en las PyMEs es el aval mediante SGR. Al margen, se deja en claro que la calificación solo estima los riesgos y la SGR presta un aval ante un caso de *default*, por lo que si una emisión cuenta con una mejor calificación de riesgo va a obtener menor tasa de financiación en el mercado porque tiene menor riesgo esperado, en contrapartida una emisión con peor calificación enfrentaría una tasa mayor.

Si hacemos un análisis de las tasas promedio anuales del costo adicional de cada caso, puede observarse que los mayores valores relativos, en todas las simulaciones, son los asociados a la emisión de \$10.000.000. El segundo lugar lo ocupan los costos asociados al segundo monto de emisión, y así sucesivamente, lo que indica que cuanto menor sea el monto de ON a emitir, mayor incidencia tendrán los costos. Por lo que las menores tasas promedio de costos adicionales anuales se corresponden con las emisiones de \$100.000.000, confirmando el supuesto de la relación inversamente proporcional entre costo y monto de emisión.

Podemos hacer un análisis adicional en cuanto a la incidencia de cada costo sobre el monto emitido. Para esto se presenta la **Tabla 10**, en donde se establece la relación de cada costo con respecto al costo total de cada monto de emisión, y solo se expone el caso más complejo “con Calificación de Riesgo y con SGR”. Los casos restantes no se incluyen porque mantienen relaciones similares, de todas formas se encuentran explicados en el **Anexo V**.

Tabla 10. Incidencia de cada costo sobre el Costo Adicional Total de emisión de ON PyMEs

| Condiciones | Monto de Emisión | RPC | DC | P | HP y C | CR | G |
|------------------|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Con CR - Con SGR | 10.000.000,00 | 0,26% | 0,82% | 1,66% | 46,10% | 25,58% | 25,58% |
| | 30.000.000,00 | 0,10% | 0,88% | 0,63% | 40,15% | 29,12% | 29,12% |
| | 60.000.000,00 | 0,05% | 1,21% | 0,33% | 38,27% | 30,07% | 30,07% |
| | 80.000.000,00 | 0,04% | 1,29% | 0,25% | 37,78% | 30,32% | 30,32% |
| | 100.000.000,00 | 0,03% | 1,34% | 0,20% | 37,49% | 30,47% | 30,47% |

Referencias:

RPC: Costo asociado al registro en el Registro Público de Comercio.

DC: Costo derivado de los Derechos de Cotización.

P: Costo de las Publicaciones Reglamentarias.

HP y C: Costo correspondiente a Honorarios de Profesionales y Comisiones.

CR: Costo de Calificación de Riesgo.

G: Costo asociado a la garantía de la SGR.

Fuente: Elaboración propia

En la **Tabla 10** se exponen los cálculos que permiten comparar el monto total de cada uno de los costos con respecto al monto de emisión, logrando obtener un porcentaje de cada uno

de ellos y así analizar su incidencia sobre el 100% del total de los costos para esa emisión y con ese método de señalización específico. En la **Tabla 10** solo se exponen los resultados con un solo método de señalización, porque las otras opciones son similares y en caso de querer evaluarse podrán hacerlo en el **Anexo V**.

Como ya se detalló anteriormente, los costos pueden ser fijos, variables o mixtos, ya sea porque sus valores se calculan por tramos o por estar compuestos por una suma fija y otra variable. Los costos que son fijos o los que tienen una parte fija, tal como el Registro Público de Comercio, el Derecho de Cotización, el costo de las Publicaciones y los Honorarios Profesionales resultan más significativos en las emisiones de \$10.000.000, y su incidencia permitiría explicar sus mayores costos adicionales relativos.

Es importante destacar que el costo de la señalización es muy representativo sobre el costo total adicional de la emisión de ON, pese a que si bien es fundamental dar señales al mercado, este hecho representa aproximadamente el 30% de total de costos necesarios para la emisión de ON en caso de optar por un solo mecanismo de señalización, sino será el doble, lo que implica que sea una variable interesante dentro del CTF de la emisión.

Independientemente de las verdaderas necesidades de financiamiento de cada empresa, lo cierto es que el hecho de realizar emisiones por valores cercanos a los \$100.000.000 permite obtener las tasas de costo adicional más reducidas debido a la menor incidencia de los costos fijos. De esto podemos observar que las pequeñas empresas, cuya capacidad de endeudamiento es inferior, se ven en inferioridad de condiciones frente a las más grandes que pueden realizar emisiones de mayor importancia y atenuar la incidencia de los costos fijos.

6.3.2. ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO POR SECTOR

A los efectos de ahondar en los montos de emisión de ON que resultan convenientes para las PyMEs, se procede a realizar un análisis sectorizado, en el que se tendrá en cuenta el “endeudamiento promedio del sector”⁴⁰ de una empresa. En la tesis de Gamero (1988) y posteriormente Larsen (2012), pudieron determinar que para aprovechar las menores tasas de costo adicional total, las PyMEs deberían realizar emisiones por montos tales que con el objetivo de mantener inalterado el índice de solvencia anterior a la emisión, pasarían a ser grandes empresas de acuerdo a la clasificación establecida en la **Tabla 1**.

A los efectos de lograr el propósito del apartado, se establecen las pautas para definir a una empresa como estándar del sector a través de las definiciones de PyMEs volcadas en la **Tabla 1** para establecer sus máximos de ventas anuales. En cuanto a los índices sectoriales

⁴⁰ El ratio de endeudamiento mide el apalancamiento financiero, siendo la proporción de deuda que soporta una empresa frente a sus recursos propios.

de rotación de activos, solvencia y endeudamiento, se los obtuvo del reporte de ratios de Argentina publicados por Invertir Online el 31 de diciembre de 2019 para todos los sectores, excepto para el agropecuario que se obtuvo de los datos publicados por Damodaran Online para países emergentes el 5 de enero de 2020. Toda la información referida a ratios de los sectores está basada en promedio histórico del año 2019.

Como se puede obtener el ratio de rotación de activo total para cada sector en particular, y considerando que el mismo se obtiene de la fórmula Ventas Totales / Activo Total, en base a la información provista por dicho ratio y teniendo en cuenta los valores de ventas impuestas por las definiciones de la CNV y SePyME en la **Tabla 1**, puede estimarse el Activo Total estándar de las empresas de los distintos sectores, y partiendo de un valor de solvencia⁴¹ de cada sector, es factible determinar el “endeudamiento promedio del sector”. El cálculo se puede ver detallado en el **Anexo VI**.

Como se comentó anteriormente, a partir de los ratios de rotación de Activos sectoriales, y los niveles máximos de Ventas propios de cada categoría como se indica en la **Tabla 1**, se obtuvo el monto máximo de Activos correspondiente a cada una de ellas como se expresa en la **Tabla 11**. Para acceder a una mayor apertura sobre la estimación del Activo Total máximo, podrá direccionarse al **Anexo VII**.

Tabla 11. Activos máximos de empresas por sectores

| Sector | Ratio Estándar "Rotación Activos sectoriales" | Activo Máximo: Empresa Pequeña | Activo Máximo: Empresa Mediana Tramo I | Activo Máximo: Empresa Mediana Tramo II |
|---------------------|---|-----------------------------------|--|---|
| Construcción | 0,8500 | 106.247.058,8235 | 592.800.000,0000 | 889.105.882,3529 |
| Servicios | 0,8000 | 63.687.500,0000 | 531.462.500,0000 | 759.012.500,0000 |
| Comercio | 1,6700 | 107.101.796,4072 | 899.850.299,4012 | 1.285.514.970,0599 |
| Industria y Minería | 0,9100 | 209.241.758,2418 | 1.308.054.945,0549 | 1.911.637.362,6374 |
| Agropecuario | 1,1300 | 42.902.654,8673 | 305.690.265,4867 | 484.858.407,0796 |

Fuente: Elaboración propia

Partiendo de los valores máximos de Activos obtenidos y suponiendo una deuda previa sectorial que se extrajo de los informes anteriormente mencionados y que las empresas desean mantener su ratio de solvencia dentro de esos parámetros promedios, se estimaron los valores de “endeudamiento promedio del sector”. Estos representan el monto máximo que pueden emitir las PyMEs para no salirse de la definición de la **Tabla 1** ni tampoco excederse de los niveles promedios de endeudamiento de cada sector. Para determinar cuáles son exactamente esos niveles, se tomó como referencia el ratio de solvencia de cada sector.

⁴¹ Se estima como Patrimonio Neto / Activo Total. Se interpreta como los activos están financiados con recursos propios, y dependerá de las preferencias de financiación de las empresas (PO).

Con la intención de determinar la capacidad de “endeudamiento promedio del sector” para cada tipo de empresa, se utilizara la ecuación obtenida en el **Anexo VII**, donde se define que el “endeudamiento posible del sector” es igual al Activo Total menos el Activo Total multiplicado por el ratio de solvencia del sector al que se le restara el ratio de “endeudamiento previo del sector”.

En función de lo mencionado en el párrafo anterior se confecciono la **Tabla 12** en donde se detalla la capacidad de “endeudamiento promedio del sector” para cada tipo de empresa, que surge de hacer los cálculos con los índices de cada sector. En el **Anexo VII**, puede observarse la serie de cálculos que se realizaron para calcular esta capacidad de endeudamiento máxima de las empresas de los distintos sectores para quedar dentro de las definiciones de PyMEs.

Tabla 12. Capacidad de "endeudamiento promedio del sector"

| Sector | Capacidad de Endeudamiento: Empresa Pequeña | Capacidad de Endeudamiento: Empresa Mediana Tramo I | Capacidad de Endeudamiento: Empresa Mediana Tramo II |
|----------------------------|---|---|--|
| Construcción | 66.602.550,62 | 371.605.886,88 | 557.349.872,83 |
| Servicios | 38.906.032,56 | 324.667.413,88 | 463.676.557,85 |
| Comercio | 66.988.685,79 | 562.827.637,11 | 804.048.610,89 |
| Industria y Minería | 143.025.994,05 | 894.113.488,84 | 1.306.688.812,25 |
| Agropecuario | 15.903.981,97 | 113.319.349,23 | 179.736.979,31 |

Fuente: Elaboración propia

La capacidad de endeudamiento máximo para las PyMEs de todos los sectores del tramo “Pequeñas Empresas”, excepto el sector industrial, según los niveles máximos de ventas anuales estimados por la CNV y SePyME es inferior a la que permitiría explotar las tasas promedios anuales de costo adicional más bajas, propias de las emisiones de \$100.000.000, sin pasar a convertirse en Medianas empresas.

Con respecto al análisis del tramo de las empresas “Mediana Tramo I” y “Mediana Tramo II”, podemos indicar que las empresas podrían hacer uso del endeudamiento a niveles de aprovechar las tasas promedio anuales de costos adicionales más bajas, sin convertirse empresas “Medianas Tramo II” y “Grandes Empresas”, respectivamente. Es importante resaltar que el salto de categoría implica perder una batería de beneficios que poseen las PyMEs por su condición, lo que sería desafortunado ya que por el hecho de acceder a tasas de financiación más benévolas, estaría quedando afuera de un régimen que le otorga muchos beneficios, no solo económicos sino también administrativos.

6.3.3. COMPARACION DEL COSTO FINANCIERO DE LA EMISIÓN DE ON CON EL DE OTROS INSTRUMENTOS

Para continuar con el propósito del trabajo, resultara interesante realizar una comparación entre los costos financieros totales obtenidos para la emisión de ON con los costos⁴² asociados a otros instrumentos de financiamiento con fecha de corte diciembre 2019, y teniendo en cuenta que cada uno cuenta con sus propias características como se lo indico en el **apartado 4.1.2.**

Es importante recordar que los montos de emisión, plazos y requisitos exigidos para cada instrumento son distintos, y eso es lo que hace más o menos ventajoso de acuerdo a las necesidades de cada empresa. Por otra parte, también pueden existir diferencias debido a la estructura temporal de las tasas de interés. Más allá de estas aclaraciones, se procede a detallar los instrumentos alternativos a la emisión de ON y los CTF de cada uno de ellos, para que nos permita realizar una comparación global entre todos:

- Cheques de Pago Diferido (CPD): La tasa anual promedio en diciembre 2019 de los CPD por plazos mayores a 180 días ha sido del 40,2% según indico en el informe mensual de diciembre 2019 la CNV. A esto se debe adicionar el costo de aproximadamente de 2% por aval de SGR y honorarios, por lo que el CTF podría estimarse en 42,2%.
- Pagaré: La tasa anual promedio en diciembre 2019 de los Pagarés por plazos mayores a 180 días ha sido del 57,6% según indico en el informe mensual de diciembre 2019 la CNV. Se debe adicionar el costo de aproximadamente de 2% por aval de SGR y honorarios, por lo que el CTF podría estimarse en 59,6%.
- Fideicomisos Financieros (FF): La tasa de corte promedio correspondiente a estos instrumentos ha sido en diciembre de 2019 de 48,40%, con emisiones promedios a 30 meses según indico en el informe mensual de diciembre 2019 la CNV. Al que debe adicionarse un 5% correspondiente a los costos de estructuración, colocación, honorarios, calificación de riesgo y/o aval de SGR. Por lo que el CTF podría estimarse en 53,40%.
- Préstamos bancarios: Partiendo como referencia de la tasa del BCRA para préstamos PyME al sector no financiero, podemos observar que la tasa en promedio en diciembre 2019 para préstamos por plazos mayores a 90 días ha sido 45,47%. A

⁴² Los costos totales de los demás instrumentos, se han calculado en forma aproximada, al efecto de poder realizar comparaciones, y se obtuvieron en base a información obtenida de páginas oficiales de algunas de las entidades anteriormente nombradas. Se hará referencia en cada uno de los casos.

esto se debe adicionar el costo de aproximadamente de 2% por el aval SGR y honorarios, por lo que el CTF podría estimarse en 47,47%.

- Obligaciones negociables: La tasa de CTF de las ON PyMEs se puede obtener a partir de la adición de la tasa de interés promedio y la tasa de costo adicional por emisión. Para la primera se ha considerado el promedio de las tasas pagadas por las emisiones en pesos en diciembre 2019.

Las emisiones se hicieron en su mayoría en tasas variables y con su referencia en la Tasa Badlar + % según indico en el informe mensual de diciembre 2019 la CNV. El promedio en diciembre 2019 de la Tasa Badlar fue de aproximadamente de 42%, a la que debería sumarse un margen de tasa que en promedio las empresas ofrecieron el 6,1% por encima de la Badlar. Por lo que las emisiones de ON PyMEs han pagado, en total y en promedio, un 48,1% de interés. En cuanto a la tasa de costo adicional, partiremos de los costos calculados en el apartado anterior expuesto en la **Tabla 9**.

Es función de que los CPD se caracterizan por permitir a las empresas financiarse por montos que generalmente están por debajo del monto establecido como máximo a emitir por las PyMEs (\$100.000.000), se considera que este instrumento será considerado para compararlo con las emisiones de menor monto (\$10.000.000 y \$30.000.000), en donde se establece que contará con aval de una SGR y sin Calificación de Riesgo, ya que en 2019 el 86% de los valores negociados se correspondió al sistema de avalados, según indicó en el informe mensual de diciembre 2019 la CNV. Con los pagarés se hizo la comparación teniendo en cuenta el mismo modelo de señalización que para los CPD y solo para emisiones de ON de \$10.000.000

En cuanto a los préstamos bancarios y los FF, se ha tomado el mismo criterio, para lo que se observó la operatoria de cada instrumento, dejando así la comparación de los primeros con las emisiones de menor tamaño y los segundos con las de mayor envergadura. De esta forma, los préstamos bancarios se consideraron comparables con la emisión de ON de \$10.000.000, \$30.000.000 y \$60.000.000, mientras que los FF con las emisiones de \$80.000.000 y \$100.000.000.

En resumen, dado que las PyMEs necesitan señalizarse para que el público inversor se interese en sus títulos de deuda, se contempla en la comparación la opción de “Sin Calificación de Riesgo y con SGR” para los CPD, pagaré y préstamos bancarios, y “Con Calificación de Riesgo y con SGR” para los FF. Se presenta en la **Tabla 13** la comparación de los CTF de cada uno de los instrumentos analizados, con la emisión de ON que más se asemeja por sus características.

Tabla 13. Comparación de CTF por instrumento

| Instrumento | Tasas | | | Emisión de ON Comparable | Tasas | | | Diferencial de Tasas de Costo Total |
|---------------------|---------|-----------------|--------|--------------------------|---------|-----------------|--------|-------------------------------------|
| | Interés | Costo Adicional | CTF | | Interés | Costo Adicional | CTF | |
| CPD | 40,20% | 2,00% | 42,20% | Monto: \$10.000,000 | 48,10% | 5,82% | 53,92% | 11,72% |
| | | | | Sin CR - Con SGR | | | | |
| | | | | Monto: \$30.000,000 | 48,10% | 4,87% | 52,97% | 10,77% |
| | | | | Sin CR - Con SGR | | | | |
| Pagaré | 57,60% | 2,00% | 59,60% | Monto: \$10.000,000 | 48,10% | 5,82% | 53,92% | -5,68% |
| | | | | Sin CR - Con SGR | | | | |
| Préstamos bancarios | 45,47% | 2,00% | 47,47% | Monto: \$10.000,000 | 48,10% | 5,82% | 53,92% | 6,45% |
| | | | | Sin CR - Con SGR | | | | |
| | | | | Monto: \$30.000,000 | 48,10% | 4,87% | 52,97% | 5,50% |
| | | | | Sin CR - Con SGR | | | | |
| Monto: \$60.000,000 | 48,10% | 4,65% | 52,75% | 5,28% | | | | |
| Sin CR - Con SGR | | | | | | | | |
| FF | 48,40% | 5,00% | 53,40% | Monto: \$80.000,000 | 48,10% | 6,60% | 54,70% | 1,30% |
| | | | | Con CR - Con SGR | | | | |
| | | | | Monto: \$100.000,000 | 48,10% | 6,56% | 54,66% | 1,26% |
| | | | | Con CR - Con SGR | | | | |

Fuente: Elaboración propia

Los resultados obtenidos nos demuestran dos importantes cuestiones, en primer lugar, que la emisión de ON PyMEs implica un mayor costo que cualquier otro medio de financiación alternativo, y en segundo lugar, se destaca nuevamente que las emisiones de menor magnitud son las que presentan mayores costos proporcionales y se posicionan en peores condiciones frente a sus alternativas financieras. En caso de pretender más precisiones ir a **Anexo VIII**. Una excepción a la regla existe con la financiación a través de pagaré, que presentan un CTF superior a las ON, pero solo se utiliza para compararlos contra las emisiones de menor envergadura, por lo que es poco representativo.

Cabe mencionar una cuestión fundamental, que es que los cálculos fueron realizados sobre datos de diciembre 2019, periodo en el que la tasa de emisión de ON fue muy alta y más controlada en los bancos, por ello los resultados son distintos a los que podríamos haber obtenido en escenarios de mercados más estables, en donde sería más conveniente la emisión de ON frente al resto de las alternativas.

También es importante remarcar las diferencias entre los instrumentos comparados, en cuanto a su horizonte de inversión y su uso. La naturaleza del trabajo se enfoca en poder comparar alternativas de financiación para las PyMEs, y para esto se han tomado las mejores alternativas a la emisión de ON para hacer un análisis de *trade-off* entre cada una de ellas, mas alla de las diferencias entre las alternativas, el trabajo se focalizo en las que permitían ser más comparables.

Adicionando a lo comentado anteriormente, las diferencias entre las tasas de CTF de los distintos instrumentos y las correspondientes a las emisiones de ON comparables disminuyen a medida que los montos financiados se incrementan, esto lo podemos atribuir a la relación que presentan los costos fijos y/o mixtos sobre el monto total emitido.

En cuanto a la comparación de la emisión de ON contra la utilización de FF, si bien los costos financieros adicionales totales de las ON siguen siendo importantes, por el monto de la emisión se licuan más que en las de menor envergadura, y esto hace que esté instrumento presente un CTF similar a los FF. Por lo que en cuanto a las emisiones de mayor volumen, la decisión no será tomada por el CTF de la operación, sino también por otras cuestiones que la empresa considere para su *trade-off*.

Como última apreciación en cuanto a los instrumentos de financiación, se puede agregar que todos permiten un escudo fiscal, ya que los costos de financiarme son deducibles, lo que hace que en definitiva reduzca el CTF de la operación de financiación, situación que no se produce cuando la empresa decide financiarse con recursos propios y es un punto fundamental a tener en cuenta antes de tomar una decisión de financiarse. En el caso de los FF, existe una regulación que indica que para todos los que estén destinados a la actividad productiva, las rentas quedaran gravadas en cabeza de sus beneficiarios, no como sociedad de capital, lo que les permite un diferimiento del pago del impuesto, y por ende lo haría más ventajoso frente a otras herramientas de financiamiento, mas allá de que en el trabajo no se observa este punto en las tasas de financiación.

7. CONCLUSIÓN

El presente trabajo se ha centrado en analizar las ON como instrumento de financiación de PyMEs para determinar las desventajas relativas que posee frente a otras fuentes e identificar cuestiones que hacen que su desarrollo sea lento e insignificante comparado con su potencialidad. En esta línea, si bien se pudo comprobar una evolución con un ritmo bajo en cuanto al volumen de emisión en el mercado de capitales, es rescatable que año tras año se observó un incremento de empresas que se interesan en este instrumento, y que consideran viable canalizar sus necesidades financieras a través del mismo.

En trabajos anteriores (Gamero, 1998 y Larsen, 2012) se ha determinado que los costos adicionales a la tasa de interés en la emisión de las ON eran la principal barrera de entrada de las PyMEs para la utilización de este instrumento. El presente trabajo se enfocó en comprobar la vigencia de dicha barrera a través de una exhaustiva recopilación de costos de emisión de ON. Si bien en la última década hubo importantes cambios que afectan a la emisión de ON, todo esto fue tenido en cuenta para poder establecer la viabilidad de los proyectos actuales.

Hasta que se efectuó el presente trabajo en 2019, la normativa en cuanto a la emisión de ON se fue modificando para crear un contexto de simplicidad a las PyMEs, pero aun así los resultados indican que los costos adicionales de la emisión representan la principal barrera para optar por este instrumento como la fuente de financiamiento más óptima frente a necesidades financieras.

Quedó expuesto en la sección de análisis de costos que cualquier instrumento comparable con la emisión de ON presenta un CTF menor a ésta, casi sin importar el rubro a la que pertenezca la empresa, y principalmente se destaca que este CTF presenta mayor implicancia sobre las emisiones de menor envergadura, castigando así a las empresas de menor tamaño, que son las que mayores dificultades financieras suelen presentar.

Para atenuar la conclusión de los resultados y lo mencionado en los párrafos anteriores, es destacable mencionar que como se reflejó en el apartado donde se analizan los resultados, los mismos se apoyan sobre datos de diciembre 2019, periodo en el que no existía una estabilidad del mercado financiero y de capitales, y esto puede hacer que si en el futuro se realizara una reconstrucción de este trabajo en periodos más estables los resultados puedan llegar a cambiar, resultando que las emisiones de ON más grandes sean las mas convenientes.

Se realizó también un análisis de viabilidad de emisión de ON por sectores, con premisas de mantener niveles de solvencia inalterados y no salirse de las definiciones de PyMEs. El análisis nos deja en claro que, salvo determinados sectores, la emisión de ON sería

aconsejable para las empresas, siempre realizándola para el monto máximo (\$100.000.000), que es donde tienen menor incidencia los costos anuales totales adicionales. Más allá de esto, como indicamos anteriormente, el CTF de la emisión de ON es mayor frente al de otros instrumentos, aunque es rescatable que ésta permite introducirse al mercado financiero y si la empresa honra sus compromisos, contará con una nueva fuente alternativa de recursos, que a través de la confianza que genere le permitirá ir disminuyendo las tasas a las que se financie.

En cuanto a la incidencia de cada uno de los costos en el CTF, cabe aclarar que la mayor distorsión la hacen los costos fijos y/o mixtos que afectan fuertemente a las emisiones de menor tamaño, y que se licúan cuando mayor sea ésta. En cuanto a los mayores costos podemos mencionar los honorarios profesionales y los correspondientes a la señalización, cualquiera sea el medio elegido. Este último, si bien no es exigido por ninguna norma, es fundamental para que las PyMEs puedan acceder al financiamiento, logrando así reducir el efecto de la asimetría de la información. Será muy importante que exista un servicio de profesionales más amplio y eficaz brindado por las autoridades que regulan el mercado de capitales hacia las PyMEs, no solo porque será muy significativo para estas empresas sino también para que el inversor pueda confiar aún más en el grado de fiabilidad de la información presentada.

Por lo que se insiste en mencionar la importancia de que el mercado de capitales continúe evolucionando, y que permita reducir sus dos principales costos adicionales a las PyMEs, como es el caso de los honorarios profesionales y los costos de señalización. El primero de ellos, como propuesta, podría ser atacado a través de la formación de un organismo público que se encargue de realizar estos trámites para las PyMEs específicamente y que permitan disminuir los recursos empresarios destinados a estos cumplimientos. En cuanto a la señalización, podría optarse por otorgar subsidios a los aranceles por calificaciones de riesgos o de alguna manera establecer mecanismos con las SGR para que las mismas puedan morigerar los porcentajes que cobran por otorgar los avales a estas empresas.

También será importante que las PyMEs adopten principios de un buen gobierno corporativo, ya que la implementación de estas prácticas conlleva a reestructurar la gestión de estas empresas, logrando un efecto positivo en el valor de la empresa. El hecho de que una PyME manifieste códigos de conducta empresarial adecuadas, es una característica muy bien vista y que atrae a los inversores, por lo que es una cuestión clave a desarrollar por las empresas que tienen objetivos a largo plazo y focalizan su financiación a través del mercado de capitales.

Es razonable pensar en la necesidad de un cambio de paradigma en la dirección de las empresas, porque en la actualidad no tienen en cuenta el mercado de capitales como una alternativa más, sino como un posible escenario para empresas de un tamaño superior, al

cual no pertenecen y no consideran viable evolucionar. De esta manera, el presente trabajo encomienda a seguir pensando que el mayor inconveniente por el cual no se desarrolla este importante instrumento es el mismo que desde hace décadas, su CTF, por lo que el principal aporte ha sido identificar los puntos a afrontar para lograr definitivamente el desarrollo sustentable y exponencial de las ON como instrumento principal para el desarrollo de las PyMEs.

8. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

8.1. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central de la República Argentina (2019). Informe Política Monetaria. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar>.
- Banco Central de la República Argentina (2019). Informe sobre Bancos. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar>.
- Bolsas y Mercados Argentinos (2019). Derechos, Membresías, aforos y cupos. Disponible en: <http://www.byma.com.ar>.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (2019). Reporte Mensual Julio 2018. Disponible en: <http://www.bolsar.com>.
- Anahí Briozzo, Diana Albanecce y Matías Villegas (2018). Caracterización de las PyMEs emisoras de obligaciones negociables en el mercado de capitales argentino, 82-88.
- Cámara Argentina de Comercio y Servicios (2018). “Las pymes: Antídoto contra la pobreza”
- Chari Alan (2017). Pymes en el mercado de capitales, ¿una alternativa de financiamiento viable?, 5-108.
- Comisión Nacional de Valores (2019). Normativa de Mercado de Capitales. Disponible en: <http://www.cnv.gov.ar>.
- Comisión Nacional de Valores. Resolución General 563/2019. Clasificación PyMEs en Argentina
- Comisión Nacional de Valores. Resolución General 831/2020. Topes de facturación para PyMEs.
- Donaldson, G. (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Gamero, P. (1998). Las ON como instrumento de financiación de las PyMEs. Trabajo de grado de la carrera de Lic. en Economía. UNS.

- Instituto Argentino de Mercado de Capitales (2019). Informe Financiamiento a través de Mercado de Capitales. Disponible en: <https://www.iamc.com.ar>.
- Invertir Online (2019). Reporte de Ratios: Argentina. Disponible en: <https://www.invertironline.com.ar>.
- KPMG. (2018). Hacia la Innovación en el Mercado Financiero. Disponible en: <https://www.kpmg.com.ar>.
- Larsen, M. (2012). El financiamiento de las PyMEs en Argentina y el escaso desarrollo de las obligaciones negociables como instrumento. Trabajo de grado de la carrera de Lic. en Administración. UNS.
- Martin Ugedo Juan Francisco, J. S. (2003). Referencias dinámicas de financiación de las empresas españolas: Nueva evidencia de la teoría de la Jerarquía.
- Myers, S. C. (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, N° 2, Junio, Páginas. 187-221.
- Poder Ejecutivo Nacional (2018)- . Ley 27.423 “Ley de honorarios profesionales de abogados, procuradores y auxiliares de la justicia nacional y federal”
- Secretaria de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa. Resolución 340/2017. Disponible en: <https://www.produccion.gov.ar>
- Secretaria de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa. Resolución 220/2019. Disponible en: <https://www.produccion.gov.ar>

9. ANEXOS

9.1. ANEXO I

| Monto de la Emision (ARS) | | | | Suma fija Anual (ARS) | Arancel Anual Adicional | | |
|---------------------------|---------------|-------|---------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|---------------|
| Desde | 0 | Hasta | 1,162,400.00 | 814 | 0 | sobre el excedente de | 0 |
| Desde | 1,162,400.01 | Hasta | 1,743,600.00 | 814 | 0.7 | sobre el excedente de | 1,162,400.01 |
| Desde | 1,743,600.01 | Hasta | 2,615,400.00 | 1,221 | 0.6 | sobre el excedente de | 1,743,600.01 |
| Desde | 2,615,400.01 | Hasta | 3,923,100.00 | 1,744 | 0.5 | sobre el excedente de | 2,615,400.01 |
| Desde | 3,923,100.01 | Hasta | 5,884,650.00 | 2,397 | 0.4 | sobre el excedente de | 3,923,100.01 |
| Desde | 5,884,650.01 | Hasta | 8,826,975.00 | 3,182 | 0.3 | sobre el excedente de | 5,884,650.01 |
| Desde | 8,826,975.01 | Hasta | 17,653,950.00 | 4,065 | 0.2 | sobre el excedente de | 8,826,975.01 |
| Mas de | 17,653,950.01 | | | 5,830 | 0.1 | sobre el excedente de | 17,653,950.01 |

9.2. ANEXO II

| Cantidad de hojas de publicaciones en el Boletín | Importe anual a abonar |
|--|------------------------|
| Hasta 50 hojas anuales | \$ 13.000,00 |
| De 51 hojas a 75 hojas anuales | \$ 19.500,00 |
| Mas de 75 hojas anuales | \$ 26.000,00 |

9.3. ANEXO III

Honorarios de Contadores: Valores orientativos del CPCECABA

| Actividad | Complejidad | | | | | | | | |
|--|-------------|-------|------------------|-------|-------|------------------|------|-------|------------------|
| | Alta | | | Media | | | Baja | | |
| | HM | VM | HP | HM | VM | HP | HM | VM | HP |
| Preparación de Estados Contables Mensuales | 300 | 82,00 | 24.600,00 | 200 | 82,00 | 16.400,00 | 100 | 82,00 | 8.200,00 |
| Preparación de Estados Contables Anuales | 650 | 82,00 | 53.300,00 | 400 | 82,00 | 32.800,00 | 250 | 82,00 | 20.500,00 |

Referencias:

HM: Honorario en Modulos

VM: Valor del Modulo

HP: Honorario en Pesos

9.4. ANEXO IV

Caso N° 1

Monto Emisión: \$ 10.000.000,00
Condiciones: Con CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|-----------|-----------|--------------|------------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 10.000.000,00 | 6.000,00 | 6.411,05 | 13.000,00 | 627.100,00 | 200.000,00 | - | 852.511,05 | 8,53% |
| 2° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | 200.000,00 | - | 446.511,05 | 4,47% |
| 3° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | 200.000,00 | - | 446.511,05 | 4,47% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 19.233,15 | 39.000,00 | 1.081.300,00 | 600.000,00 | - | 1.745.533,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,34% | 1,10% | 2,23% | 61,95% | 34,37% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 1.745.533,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 5,82% | |

Caso N° 2

Monto Emisión: \$ 10.000.000,00
Condiciones: Sin CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|-----------|-----------|--------------|-------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 10.000.000,00 | 6.000,00 | 6.411,05 | 13.000,00 | 627.100,00 | - | - | 652.511,05 | 6,53% |
| 2° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | - | - | 246.511,05 | 2,47% |
| 3° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | - | - | 246.511,05 | 2,47% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 19.233,15 | 39.000,00 | 1.081.300,00 | - | - | 1.145.533,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,52% | 1,68% | 3,40% | 94,39% | 0,00% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 1.145.533,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 3,82% | |

Caso N° 3

Monto Emisión: \$ 10.000.000,00
Condiciones: Sin CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|-----------|-----------|--------------|-------|------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 10.000.000,00 | 6.000,00 | 6.411,05 | 13.000,00 | 627.100,00 | - | 200.000,00 | 852.511,05 | 8,53% |
| 2° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | - | 200.000,00 | 446.511,05 | 4,47% |
| 3° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | - | 200.000,00 | 446.511,05 | 4,47% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 19.233,15 | 39.000,00 | 1.081.300,00 | - | 600.000,00 | 1.745.533,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,34% | 1,10% | 2,23% | 46,10% | 0,00% | 34,37% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 1.745.533,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 5,82% | |

Caso N° 4

Monto Emisión: \$ 10.000.000,00
Condiciones: Con CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|-----------|-----------|--------------|------------|------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 10.000.000,00 | 6.000,00 | 6.411,05 | 13.000,00 | 627.100,00 | 200.000,00 | 200.000,00 | 1.052.511,05 | 10,53% |
| 2° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | 200.000,00 | 200.000,00 | 646.511,05 | 6,47% |
| 3° | 10.000.000,00 | | 6.411,05 | 13.000,00 | 227.100,00 | 200.000,00 | 200.000,00 | 646.511,05 | 6,47% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 19.233,15 | 39.000,00 | 1.081.300,00 | 600.000,00 | 600.000,00 | 2.345.533,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,26% | 0,82% | 1,66% | 46,10% | 25,58% | 25,58% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 2.345.533,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 7,82% | |

Caso N° 5

Monto Emisión: \$ 30.000.000,00
Condiciones: Con CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|-----------|-----------|--------------|--------------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 30.000.000,00 | 6.000,00 | 18.176,05 | 13.000,00 | 1.627.100,00 | 600.000,00 | - | 2.264.276,05 | 7,55% |
| 2° | 30.000.000,00 | | 18.176,05 | 13.000,00 | 427.100,00 | 600.000,00 | - | 1.058.276,05 | 3,53% |
| 3° | 30.000.000,00 | | 18.176,05 | 13.000,00 | 427.100,00 | 600.000,00 | - | 1.058.276,05 | 3,53% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 54.528,15 | 39.000,00 | 2.481.300,00 | 1.800.000,00 | - | 4.380.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,14% | 1,24% | 0,89% | 56,64% | 41,09% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 4.380.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 4,87% | |

Financiamiento PyME mediante emisión de ONs. Evolución y viabilidad actual

Caso N° 6

Monto Emisión: \$ 30.000.000,00
 Condiciones: Sin CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|--|---------------|----------|-----------|-----------|--------------|-------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 30.000.000,00 | 6.000,00 | 18.176,05 | 13.000,00 | 1.627.100,00 | - | - | 1.664.276,05 | 5,55% |
| 2° | 30.000.000,00 | | 18.176,05 | 13.000,00 | 427.100,00 | - | - | 458.276,05 | 1,53% |
| 3° | 30.000.000,00 | | 18.176,05 | 13.000,00 | 427.100,00 | - | - | 458.276,05 | 1,53% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 54.528,15 | 39.000,00 | 2.481.300,00 | - | - | 2.580.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,23% | 2,11% | 1,51% | 96,14% | 0,00% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 2.580.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 2,87% | |

Caso N° 7

Monto Emisión: \$ 30.000.000,00
 Condiciones: Sin CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|--|---------------|----------|-----------|-----------|--------------|-------|--------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 30.000.000,00 | 6.000,00 | 18.176,05 | 13.000,00 | 1.627.100,00 | - | 600.000,00 | 2.264.276,05 | 7,55% |
| 2° | 30.000.000,00 | | 18.176,05 | 13.000,00 | 427.100,00 | - | 600.000,00 | 1.058.276,05 | 3,53% |
| 3° | 30.000.000,00 | | 18.176,05 | 13.000,00 | 427.100,00 | - | 600.000,00 | 1.058.276,05 | 3,53% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 54.528,15 | 39.000,00 | 2.481.300,00 | - | 1.800.000,00 | 4.380.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,14% | 1,24% | 0,89% | 56,64% | 0,00% | 41,09% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 4.380.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 4,87% | |

Caso N° 8

Monto Emisión: \$ 30.000.000,00
 Condiciones: Con CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|--|---------------|----------|-----------|-----------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 30.000.000,00 | 6.000,00 | 18.176,05 | 13.000,00 | 1.627.100,00 | 600.000,00 | 600.000,00 | 2.864.276,05 | 9,55% |
| 2° | 30.000.000,00 | | 18.176,05 | 13.000,00 | 427.100,00 | 600.000,00 | 600.000,00 | 1.658.276,05 | 5,53% |
| 3° | 30.000.000,00 | | 18.176,05 | 13.000,00 | 427.100,00 | 600.000,00 | 600.000,00 | 1.658.276,05 | 5,53% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 54.528,15 | 39.000,00 | 2.481.300,00 | 1.800.000,00 | 1.800.000,00 | 6.180.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,10% | 0,88% | 0,63% | 40,15% | 29,12% | 29,12% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 6.180.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 6,87% | |

Caso N° 9

Monto Emisión: \$ 60.000.000,00
 Condiciones: Con CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|--|---------------|----------|------------|-----------|--------------|--------------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 60.000.000,00 | 6.000,00 | 48.176,05 | 13.000,00 | 3.127.100,00 | 1.200.000,00 | - | 4.394.276,05 | 7,32% |
| 2° | 60.000.000,00 | | 48.176,05 | 13.000,00 | 727.100,00 | 1.200.000,00 | - | 1.988.276,05 | 3,31% |
| 3° | 60.000.000,00 | | 48.176,05 | 13.000,00 | 727.100,00 | 1.200.000,00 | - | 1.988.276,05 | 3,31% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 144.528,15 | 39.000,00 | 4.581.300,00 | 3.600.000,00 | - | 8.370.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,07% | 1,73% | 0,47% | 54,73% | 43,01% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 8.370.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 4,65% | |

Caso N° 10

Monto Emisión: \$ 60.000.000,00
 Condiciones: Sin CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|--|---------------|----------|------------|-----------|--------------|-------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 60.000.000,00 | 6.000,00 | 48.176,05 | 13.000,00 | 3.127.100,00 | - | - | 3.194.276,05 | 5,32% |
| 2° | 60.000.000,00 | | 48.176,05 | 13.000,00 | 727.100,00 | - | - | 788.276,05 | 1,31% |
| 3° | 60.000.000,00 | | 48.176,05 | 13.000,00 | 727.100,00 | - | - | 788.276,05 | 1,31% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 144.528,15 | 39.000,00 | 4.581.300,00 | - | - | 4.770.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,13% | 3,03% | 0,82% | 96,03% | 0,00% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 4.770.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 2,65% | |

Financiamiento PyME mediante emisión de ONs. Evolución y viabilidad actual

Caso N° 11

Monto Emisión: \$ 60.000.000,00
Condiciones: Sin CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|------------|-----------|--------------|-------|--------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 60.000.000,00 | 6.000,00 | 48.176,05 | 13.000,00 | 3.127.100,00 | - | 1.200.000,00 | 4.394.276,05 | 7,32% |
| 2° | 60.000.000,00 | | 48.176,05 | 13.000,00 | 727.100,00 | - | 1.200.000,00 | 1.988.276,05 | 3,31% |
| 3° | 60.000.000,00 | | 48.176,05 | 13.000,00 | 727.100,00 | - | 1.200.000,00 | 1.988.276,05 | 3,31% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 144.528,15 | 39.000,00 | 4.581.300,00 | - | 3.600.000,00 | 8.370.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,07% | 1,73% | 0,47% | 54,73% | 0,00% | 43,01% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 8.370.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 4,65% | |

Caso N° 12

Monto Emisión: \$ 60.000.000,00
Condiciones: Con CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|------------|-----------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 60.000.000,00 | 6.000,00 | 48.176,05 | 13.000,00 | 3.127.100,00 | 1.200.000,00 | 1.200.000,00 | 5.594.276,05 | 9,32% |
| 2° | 60.000.000,00 | | 48.176,05 | 13.000,00 | 727.100,00 | 1.200.000,00 | 1.200.000,00 | 3.188.276,05 | 5,31% |
| 3° | 60.000.000,00 | | 48.176,05 | 13.000,00 | 727.100,00 | 1.200.000,00 | 1.200.000,00 | 3.188.276,05 | 5,31% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 144.528,15 | 39.000,00 | 4.581.300,00 | 3.600.000,00 | 3.600.000,00 | 11.970.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,05% | 1,21% | 0,33% | 38,27% | 30,07% | 30,07% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 11.970.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 6,65% | |

Caso N° 13

Monto Emisión: \$ 80.000.000,00
Condiciones: Con CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|------------|-----------|--------------|--------------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 80.000.000,00 | 6.000,00 | 68.176,05 | 13.000,00 | 4.127.100,00 | 1.600.000,00 | - | 5.814.276,05 | 7,27% |
| 2° | 80.000.000,00 | | 68.176,05 | 13.000,00 | 927.100,00 | 1.600.000,00 | - | 2.608.276,05 | 3,26% |
| 3° | 80.000.000,00 | | 68.176,05 | 13.000,00 | 927.100,00 | 1.600.000,00 | - | 2.608.276,05 | 3,26% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 204.528,15 | 39.000,00 | 5.981.300,00 | 4.800.000,00 | - | 11.030.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,05% | 1,85% | 0,35% | 54,22% | 43,51% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 11.030.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 4,60% | |

Caso N° 14

Monto Emisión: \$ 80.000.000,00
Condiciones: Sin CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|------------|-----------|--------------|-------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 80.000.000,00 | 6.000,00 | 68.176,05 | 13.000,00 | 4.127.100,00 | - | - | 4.214.276,05 | 5,27% |
| 2° | 80.000.000,00 | | 68.176,05 | 13.000,00 | 927.100,00 | - | - | 1.008.276,05 | 1,26% |
| 3° | 80.000.000,00 | | 68.176,05 | 13.000,00 | 927.100,00 | - | - | 1.008.276,05 | 1,26% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 204.528,15 | 39.000,00 | 5.981.300,00 | - | - | 6.230.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,10% | 3,28% | 0,63% | 96,00% | 0,00% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 6.230.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 2,60% | |

Caso N° 15

Monto Emisión: \$ 80.000.000,00
Condiciones: Sin CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|------------|-----------|--------------|-------|--------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 80.000.000,00 | 6.000,00 | 68.176,05 | 13.000,00 | 4.127.100,00 | - | 1.600.000,00 | 5.814.276,05 | 7,27% |
| 2° | 80.000.000,00 | | 68.176,05 | 13.000,00 | 927.100,00 | - | 1.600.000,00 | 2.608.276,05 | 3,26% |
| 3° | 80.000.000,00 | | 68.176,05 | 13.000,00 | 927.100,00 | - | 1.600.000,00 | 2.608.276,05 | 3,26% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 204.528,15 | 39.000,00 | 5.981.300,00 | - | 4.800.000,00 | 11.030.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,05% | 1,85% | 0,35% | 54,22% | 0,00% | 43,51% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 11.030.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 4,60% | |

Financiamiento PyME mediante emisión de ONs. Evolución y viabilidad actual

Caso N° 16

Monto Emisión: \$ 80.000.000,00
 Condiciones: Con CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|---------------|----------|------------|-----------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 80.000.000,00 | 6.000,00 | 68.176,05 | 13.000,00 | 4.127.100,00 | 1.600.000,00 | 1.600.000,00 | 7.414.276,05 | 9,27% |
| 2° | 80.000.000,00 | | 68.176,05 | 13.000,00 | 927.100,00 | 1.600.000,00 | 1.600.000,00 | 4.208.276,05 | 5,26% |
| 3° | 80.000.000,00 | | 68.176,05 | 13.000,00 | 927.100,00 | 1.600.000,00 | 1.600.000,00 | 4.208.276,05 | 5,26% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 204.528,15 | 39.000,00 | 5.981.300,00 | 4.800.000,00 | 4.800.000,00 | 15.830.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,04% | 1,29% | 0,25% | 37,78% | 30,32% | 30,32% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 15.830.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 6,60% | |

Caso N° 17

Monto Emisión: \$ 100.000.000,00
 Condiciones: Con CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|----------------|----------|------------|-----------|--------------|--------------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 100.000.000,00 | 6.000,00 | 88.176,05 | 13.000,00 | 5.127.100,00 | 2.000.000,00 | - | 7.234.276,05 | 7,23% |
| 2° | 100.000.000,00 | | 88.176,05 | 13.000,00 | 1.127.100,00 | 2.000.000,00 | - | 3.228.276,05 | 3,23% |
| 3° | 100.000.000,00 | | 88.176,05 | 13.000,00 | 1.127.100,00 | 2.000.000,00 | - | 3.228.276,05 | 3,23% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 264.528,15 | 39.000,00 | 7.381.300,00 | 6.000.000,00 | - | 13.690.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,04% | 1,93% | 0,28% | 53,91% | 43,82% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 13.690.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 4,56% | |

Caso N° 18

Monto Emisión: \$ 100.000.000,00
 Condiciones: Sin CR - Sin SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|----------------|----------|------------|-----------|--------------|-------|-------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 100.000.000,00 | 6.000,00 | 88.176,05 | 13.000,00 | 5.127.100,00 | - | - | 5.234.276,05 | 5,23% |
| 2° | 100.000.000,00 | | 88.176,05 | 13.000,00 | 1.127.100,00 | - | - | 1.228.276,05 | 1,23% |
| 3° | 100.000.000,00 | | 88.176,05 | 13.000,00 | 1.127.100,00 | - | - | 1.228.276,05 | 1,23% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 264.528,15 | 39.000,00 | 7.381.300,00 | - | - | 7.690.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,08% | 3,44% | 0,51% | 95,98% | 0,00% | 0,00% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 7.690.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 2,56% | |

Caso N° 19

Monto Emisión: \$ 100.000.000,00
 Condiciones: Sin CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|----------------|----------|------------|-----------|--------------|-------|--------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 100.000.000,00 | 6.000,00 | 88.176,05 | 13.000,00 | 5.127.100,00 | - | 2.000.000,00 | 7.234.276,05 | 7,23% |
| 2° | 100.000.000,00 | | 88.176,05 | 13.000,00 | 1.127.100,00 | - | 2.000.000,00 | 3.228.276,05 | 3,23% |
| 3° | 100.000.000,00 | | 88.176,05 | 13.000,00 | 1.127.100,00 | - | 2.000.000,00 | 3.228.276,05 | 3,23% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 264.528,15 | 39.000,00 | 7.381.300,00 | - | 6.000.000,00 | 13.690.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,04% | 1,93% | 0,28% | 53,91% | 0,00% | 43,82% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 13.690.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 4,56% | |

Caso N° 20

Monto Emisión: \$ 100.000.000,00
 Condiciones: Con CR - Con SGR

| AÑO | SALDO | RPC | DC | P | HP y C | CR | G | COSTO ADICIONAL TOTAL | |
|---|----------------|----------|------------|-----------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|----------|
| | | | | | | | | TOTAL (\$) | TASA (%) |
| 1° | 100.000.000,00 | 6.000,00 | 88.176,05 | 13.000,00 | 5.127.100,00 | 2.000.000,00 | 2.000.000,00 | 9.234.276,05 | 9,23% |
| 2° | 100.000.000,00 | | 88.176,05 | 13.000,00 | 1.127.100,00 | 2.000.000,00 | 2.000.000,00 | 5.228.276,05 | 5,23% |
| 3° | 100.000.000,00 | | 88.176,05 | 13.000,00 | 1.127.100,00 | 2.000.000,00 | 2.000.000,00 | 5.228.276,05 | 5,23% |
| TOTAL (\$) | | 6.000,00 | 264.528,15 | 39.000,00 | 7.381.300,00 | 6.000.000,00 | 6.000.000,00 | 19.690.828,15 | |
| TOTAL (%) | | 0,03% | 1,34% | 0,20% | 37,49% | 30,47% | 30,47% | | |
| COSTO ADICIONAL TOTAL | | | | | | | | 19.690.828,15 | |
| TASA PROMEDIO ANUAL DE COSTO ADICIONAL | | | | | | | | 6,56% | |

9.5. ANEXO V

| Condiciones | Monto de Emisión | RPC | DC | P | HP y C | CR | G |
|------------------|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Con CR - Sin SGR | 10.000.000,00 | 0,34% | 1,10% | 2,23% | 61,95% | 34,37% | 0,00% |
| | 30.000.000,00 | 0,14% | 1,24% | 0,89% | 56,64% | 41,09% | 0,00% |
| | 60.000.000,00 | 0,07% | 1,73% | 0,47% | 54,73% | 43,01% | 0,00% |
| | 80.000.000,00 | 0,05% | 1,85% | 0,35% | 54,22% | 43,51% | 0,00% |
| | 100.000.000,00 | 0,04% | 1,93% | 0,28% | 53,91% | 43,82% | 0,00% |
| Sin CR - Sin SGR | 10.000.000,00 | 0,52% | 1,68% | 3,40% | 94,39% | 0,00% | 0,00% |
| | 30.000.000,00 | 0,23% | 2,11% | 1,51% | 96,14% | 0,00% | 0,00% |
| | 60.000.000,00 | 0,13% | 3,03% | 0,82% | 96,03% | 0,00% | 0,00% |
| | 80.000.000,00 | 0,10% | 3,28% | 0,63% | 96,00% | 0,00% | 0,00% |
| | 100.000.000,00 | 0,08% | 3,44% | 0,51% | 95,98% | 0,00% | 0,00% |
| Sin CR - Con SGR | 10.000.000,00 | 0,34% | 1,10% | 2,23% | 61,95% | 0,00% | 34,37% |
| | 30.000.000,00 | 0,14% | 1,24% | 0,89% | 56,64% | 0,00% | 41,09% |
| | 60.000.000,00 | 0,07% | 1,73% | 0,47% | 54,73% | 0,00% | 43,01% |
| | 80.000.000,00 | 0,05% | 1,85% | 0,35% | 54,22% | 0,00% | 43,51% |
| | 100.000.000,00 | 0,04% | 1,93% | 0,28% | 53,91% | 0,00% | 43,82% |
| Con CR - Con SGR | 10.000.000,00 | 0,26% | 0,82% | 1,66% | 46,10% | 25,58% | 25,58% |
| | 30.000.000,00 | 0,10% | 0,88% | 0,63% | 40,15% | 29,12% | 29,12% |
| | 60.000.000,00 | 0,05% | 1,21% | 0,33% | 38,27% | 30,07% | 30,07% |
| | 80.000.000,00 | 0,04% | 1,29% | 0,25% | 37,78% | 30,32% | 30,32% |
| | 100.000.000,00 | 0,03% | 1,34% | 0,20% | 37,49% | 30,47% | 30,47% |

Referencias:

RPC: Costo asociado al registro en el Registro Público de Comercio.

DC: Costo derivado de los Derechos de Cotización.

P: Costo de las Publicaciones Reglamentarias.

HP y C: Costo correspondiente a Honorarios de Profesionales y Comisiones.

CR: Costo de Calificación de Riesgo.

G: Costo asociado a la garantía de la SGR.

9.6. ANEXO VI

Cálculo del Activo Total

$$\text{Ratio de Rotación Total} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}}$$

$$\text{Activo Total} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Ratio de Rotación Total de Activos}}$$

9.7. ANEXO VII

Cálculo del Endeudamiento Posible

$$(1) \quad \text{Activo Total} = \text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo Total}$$

$$\text{Patrimonio Neto} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Total}$$

$$(2) \quad \text{Ratio de Solvencia} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Activo Total}}$$

Reemplazando con lo obtenido en (1):

$$\text{Ratio de Solvencia (SS)} = \frac{\text{Activo Total} - \text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$$

$$\text{SS} * \text{Activo Total} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Total}$$

$$\text{Pasivo Total} = \text{Activo Total} - \text{SS} * \text{Activo Total}$$

$$(3) \quad \text{Endeudamiento Posible} = \text{Pasivo Total} - \text{Endeudamiento previo (EP)}$$

$$(4) \quad \text{Ratio de Solvencia por Sector} = \text{SS}$$

$$(5) \quad \text{Endeudamiento previo} = \text{EP}$$

Reemplazando en (3) con lo obtenido en (2), y los datos de (3), (4) y (5):

| |
|--|
| $\text{Endeudamiento Posible} = \text{Activo Total} - \text{SS} * \text{Activo Total} - \text{EP}$ |
|--|