



UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA

CARRERA DE POSGRADO
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS

Tema: Financiamiento de las Pymes argentinas en el Mercado de Capitales durante los últimos 20 años.

Autora: Lucía Daniela Bussa

Directora: Lic. Irene Wasilevsky

Marzo 2024

RESUMEN:

La problemática del trabajo se enfocará en analizar el financiamiento de las Pymes en la Argentina y en particular en el mercado de capitales; sus características estructurales, las herramientas con las que cuentan, las diferentes opciones de crédito disponibles, los obstáculos a los que se enfrentan y las políticas de promoción e incentivos implementados por el Estado. Asimismo, el principal objetivo es conocer los instrumentos existentes en el Mercado de Capitales para Pymes, su nivel de participación en el mercado, ventajas y desventajas respecto de otras fuentes de financiamiento, y describir la situación actual del acceso al crédito de estas pequeñas y medianas empresas.

PALABRAS CLAVE:

Pymes; financiamiento; crédito, mercado de capitales, valores negociables.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN.....	4
OBJETIVOS DEL TRABAJO	6
CAPÍTULO I - CONCEPTOS INTRODUCTORIOS.....	7
1.1. DEFINICIÓN DE PYME.....	7
1.2. ESTRUCTURA E IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN ARGENTINA.....	8
1.3. LEYES Y PROGRAMAS DE INCENTIVOS DESTINADOS AL CRECIMIENTO DE LAS PYMES	8
CAPÍTULO II - FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES.....	12
2.1. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO.....	14
2.1.1. Nacimiento de la empresa	14
2.1.2. Desarreglos o ahogos financieros	14
2.1.3. Expansión o nuevos proyectos.....	14
2.2. FUENTES DE FINANCIAMIENTO	14
2.2.1. Fuentes Internas.....	14
2.2.2. Fuentes Externas	15
CAPÍTULO III - LAS PYMES EN EL MERCADO DE CAPITALES	19
3.1. MARCO REGULATORIO	19
3.2. INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE CAPITALES.....	19
3.2.1. PAGARÉ BURSÁTIL.....	19
3.2.2. CHEQUES DE PAGO DIFERIDO	20
3.2.3. OBLIGACIONES NEGOCIABLES.....	24
3.2.3.1. PyME CNV Garantizada	25
3.2.3.2. El rol de las Entidades de Garantía.....	26
3.2.4. FIDEICOMISOS FINANCIEROS PYME.....	28
3.2.5. FACTURA DE CRÉDITO ELECTRÓNICA.....	29

3.2.6. FINANCIAMIENTO COLECTIVO (CROWDFUNDING).....	29
CAPÍTULO IV – ESTADÍSTICAS Y CONCLUSIONES	34
4.1. PARTICIPACIÓN HISTÓRICA Y ACTUAL DE LAS PYMES EN EL MERCADO DE CAPITALES	34
4.2. CONCLUSIONES.....	36
BIBLIOGRAFÍA	38

INTRODUCCIÓN

La problemática planteada en este trabajo se origina principalmente en un interés personal en el tema, debido a la estrecha relación con mi profesión y labor diaria como contadora pública independiente y asesora de pequeñas empresas. A lo largo de los últimos años, he observado algunos obstáculos a los que se enfrentan las Pymes argentinas a la hora de buscar fuentes de financiamiento que permitan llevar a cabo sus proyectos.

Estas pequeñas y medianas empresas tienen un rol muy importante en la generación de empleo y crecimiento de la economía de los países, de aquí la importancia de abordar este tema.

En la práctica, la principal fuente de recursos utilizada es el capital propio, sobre todo en las empresas más pequeñas, y luego en segundo lugar encontramos al crédito bancario, pero sólo para aquellas Pymes que cuentan con la información contable y calificaciones que requieren las entidades bancarias para permitirles acceder al mismo. Más complejo aún, es el financiamiento de estas empresas a través del mercado de capitales. En los últimos años se ha notado un gran crecimiento de la participación de las pymes, pero hoy en día sigue siendo una de las fuentes menos utilizadas, sobre todo en las empresas más pequeñas.

Son muchos los autores que se han ocupado del tema, analizando esta problemática en países de Latinoamérica, y en lo que en particular nos interesa, en la Argentina.

“Los problemas de financiamiento de las Pymes son un fenómeno recurrente en la mayor parte de las economías, agudizado en el caso de las economías en desarrollo por la convergencia de condiciones macroeconómicas más volátiles y la escasez de instrumentos que apunten a morigerar los inconvenientes para acceder al fondeo bancario” (Marcó del Pont & Heller, 2009 – Pág 83)

En un informe de la CEPAL, Bebczuc (2010) analiza el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas, y sostiene que uno de los problemas que enfrentan es que los bancos privados imponen una serie de requisitos y condiciones de pago que dificultan las posibilidades de financiarse, o las convierten en muy costosas. Sin embargo, las estadísticas dan cuenta que es la opción más elegida ante la necesidad de fondos para financiar nuevos proyectos.

Plantea Tapia, (2013) que uno de los problemas más importantes que sufren las Pymes es la dificultad de acceso al crédito, lo que entorpece su capacidad de crecimiento y expansión. El

sistema financiero argentino en general y en la actualidad, se basa en el otorgamiento de asistencia crediticia hacia aquellos sectores donde las garantías ofrecidas son mayores al del crédito solicitado. Bajo este punto de vista, los créditos a las Pymes son considerados como de alto riesgo por la inexistencia de las garantías suficientes.

“La menor escala que poseen les permite operar con mayor flexibilidad y establecer estrategias cooperativas con empresas a las cuales proveen, desarrollando las economías locales y regionales. No obstante, estos mismos aspectos – falta de carácter legal adecuadamente definido, manejo familiar, etc. – limitan su acceso a fuentes de financiamiento, impidiéndoles explotar todo su potencial de crecimiento. Desde la literatura se propone que el origen de crédito utilizado por estas empresas varía en función de la etapa en que se encuentren a lo largo de su ciclo de vida, en un principio dependiendo mayormente de fondos propios y crédito comercial dada la incertidumbre asociada con el emprendimiento y la inexistencia de capital para utilizar como garantía”. (Ferrer, 2016 - N° 1760 - Pág 14).

Este trabajo se enfocará en analizar el financiamiento de las Pymes en la Argentina, y puntualmente referido al Mercado de Capitales: sus características estructurales, las herramientas con las que cuentan, las diferentes opciones de crédito, los obstáculos a los que se enfrentan y las políticas de promoción e incentivos implementados por el Estado.

Como he adelantado en el punto anterior, existe todavía una distancia entre este tipo de empresas y el Mercado de Capitales, ya que en la actualidad sigue siendo la fuente menos utilizada para conseguir recursos al momento de financiar sus proyectos o necesidades crediticias.

La mayoría de las Pymes considera que el Mercado de Capitales es un ámbito exclusivo de las grandes empresas, e incluso muchos dueños de las más pequeñas desconocen cómo funcionan las principales herramientas de crédito existentes, tales como el descuento de cheques de pago diferido y las Obligaciones Negociables Pymes.

Sin embargo, puede observarse que en la última década algunas de estas empresas, sobre todo las medianas, han comenzado a operar en el mercado de capitales en busca de recursos financieros, notando un crecimiento sostenido de los valores negociables emitidos por Pymes.

El crecimiento de instrumentos Pymes se aprecia tanto en la mayor utilización de esos valores negociables, como en su mayor participación respecto del total del financiamiento en el

mercado de capitales. No obstante, aún tienen un amplio potencial de desarrollo en este ámbito.

El Estado cumple un rol importante en el desarrollo y crecimiento de las Pymes por medio de la implementación de políticas de inversión, subsidios o beneficios especiales. Muchas de las políticas implementadas en los últimos años (por ejemplo, la Ley Pyme 27.264) se inclinaron a beneficiar a las empresas en aspectos principalmente impositivos y de fomento a la producción. Sin embargo, podemos destacar como puntos importantes en el ámbito del mercado de valores, a la instrumentación de las llamadas Obligaciones Negociables Pymes y la creación de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) para avalar y garantizar sus operaciones.

Según Ferrer (2016), está en manos del estado tomar medidas tendientes a adaptar la estructura de los mercados crediticios y de capitales a fin de generar una mayor inclusión para las pequeñas y medianas empresas.

OBJETIVOS DEL TRABAJO

A partir de la investigación realizada hasta el momento, y en función del análisis que busco realizar sobre el tema, se trazaron los siguientes objetivos para este trabajo.

Objetivo General:

Analizar cuáles han sido las principales fuentes de financiamiento utilizadas por las Pymes en Argentina en las dos últimas décadas, y los principales motivos de su elección.

Objetivos Específicos:

- Identificar las principales herramientas financieras y de acceso al crédito con las que cuentan las Pymes en Argentina.
- Conocer las posibles causas de la falta de acceso al financiamiento de las Pymes en el mercado de capitales.
- Identificar cuáles han sido, en la última década, las medidas implementadas por el Estado tendientes a fomentar y promover el financiamiento de las Pymes con nuevas herramientas.
- Describir la situación actual de la estructura del financiamiento de las Pymes.

CAPÍTULO I – CONCEPTOS INTRODUCTORIOS

1.1.DEFINICIÓN DE PYME

Definiré lo que se conoce como Pequeña y Mediana Empresa en la Argentina (Pyme). El Ministerio de Economía, a través de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa es quien establece los parámetros anuales de facturación para que las empresas puedan ser categorizadas como Pymes, dependiendo del sector de la economía en el cual se desempeñen. Para unas pocas actividades de Servicios, el parámetro a considerar para establecer la categoría es el de cantidad de personal ocupado o valor total de los activos. Existen cuatro categorías de Empresas: Micro, Pequeña, Mediana tramo I y Mediana tramo II.

Los límites de facturación para cada categoría son actualizados anualmente por la SUBSECRETARÍA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (SSPYME)¹. Entiéndase por valor de ventas totales anuales al monto de las ventas que surja del promedio de los últimos tres ejercicios comerciales o años fiscales, según la información declarada ante la AFIP. Actualmente, los valores son los siguientes:

Tabla 1 - Límites de Ventas Totales Anuales expresados en Pesos (\$)

	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	90.930.000	150.620.000	213.150.000	36.850.000	78.690.000
Pequeña	334.950.000	1.125.450.000	1.518.340.000	222.160.000	466.910.000
Mediana T I	1.971.190.000	8.010.250.000	7.217.020.000	1.838.740.000	2.605.040.000
Mediana T II	3.126.440.000	16.184.690.000	10.310.100.000	2.625.990.000	3.907.130.000

Fuente: Disposición 88/2023 SSPYME – Apéndice IV.

En lo relativo a la definición de Pyme para el mercado de capitales, también hay distintas normas que lo regulan.

¹ Disposición 88/2023 SSPYME – Ministerio de Economía – Marzo 2023

El Mercado de Capitales está regulado por la Comisión Nacional de Valores (CNV) de acuerdo a lo establecido en la Ley N° 26.831 y normas complementarias. En lo particular, la Resolución 901/2021² de la CNV en su artículo 1°, establece que se entenderá por Pequeñas y Medianas Empresas CNV (PYMES CNV) al sólo efecto del acceso al mercado de capitales, a las empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen los valores definidos para la categoría más alta (Mediana tramo II), expuestos en la Tabla 1.

1.2. ESTRUCTURA E IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN ARGENTINA

Anteriormente mencionaba la importancia de las Pymes en la generación de empleo y crecimiento de la economía de los países. Según datos oficiales brindados por la Secretaría de Industria y Desarrollo Productivo del Ministerio de Economía³ las pequeñas y medianas empresas representan el 99,4% del total de empresas del país, de las cuales:

- El 83% son Microempresas
- El 16% son Pymes.
- Menos del 1% son Grandes Empresas.

Asimismo, son las principales generadoras de empleo: emplean al 64% de los asalariados registrados. Más del 99% tienen menos de 200 ocupados, y sólo el 0,6% son grandes empresas con más de 200 ocupados. Respecto a los sectores de la actividad, aproximadamente el 30% se dedicada al comercio mayorista y minorista y casi el 10% se encuentra en la industria manufacturera. Estos dos sectores, junto con las actividades agropecuarias y los servicios personales, concentran alrededor del 90% del total de empresas. En conjunto, las actividades de servicios representan el 39%.

1.3. LEYES Y PROGRAMAS DE INCENTIVOS DESTINADOS AL CRECIMIENTO DE LAS PYMES

En los últimos años pueden observarse gran cantidad de leyes y programas impulsados por el estado, particularmente orientados a promover la inversión y el empleo, mediante líneas de créditos a menores tasas, fomento de inversiones en capital productivo, beneficios impositivos, reducción de las contribuciones patronales, entre otros. A continuación, explicaré brevemente las que identifiqué como más importantes.

² Resolución General 901/2021 – CNV – Agosto 2021

³ <https://www.argentina.gob.ar>

Fondo Nacional de Desarrollo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (Fonapyme)

Creado por la Ley 25.300 en el año 2000⁴, se trató de un fideicomiso estatal destinado a brindar financiamiento a mediano y largo plazo a pymes para estimular nuevas inversiones productivas y la consolidación de nuevos proyectos. El programa realizaba distintas convocatorias a lo largo del año, a las que las empresas podían suscribirse, con beneficios importantes respecto de las tasas y plazos de devolución de los créditos.

Este fondo fue eliminado en febrero del 2018 por el Decreto 137/2018, que dispuso su extinción y liquidación, y estableció que los fondos sean transferidos a favor del Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE), un banco público que otorga créditos destinados a la inversión productiva y al comercio exterior.

Créditos del BICE

Se trata de un programa de créditos otorgados por el Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE) destinado a financiar proyectos de inversión y la adquisición de bienes de capital en el marco de una decisión de inversión, destinados a las distintas actividades económicas. Comprende también el financiamiento de proyectos de reconversión y modernización productiva de los distintos sectores económicos que mejoren la competitividad en los mercados doméstico y externo.

El plazo máximo de financiación es de hasta siete años, admitiéndose hasta dos años de gracia para el capital (incluidos dentro del plazo máximo). Las tasas de interés están bastante por debajo de las tasas que ofrecen los bancos privados en el mercado.

Ley 26.940 - Regímenes Especiales de Promoción del Trabajo Registrado

La citada ley fue sancionada en el año 2014⁵, orientada a favorecer a las pequeñas y medianas empresas, y tuvo como objetivo promover la registración del empleo y generar nuevos puestos de trabajo, a partir de una reducción de las contribuciones patronales con destino al régimen de seguridad social. Dividió a los empleadores en dos universos, por un lado, los micro empleadores que tuvieran hasta cinco empleados, y por otro lado las empresas más grandes con un tope máximo de hasta 80 trabajadores.

⁴ Ley 25.300 – Sancionada el 16/08/2000; promulgada el 04/09/2000.

⁵ Ley 26.940 – Sancionada el 21/05/2014; promulgada el 26/05/2014.

Con distintas particularidades dependiendo del tipo de empleador de que se trate, en ambos casos el beneficio consistía en reducir en un porcentaje y por un período de tiempo las contribuciones patronales que se debían ingresar por cada trabajador incluido en este régimen.

Ley 27.264 - Programa de Recuperación Productiva

Sancionada en el año 2016⁶, esta ley instauró un tratamiento impositivo especial para los sujetos que encuadren en la categoría de Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, según los términos del artículo 1° de la ley 25.300.

Entre los beneficios impositivos podemos destacar: La exención en el impuesto a la ganancia mínima presunta, el cómputo de la totalidad de lo pagado por impuesto a los débitos y créditos en cuentas bancarias como pago a cuenta de ganancias, el diferimiento del pago del IVA (Impuesto al Valor Agregado) a dos meses del vencimiento original, y el fomento de las inversiones productivas mediante la posibilidad de computar el 10% del monto de la inversión como pago a cuenta del impuesto a las ganancias.

En cuanto al mercado de capitales, esta ley incorporó nuevas ventajas para las empresas Pymes, ampliando el universo de los sujetos emisores de obligaciones negociables al incluir a las Sociedades de Responsabilidad Limitada. También la nueva ley, en su art. 46, modifica al art. 3º de la Ley de Obligaciones Negociables, admitiendo que las emisiones de tales instrumentos puedan ser avaladas o garantizadas por Sociedades de Garantía Recíproca (SGR). Además, estableció que, en las sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada y cooperativas, la emisión de obligaciones negociables no requiera autorización de los estatutos y pueda decidirse por asamblea ordinaria.

Ley 27.349 – Ley de apoyo al capital emprendedor

La ley busca desafiar los obstáculos a la hora de crear una empresa y de acceder al mercado de capitales, desarrollando instrumentos alternativos para mejorar el acceso al financiamiento.

Los puntos más importantes de la ley en la materia son la creación del Fondo Nacional de Capital Emprendedor (FONDCE), a partir del cual se financiarán nuevos emprendimientos junto al sector privado, líneas de crédito a tasa cero para aquellos emprendimientos que estén en

⁶ Ley 27.264 – Sancionada el 13/07/2016; promulgada el 29/07/2016.

fase inicial de desarrollo, y la regulación de las plataformas de Financiamiento Colectivo o Crowdfunding.⁷

Ley 27.430 – Reforma Tributaria

Esta norma⁸ abarcó una reforma tributaria integral, destacándose para las pymes los cambios en cuanto a Impuesto a las ganancias, IVA, y régimen de seguridad social.

Ley 27.440 – Ley de Financiamiento Productivo

Se trata probablemente de una de las normas que más se orientó a apoyar a las Pymes, fundamentalmente a través del mercado de capitales.⁹

Destaco como el punto más importante de esta ley, la creación de la Factura de Crédito Electrónica, como nuevo instrumento negociable en el ámbito del mercado de capitales, y destinado a impulsar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas.

Otros aspectos a resaltar referidos al mercado de capitales, son:

- La modernización del régimen de obligaciones negociables y el régimen normativo de la Comisión Nacional de Valores. Se modifica su régimen y permiten la suscripción en moneda local, extranjera o en especie; entre otros cambios.
- Creación del cheque electrónico
- Derogaciones de artículos de la ley 26831 y modificaciones en fondos comunes de inversión, ley de sociedades y pagarés, contratos derivados, seguros, entre otros.

⁷ Ley 27.349 – Sancionada el 29/03/2017; promulgada el 12/04/2017.

⁸ Ley 27.430 – Sancionada el 27/12/2017; promulgada el 29/12/2017.

⁹ Ley 27.440 – Sancionada el 09/05/2018; promulgada el 11/05/2018.

CAPÍTULO II – FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES

Aguirre Sádaba (1992) define a la estructura de financiación como el mecanismo de obtención del dinero necesario para el financiamiento de la empresa y quiénes han de facilitarla; es decir que se compone de los recursos financieros, y de las distintas fuentes que lo proveen.

Asimismo, hay diversas teorías respecto a la estructura óptima de financiamiento que debería tener una empresa, y a la incidencia de tal composición en el valor de la misma.

Brealey, Myers, & Allen (2010) plantean que el propósito de mantener constante la decisión de presupuesto de capital de la empresa es separarla de la decisión de financiamiento. Bajo este supuesto, las decisiones serían independientes; no habría necesidad de asociar un proyecto de inversión con una fuente particular de efectivo. Sin embargo, otras veces, las decisiones de la estructura óptima de capital dependen del proyecto a ejecutar, o viceversa, y en ese caso las decisiones se deberán analizar en forma conjunta.

Bebczuc (2010) identifica algunas ventajas y desventajas en la decisión de buscar financiamiento externo. Como aspectos positivos destaca: que la posibilidad de endeudarse permite desarrollar proyectos productivos una vez que la capacidad de autofinanciamiento se ha agotado; que la empresa puede aprovechar la deducción impositiva de los intereses; y que la obligación de pagar la deuda, sumado al monitoreo de los acreedores, podría contribuir a la toma de decisiones más eficientes dentro de la empresa. En cuanto a las desventajas, se refiere al alto costo y breve plazo de la deuda en comparación con los fondos propios; a los conflictos de interés que pueden surgir entre accionistas y acreedores, y al hecho de endeudarse en términos nominales frente a ingresos variables.

Para las empresas no es indiferente financiarse con deuda a corto o largo plazo, de fuentes internas o externas, a través de proveedores, crédito bancario o en el mercado de capitales. En el caso de las Pymes en particular, dichas posibilidades se ven condicionadas también por otros factores, que nos obligan a analizarlas como un universo distinto al de las grandes corporaciones.

“El estudio de la estructura de financiamiento de las firmas, y del financiamiento de la inversión en particular, es resaltado por la literatura económica. Si bien los primeros estudios sobre la elección de una estructura de financiamiento óptimo datan desde la década de 1940,

el estudio de la composición del financiamiento se vio cuestionado con los aportes de Modigliani y Miller. Bajo los supuestos del modelo de Modigliani-Miller este análisis carecería de sentido económico, en tanto concluía que los cambios en la estructura de activos y pasivos no alteraría el valor de una firma. Así, toda política concerniente a la estructura de financiamiento se tornaría un hecho irrelevante, conforme afectaría solamente la distribución de la “torta corporativa” entre los accionistas, administradores y acreedores de la firma. En consecuencia, el valor de la firma dependería solamente de sus características “reales” (fundamentales) y no de la política de dividendos o del perfil de endeudamiento adoptado. El estudio de Modigliani y Miller tuvo gran difusión y se percibe como la base de las finanzas corporativas modernas.

La literatura subsiguiente planteó desvíos respecto al modelo original y con ello ha resaltado que el estudio de la estructura de financiamiento es de hecho relevante. Por ejemplo, estos mismos autores desarrollan un estudio posterior en 1963 donde corrigen y adaptan sus argumentos originales, introduciendo al análisis la existencia de impuestos que recaen sobre las utilidades de las personas jurídicas. En presencia de dichos impuestos, la estructura de financiamiento se tornaría relevante, ya que el ahorro fiscal procedente de la deducción impositiva del pago de los servicios de la deuda (intereses) induciría a las firmas a incrementar sus niveles de endeudamiento.

Los costos asociados a las dificultades financieras (ya sean contables, legales, administrativos, de quiebra o de reorganización de la firma, por citar algunos de los más importantes) constituyen otra de las líneas teóricas predominantes en la literatura financiera durante las décadas de 1960 y 1970. Existen, en este sentido, autores que creen irrelevante el estudio del tópico en cuestión, considerando que por su insignificante magnitud estos costos no deberían afectar al perfil de endeudamiento empresarial; mientras que otros investigadores sostienen que es crucial incorporarlos al análisis del nivel de endeudamiento óptimo de las empresas, en tanto en ciertas ocasiones pueden alcanzar proporciones considerables.” (Panigo, Pasquini, & Streb, 2007 – Pág 47)

Para cada estrategia de financiamiento, habrá una combinación ideal entre el tipo de necesidad de fondos, y la mejor fuente para obtenerlo. En consecuencia, analizaré las principales necesidades de financiamiento que surgen en las empresas, como también las diferentes opciones de crédito disponibles en el mercado.

2.1. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO

2.1.1. Nacimiento de la empresa

Se trata del capital necesario para constituir y poner en marcha una empresa. En la mayoría de los casos se realiza con el aporte de capital propio de los dueños o fundadores, ya que difícilmente se tenga acceso al crédito de terceros para iniciar un proyecto nuevo.

2.1.2. Desarreglos o ahogos financieros

Pueden tener origen en distintos inconvenientes, tanto internos como externos: atraso en el cobro a los clientes, erogaciones imprevistas, una mala gestión financiera, o incluso problemas a nivel general como una recesión en la economía. En general se buscan soluciones a corto plazo, acudiendo al apoyo de proveedores y al crédito bancario.

2.1.3. Expansión o nuevos proyectos

Comprende a las necesidades que surgen con el objetivo de expandir la empresa, ya sea mediante la compra de nuevos bienes de capital, maquinarias, inmuebles o emprender un nuevo proyecto de inversión. En estos casos normalmente se busca crédito a largo plazo y lo más probable es que se acuda al financiamiento externo, mediante crédito bancario, nuevos inversores, o a través del mercado de capitales. Asimismo, tendrán que analizarse factores determinantes, tales como la moneda en que se contrae la obligación, los costos impositivos, y la posibilidad de adecuar en el tiempo los desembolsos de dinero a los flujos de fondos que genere el proyecto.

2.2. FUENTES DE FINANCIAMIENTO

En la literatura podemos encontrar distintas clasificaciones de las fuentes de financiamiento, según sean internas o externas, si requieren o no la constitución de una garantía, o si se trata de compromisos a corto o largo plazo.

Desde el punto de vista del **origen** de los fondos, podemos identificar las siguientes:

2.2.1. Fuentes Internas

- Capital Propio
- Reinversión de Utilidades

Comprende a los fondos aportados por los dueños o fundadores de la empresa, ya sea para la constitución de la misma, para ampliar el capital o emprender nuevos proyectos. Se trata de la principal fuente de obtención de fondos, sobre todo en las empresas pequeñas. Al momento

del nacimiento del proyecto se presenta prácticamente como la única opción disponible. Sin embargo, cuando se trata de una empresa en marcha, que necesite financiar por ejemplo la expansión de su capacidad, se deberían analizar algunos factores que son de gran importancia, como la política de dividendos, la tasa de rentabilidad del nuevo proyecto, y el costo de oportunidad del capital.

- Incremento de Pasivos

Como ejemplo podemos citar los impuestos que se devengan mensualmente, las cargas sociales, las provisiones, etc.

- Venta de Activos

Comprende la venta de los bienes que posee la empresa (normalmente en desuso), tales como inmuebles, rodados o grandes maquinarias, para aplicar esos fondos a distintas necesidades.

2.2.2. Fuentes Externas

- Financiamiento de Proveedores

Una de las fuentes más usuales del crédito comercial la conforman los proveedores. Según Gerstenberg (1964), quienes proveen de mercaderías o servicios a las empresas, acostumbran a concederles condiciones de pago a corto plazo, ya sea como consecuencia de una estrecha relación comercial o como una estrategia de captación de nuevos clientes. Asimismo, por estos mismos motivos los acreedores comerciales pueden querer tomar voluntariamente un riesgo mayor en la concesión del crédito que un banco u otra institución prestadora.

- Instituciones Bancarias

La primera fuente externa de fondos a la que recurren las pequeñas empresas suele ser en el sistema bancario, ya sea desde la utilización del descuento de documentos, los giros en descubierto, hasta créditos a mediano y largo plazo.

Según Ferrer (2016) el crédito bancario tiene la ventaja de permitir mantener un mayor grado de control sobre el manejo de la empresa (a diferencia de lo que sucede con la venta de capital) además de otorgar acceso a otros servicios financieros. Sin embargo, dicha alternativa puede resultar la más costosa, particularmente en las etapas más tempranas de la empresa. Asimismo, es infrecuente que los bancos estén dispuestos a otorgar préstamos del volumen y plazo necesario para asegurar el rápido crecimiento del emprendimiento.

Cornide (2015) considera que el crédito bancario ha sido históricamente un recurso escaso, caro, y de corto plazo para las PYMES, dificultando el financiamiento de la inversión. Hace referencia a la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP), que creó el gobierno para resolver una de las problemáticas que más reclaman los empresarios del sector, y que lentamente ha ido reorientando los recursos bancarios hacia las PYMES.

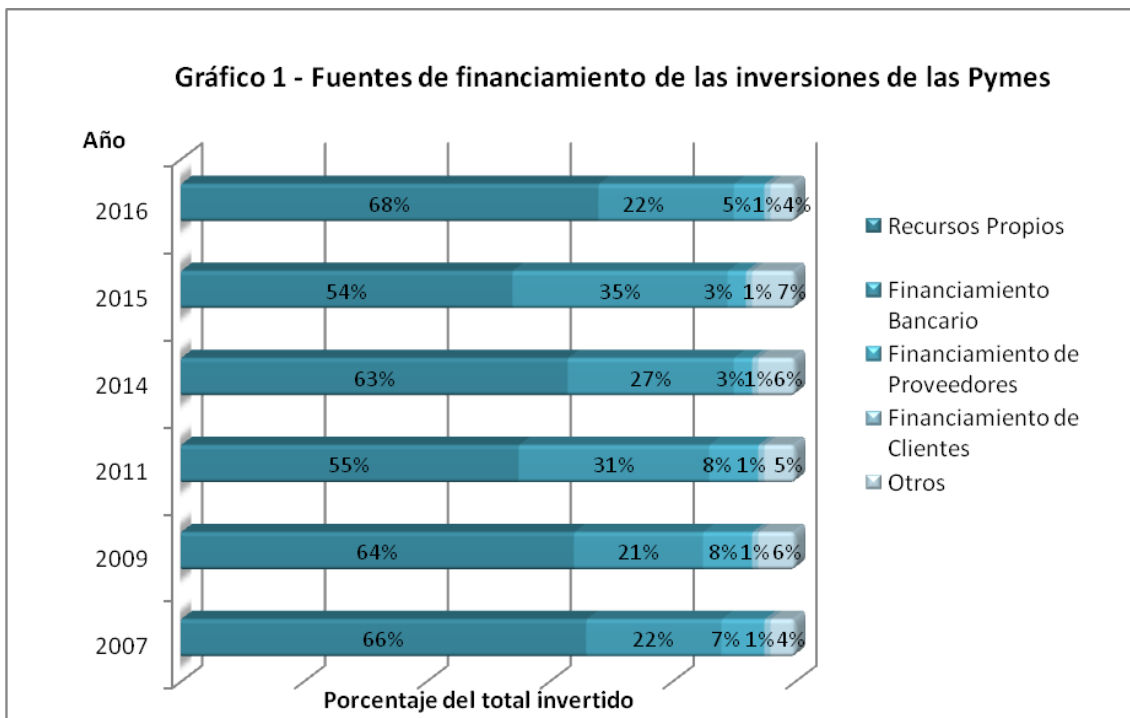
Esta línea de créditos obligó a los bancos nacionales y privados a destinar una parte de sus fondos a las PYMES, otorgando mayores plazos que los que se ofrecían en el mercado, y con tasas menores a la inflación. De cualquier manera, menciona al hecho de que más allá de las buenas condiciones ofrecidas, muchas empresas no han logrado acceder a este programa.

Un informe de la Fundación Observatorio Pyme (2017) indica que en 2016 el problema del financiamiento bancario para estas empresas se agravó con respecto a 2015, cayendo la participación de los bancos en el financiamiento del 35% del total de las inversiones al 22%. Como contrapartida, aumentó la participación de la autofinanciación del 54% al 68%.

Según este informe, la restricción financiera para el desarrollo que posee Argentina es similar a la de algunos de los países más desafortunados del planeta que carecen prácticamente de un sistema financiero capaz de movilizar el ahorro nacional hacia inversiones realizadas en su propio territorio. El nivel de intermediación bancaria en Argentina no superó nunca el 25% del PBI y en el año 2017 se situaba en el 14%, mientras que en países vecinos como Brasil y Chile alcanzaron el 62% y el 89% respectivamente. Debido al subdesarrollo del sistema financiero local, el sistema económico argentino crece por debajo de sus posibilidades.

La Fundación Observatorio PyME emitió su informe según los datos obtenidos a través de su Encuesta Estructural a Pymes industriales. Esta Encuesta se realiza con periodicidad anual y comprende 1.400 firmas cuya actividad principal corresponde a la Industria Manufacturera y cuya cantidad total de ocupados por empresa oscila entre 10 y 200 personas. La representatividad estadística de la encuesta se garantiza a nivel sectorial, regional y por tamaño.

En el año 2016, casi el 70% de las inversiones de las Pymes industriales fueron cubiertas con recursos propios, siendo el crédito bancario la segunda fuente más utilizada, como podemos observar en el Gráfico 1.



Fuente: Informe Especial Fundación Observatorio Pyme, 2017.

En esta década nunca el porcentaje de PyME que demandó crédito bajo las distintas modalidades (descubierto en cuenta corriente, leasing y créditos comerciales) superó el 40% del total. Son muchas las empresas que manifestaron directamente no haber solicitado créditos, y otras lo han hecho, pero no les fueron otorgados. Entre los principales motivos por los que no lo han solicitado, podemos enumerar:

- Tasa de interés elevada.
- La empresa considera que no cumple con los requisitos de los bancos.
- Plazos de devolución inferiores a los necesarios.

Según Ferrer (2016), la incertidumbre inherente a la actividad de las Pymes encarece y limita el volumen de crédito que pueden obtener por la vía bancaria dada la relativa aversión al riesgo que poseen estas entidades. En tal sentido, el mercado de capitales, al cual asisten inversores con un perfil más arriesgado, puede convertirse en un ámbito más apto a proveerlas de liquidez.

- Mercado de Capitales

El Mercado de Capitales conecta en forma directa a entidades y personas con excedentes de capital (inversores) con las empresas que necesitan fondos para el financiamiento de sus inversiones. En el mercado se negocian los llamados “valores negociables”, que son los

distintos instrumentos financieros, tales como cheques de pago diferido, pagaré bursátil, obligaciones negociables, acciones, participaciones en fideicomisos financieros, entre otros. En el siguiente capítulo desarrollaré en forma puntual cada uno de estos instrumentos.

Las herramientas financieras que ofrece a las Pymes el Mercado de Capitales buscan subsanar algunas de las deficiencias que presenta por ejemplo el crédito bancario, ofreciendo mejores tasas y plazos. Puedo mencionar como aspectos positivos:

- Tasas de interés menores a las entidades financieras.
- Posibilidad de adecuar el pago de la deuda a los flujos de fondos que genere la empresa.
- Menores costos de operación.
- Fácil acceso de las pequeñas empresas.
- Liquidez.

3.1. MARCO REGULATORIO

La Ley 26.831¹⁰, conocida como Ley de Mercado de Capitales, lo define como el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores.

La Comisión Nacional de Valores (CNV) es el organismo nacional encargado de la promoción, supervisión y control del Mercado de Capitales. Es una entidad autárquica bajo la órbita del Ministerio de Finanzas Públicas de la Nación Argentina. Actualmente el marco normativo que rige su funcionamiento está dado por la Ley N° 26.831 sancionada en el año 2012.

Dicha ley, en su Art. 2°, define a los Mercados como: “Sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores con el objeto principal de organizar las operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública, quedando bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores las actividades afines y complementarias compatibles con el desarrollo de ese fin.”

En el año 2018, se sancionó la Ley 27.440, conocida como Ley de Financiamiento Productivo, de impulso al financiamiento de Pymes. Esta norma modifica a la citada Ley de Mercado de Capitales, y en el mismo sentido introduce nuevos instrumentos, como por ejemplo la creación de la factura de crédito electrónica MIPYMES.

Como normas complementarias, específicas de algunos de los instrumentos financieros que veremos más adelante, podemos encontrar a la Ley 23.576 de Obligaciones Negociables, y a la Ley 24.083 de Fondos Comunes de Inversión.

3.2. INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE CAPITALES

3.2.1. PAGARÉ BURSÁTIL

El pagaré bursátil es un valor negociable que, del mismo modo que los cheques diferidos, se trata de una emisión de deuda.

¹⁰ Ley 26.831 de Mercado de Capitales - Sancionada el 29/11/2012; promulgada el 27/12/2012.

Según explica Schimmel (2017), el Pagaré Bursátil requiere siempre la participación de una Sociedad de Garantía Recíproca para el aval del mismo. Es un documento realizado por una empresa Pyme, librado a la orden y endosado por una SGR. Queda en custodia de una entidad aceptada por CNV, puede ser Caja de Valores o el Mercado Argentino de Valores y tanto la venta como la compra se realizan por intermedio de un agente de bolsa.

La Ley N° 26.831 amplía el concepto de valor negociable, permitiendo que nuevos instrumentos de financiamiento, como el pagaré, puedan ser negociados en el mercado de capitales.

Actualmente la participación de este instrumento en el total de valores es muy significativa, notándose un crecimiento sostenido de la misma desde el año 2018.

3.2.2. CHEQUES DE PAGO DIFERIDO

Se trata de uno de los instrumentos más utilizado por las Pymes, y probablemente el que funciona como puerta de ingreso de las mismas al financiamiento en el mercado de capitales.

Se hace referencia en el sitio web del Mercado Argentino de Valores, al cheque de pago diferido (CPD) como una orden de pago cuyo vencimiento opera con posterioridad a la fecha de su emisión. El plazo máximo para la fecha de pago de un CPD es de 360 días.

El sistema de descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa.

Representan una opción mucho más ventajosa que las metodologías tradicionales de descuentos de cheques, entidades financieras o en agentes financieros informales. Presenta ventajas tanto para el inversor (inversión garantizada, respaldo y seguridad, tasas interesantes) como para el vendedor del cheque (costos bajos, mejores plazos y menores exigencias).

Los CPD se negocian bajo el régimen de oferta pública en el Mercado de Valores donde la tasa de descuento resulta de la puja o negociación entre los inversores y tomadores de fondos interesados; se realiza mediante una subasta a descuento, en donde el inversor ingresa una oferta de tasa en términos anuales.

En el año 2019 comenzó la operatoria del cheque electrónico, también denominado Echeq. SE trata de un instrumento totalmente digital, que admite hasta 99 endosos.

Tanto el Cheque de pago diferido como el Echeq pueden ser negociados en el mercado de capitales y la única diferencia entre ellos, aunque no menor, es la cantidad de endosos.

La operatoria se encuentra regulada por el Reglamento Operativo de cheques de pago diferido de la Caja de Valores SA (RO 42000.01). Asimismo, cada Bolsa tiene su respectivo reglamento de cotización.

Según los enumera Rodríguez (2015), en el Mercado de Capitales los CPD pueden negociarse mediante tres sistemas:

3.2.2.1. Avalados:

Las Pymes, a través de la incorporación como socio partícipe a una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) autorizada a cotizar cheques en la Bolsa, pueden negociar los cheques de sus clientes. Las sociedades de garantía recíproca autorizadas por el Mercado podrán listar los cheques que tengan como beneficiarios a sus socios partícipes y garantizar el pago mediante el aval otorgado.

Caja de Valores es la entidad que se ocupa de custodiar los depósitos colectivos de valores negociables que se operan en los mercados asociados; es quien gestiona el cobro del cheque; ante cualquier dificultad de cobro, la SGR se transforma en el principal pagador abonando el monto comprometido. Para los inversores se trata de una operación muy segura.; sólo asumen el riesgo improbable de incumplimiento de la SGR. Por el lado de las Pymes, ofrece posibilidad de financiamiento con buenas tasas y de hasta un año de plazo; como ventaja adicional encontramos el hecho de que tanto el librador como la Pyme se mantienen en el anonimato.

3.2.2.2. Patrocinados:

Una empresa, que pueden ser sólo sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones -previa autorización del Mercado y habilitado por la Comisión Nacional de Valores (CNV)-, puede emitir cheques para que sean negociados en el mercado de capitales. Las empresas libradoras piden a la Bolsa que permita que se negocien sus CDP; el beneficiario lo endosa para ser depositado en Caja de Valores.

Los beneficiarios de los cheques tienen la posibilidad de hacerlos líquidos a un menor costo y con mayor agilidad que en instituciones bancarias. En este caso, los inversores de estos

cheques están invirtiendo tomando el riesgo de la empresa patrocinante, negociando la tasa requerida.

3.2.2.3. Directo:

La negociación directa de cheques es una operatoria que cuenta con cuatro diferentes modalidades designadas como segmentos:

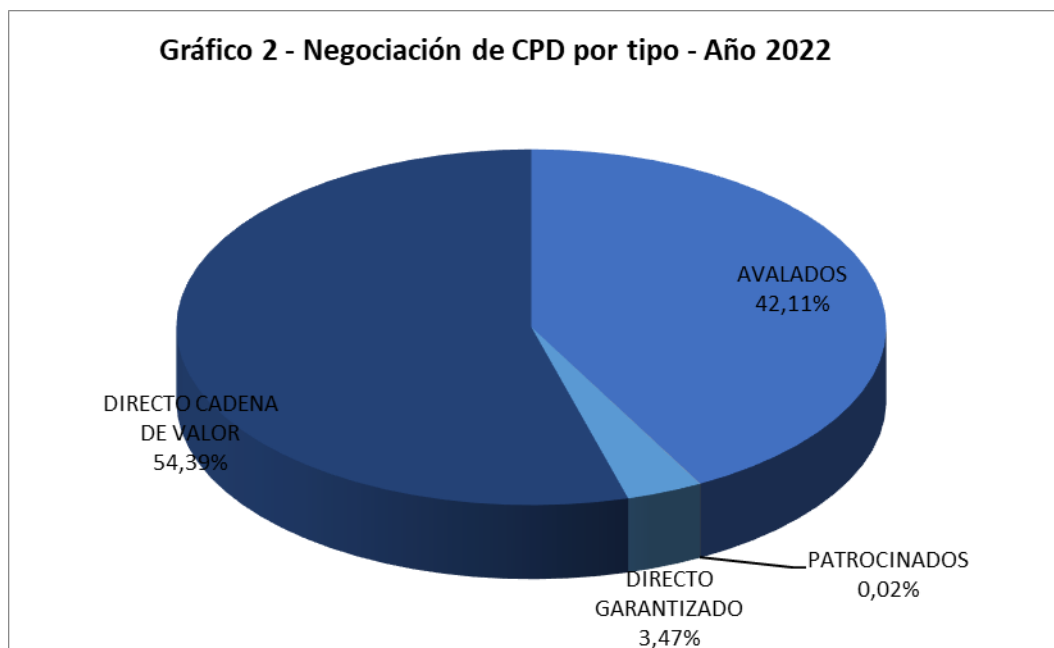
- Cheques no garantizados o cadena de valor: el comprador del CPD no cuenta con ninguna otra garantía de pago más que la solvencia del librador.
- Cheques Garantizados: la garantía del CPD a negociar es brindada por el Mercado de Valores, quien a su vez solicita contragarantías al Agente que introduce el cheque al Mercado para su descuento. Ante un eventual default de un cheque, el Mercado procede a su inmediato pago al inversor valiéndose de las garantías aportadas por el Agente.
- Con garantía de mercadería a través de un certificado Warrant: el librador o endosante de un CPD se constituye en deudor frente al comitente comprador o inversor, actuando el Warrant incorporado a la negociación como garantía de pago.
- Con garantía de la cesión de derechos crediticios derivados de Contratos de compraventa de granos modalidad Precio a Fijar.

Manteniendo la característica de un plazo máximo de 360 días el inversor puede decidir qué riesgo asumir; si el del Mercado, de un exportador de granos que compra mercadería a fijar precio, de la mercadería o solamente del librador del cheque.

Teniendo en cuenta la información que brinda el sitio web del Mercado Argentino de Valores¹¹, tomando las estadísticas de los informes mensuales allí publicados, se elaboró Gráfico 2 que compara la participación de cada segmento en el total negociado en el año 2022.

¹¹ Sitio Web MAV: <http://www.mav-sa.com.ar/research/cpd-y-pagares/mensual/>

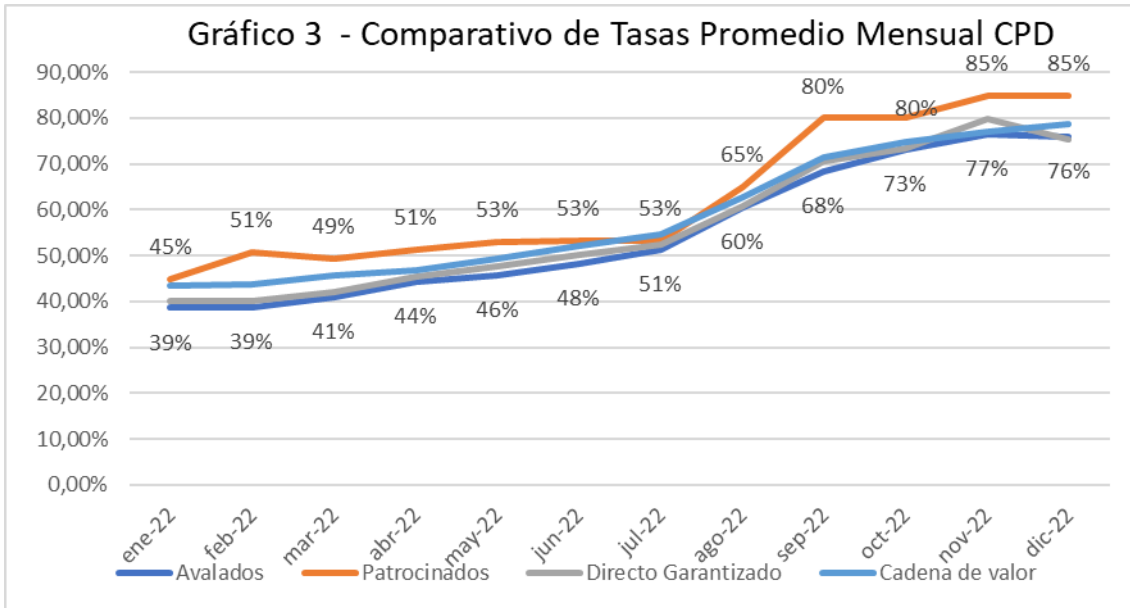
Gráfico 2 - Negociación de CPD por tipo - Año 2022



Fuente: Elaboración Propia según datos del MAV

Como se puede apreciar, el 54% correspondió al segmento cadena de valor, en el cual las empresas pueden descontar cheques cuyos libradores son empresas de primera y segunda línea. El segmento Avalado es el siguiente más elegido por las empresas que deciden negociar los cheques en el mercado de capitales. Se trata de un método de financiamiento de fácil acceso por parte de las Pymes, y a su vez el que ofrece los costos más bajos. De la comparación entre las tasas del mercado y del sistema bancario surge con claridad esta ventaja de financiarse a través de este sistema. El costo financiero total de los CPD, además de la tasa, incluye la comisión del agente de bolsa, y el aval que debe otorgar la SGR. Por otro lado, cabe destacar que mientras más altas sean las tasas, mayor es el spread que se observa entre el sistema bancario y el mercado de capitales.

Se elaboró el Gráfico 3 tomando la información disponible en los informes publicados por el MAV referente a las tasas anuales de cada segmento negociado en el año 2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAV

3.2.3. OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Las Obligaciones Negociables (ON), según lo define Gutiérrez (1998), son títulos valores que emiten las empresas que buscan financiarse para obtener fondos en el mercado de capitales; se trata de un empréstito emitido por una empresa en donde el inversor es el acreedor.

La emisora paga a los inversores (obligacionistas) el interés estipulado y el capital en la forma y plazo acordados. El capital de las obligaciones se devuelve generalmente en cuotas anuales o semestrales llamadas amortizaciones, y genera un interés que puede ser de tasa fija o variable, denominado pago de renta.

Existe también un tipo especial de ON que pueden ser convertidas en acciones de la sociedad emisora, conocidas como Obligaciones Negociables Convertibles.

Están reguladas por la Ley 23.576 de Obligaciones Negociables¹², que en su artículo 1° enumera a los entes que pueden emitirlas: las sociedades por acciones, las sociedades de responsabilidad limitada, las cooperativas y las asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero.

Como he mencionado en el Capítulo I de este trabajo, las sociedades de responsabilidad limitada fueron incorporadas en el año 2016, en el marco de nuevas medidas de incentivos a

¹² Ley 23.576 - Sancionada el 29/06/1988; promulgada el 27/07/1988.

las Pymes. Hasta ese momento sólo podían emitir Valores de corto plazo (VCP) que son obligaciones de un plazo menor a un año.

Ya en el año 1993, la Resolución 235/93 de la CNV tuvo medidas importantes en cuanto a simplificar el uso de esta herramienta por parte de las Pymes, eliminando algunos requisitos para la emisión de las ON Pyme, e incorporando la figura del “Inversor calificado”. Al respecto, la norma establece que esos títulos valores sólo podrán ser adquiridos por los inversores calificados.

3.2.3.1. PyME CNV Garantizada

“Con el objeto de promover el acceso al mercado de capitales de las Pymes, de generar nuevos instrumentos de inversión, y de fomentar la canalización del ahorro a la financiación de proyectos productivos y el desarrollo de economías regionales, la CNV dictó la Resolución General N° 696, que establece un régimen diferenciado para el acceso de las Pymes a la oferta pública.” (Silva, 2017)

La Resolución incorpora un nuevo régimen de obligaciones negociables de financiamiento a las Pymes así consideradas según las Normas de la CNV (las “Pymes CNV”), el cual se denomina “Pyme CNV Garantizada”, cuenta con todas las ventajas de las obligaciones negociables, conlleva menos requisitos de registración e información para la Pymes CNV, y simplifica el ingreso y la permanencia en el régimen de oferta pública.

Condiciones particulares de las ON emitidas bajo el régimen Pyme CNV Garantizada

- Monto máximo de emisión de UVA 10.000.000 o su equivalente en otras monedas;
- Las obligaciones negociables deben ser simples no convertibles en acciones, y estar documentadas a través de un certificado global;
- La emisión deberá encontrarse garantizada íntegramente por al menos una entidad de garantía; es decir contar con una garantía otorgada por sociedades de garantía recíproca, entidades financieras y/o fondos de garantía;
- En cuanto al mecanismo de colocación, podrán ser colocadas por subasta o licitación pública; y solo podrán ser adquiridas por inversores calificados. Cabe aclarar que este último requisito fue eliminado por la RG 761¹³ de la CNV, que libera a la Obligación Negociable PYME CNV

¹³ RG 761 CNV emitida el 06/09/2018. Adecuándose a los estándares internacionales se determinó el uso del criterio de nivel de inversiones en valores negociables y/o depósitos en entidades financieras -

GARANTIZADA para que sea adquirida por cualquier tipo de inversor, dado que estas ON están avaladas por terceros.

- Por último, Silva (2017) se refiere al deber de informar, en cuanto a que la Resolución establece que las Pymes que emitan ON bajo el régimen Pyme CNV Garantizada se encuentran exceptuadas de cumplir con el régimen informativo periódico dispuesto por las Normas de la CNV, deben presentar estados contables anuales (en vez de trimestrales), y su deber de informar hechos relevantes es más acotado.

¿Por qué conviene emitir Obligaciones Negociables?

La diferencia entre obtener financiamiento de un banco o a través del mercado de capitales es, principalmente, que el primero no está dispuesto a asumir riesgos, mientras que el segundo sí.

Lilo (2018), identifica una de las principales ventajas: la compañía puede obtener montos significativamente mayores, y a plazos más largos. Asimismo, otorga la posibilidad de adecuar la estructura temporal del empréstito en base a los flujos futuros de la compañía.

Particularmente en las Pymes, la emisión de ON las 'obliga' a hacer un trabajo previo de organización financiera/contable interna para cumplir con los requisitos de emisión, que a la larga termina redundando en una mejora en la organización interna de la empresa. Las exigencias del Mercado en lo referido a información que las empresas emisoras deben brindar las coloca en una especie de vidriera, teniendo acceso a mayor cantidad de inversores. Adicionalmente, abre la posibilidad de obtener una fuente habitual de financiamiento si la empresa adquiere una buena reputación por cumplimiento.

Por último cabe mencionar, a mi criterio, la ventaja más importante de este instrumento: la tasa de interés que las empresas emisoras abonarán a los inversores es menor al costo financiero de otros mecanismos de financiación similares.

3.2.3.2. El rol de las Entidades de Garantía

Las entidades de garantía cumplen un rol fundamental para la obtención de financiamiento de calidad con mejores condiciones gracias al aval que otorgan a las empresas.

en reemplazo del criterio patrimonial-, cuantificado en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA) a los fines de la clasificación como inversor calificado (mínimo requerido 350.000 UVA).

Si bien todas las entidades de garantía tienen por objeto principal el otorgamiento de avales a las MiPyMEs y un fondo para hacer frente a sus obligaciones, se las puede distinguir según el origen de sus fondos, sea privado o público. No prestan dinero sino que otorgan garantías a los acreedores de las empresas avaladas, logrando así que ellas tengan mejores condiciones de plazo y tasa de interés.

Por un lado están las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), que son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas (PyMES), a través del otorgamiento de avales (Ley 24.467). Para funcionar, la SGR conforma un fondo de riesgo que sirve como respaldo a las garantías emitidas en favor de las avaladas. Su estructura se compone de dos tipos de socios: partícipes y protectores.

Ese fondo lo conforman los socios protectores, personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que aportan dinero y tienen por ello beneficios impositivos y financieros. Por ejemplo, la posibilidad de deducir del impuesto a las Ganancias el aporte efectuado a la SGR, ya que al convertirse en socio protector el 100% del aporte al fondo de riesgo será deducible de ese impuesto en el ejercicio fiscal en el cual haya sido efectivizado. La Sociedad no podrá celebrar contratos de garantía con los socios protectores.

Sólo pueden ser Socios Partícipes de las SGR las pequeñas y medianas empresas, sean éstas personas físicas o jurídicas –suscribiendo acciones- con el objetivo de mejorar su acceso al crédito.

Límite Operativo. Las sociedades de garantía recíproca no podrán asignar a un mismo socio partícipe garantías superiores al 5% del total garantizado por cada SGR. Tampoco podrán asignar a obligaciones con el mismo acreedor más del 20% del total garantizado.

La existencia de las SGR le genera a las empresas una ventaja crediticia; es que al operar a través de una SGR las Pymes pueden conseguir mejores tasas de financiamiento dado que el mercado ve la operación como menos riesgosa.

Luego, se encuentran los Fondos de Garantía Públicos (FGP), que son fondos constituidos en el ámbito del estado nacional o provincial con el objetivo de otorgar garantías a MiPyMEs. El más importante de estos fondos es el Fondo de Garantías Argentino (FoGAR) que es administrado por el Estado Nacional. También hay muchos fondos provinciales, quienes limitan su actuación al otorgamiento de garantías a MiPyMEs dentro de su jurisdicción.

Por último, se encuentran las entidades financieras reguladas por el BCRA, autorizadas a otorgar avales en el mercado de capitales por la CNV.

3.2.4. FIDEICOMISOS FINANCIEROS PYME

La empresa que busca financiamiento puede separar de su balance un conjunto de activos ilíquidos (reales o financieros), un flujo de fondos futuros o un determinado proyecto de inversión, y cederlos a una figura financiera, que actuará como “vehículo” para constituir un patrimonio separado del de la empresa. Ese patrimonio será el respaldo de los valores negociables representativos de deuda o capital que emita el vehículo. Los fideicomisos financieros son la figura más utilizada por los agentes económicos.

Los activos financieros que comunmente se utilizan para ser transferidos a un fideicomiso, son los cupones de tarjetas de crédito, facturas, préstamos de consumo, flujos futuros de fondos de distinto origen, entre otros. La empresa accede a la posibilidad de financiarse sin emitir deuda.

Con el propósito de favorecer el desarrollo y crecimiento futuro de las pequeñas y medianas empresas, se creó la figura del Fideicomiso Financiero Pyme. En la misma línea, la CNV en su RG N° 655¹⁴, redefinió las características que tendrá un fideicomiso financiero pyme. La nueva normativa detalla que para que un fideicomiso sea considerado pyme, éste deberá cumplir al menos una de las siguientes condiciones:

- a) Que todos sus fiduciantes califiquen como Pymes CNV;
- b) Que en el caso de fiduciantes que no reúnan la condición de Pymes CNV, al menos el 70% del monto del activo fideicomitado, considerando su valor nominal, se encuentre conformado por derechos o créditos provenientes de operaciones celebradas con pymes;
- c) Que en las emisiones con pluralidad de fiduciantes, al menos el 70% del monto del activo fideicomitado, considerando su valor nominal, se encuentre conformado por derechos o créditos transferidos por el/los fiduciante/s que califiquen como Pymes CNV y/o por derechos o créditos provenientes de operaciones celebradas con Pymes CNV.

¹⁴ RG 655 CNV, emitida el 10/03/2016

3.2.5. FACTURA DE CRÉDITO ELECTRÓNICA

Como consecuencia de los avances tecnológicos y de las modificaciones regulatorias, han surgido una serie de instrumentos que van camino a convertirse en canales fundamentales para satisfacer la necesidad de capital de trabajo de las pequeñas y medianas empresas. Uno de ellos es la Factura de Crédito Electrónica (FCE), que entró en vigencia gracias a la Ley de Financiamiento Productivo, en enero del 2019.

En lo que refiere a crédito comercial, Calivari & Pentorari, (2019) señalaban que este nuevo instrumento viene a reemplazar a los comprobantes de ventas y facturas de crédito tradicionales. Estas, ahora con carácter de título ejecutivo, pueden ser negociadas y vendidas por las pymes en entidades bancarias o en el mercado de capitales, accediendo así a tasas más competitivas, producto de que el riesgo crediticio de la factura está asociado a la empresa deudora que cancelará dicha factura y no a la empresa que busca el financiamiento.

Los emisores de las FCE son las micro, pequeñas o medianas empresas, cuando le facturen a grandes empresas. También existe la posibilidad de que las Pymes opten voluntariamente por ser receptoras de este tipo de factura, debiendo inscribirse en el Registro de Facturas de Crédito Electrónicas.

La FCE se constituye en título ejecutivo no cartular; en el marco de operaciones comerciales entre partes contratantes domiciliados en el territorio nacional, con plazo para el pago superior a 30 días.

El cliente que recibe la factura tiene un plazo para rechazarla, según una lista de motivos estrictamente estipulados, y luego dentro del plazo de 30 días debe aceptarla o cancelarla (pago); de no hacerlo se considera expresamente aceptada. A partir de este punto, la Pyme puede optar entre esperar el plazo de vencimiento y cobrar a su cliente, o negociar la factura en el mercado de capitales.

3.2.6. FINANCIAMIENTO COLECTIVO (CROWDFUNDING)

Las plataformas de crowdfunding nacen en el ámbito privado, como una herramienta de ayuda para pequeños emprendedores y artistas. Podemos encontrar diversos proyectos, desde la creación de software, objetos de diseño, cine y hasta la edición de libros.

“El *crowdfunding* o financiación colectiva es un mecanismo colaborativo de financiación de proyectos. Conforme el nombre en inglés lo indica, el promotor del proyecto se pone en

contacto con las masas o “crowd” para financiar un determinado proyecto. Cada inversión individual generalmente representa un porcentaje pequeño de la financiación total. Dado que gran parte del éxito de esta forma de financiación descansa en la publicidad que se da al proyecto, las plataformas de financiación colectiva más importantes en la actualidad tienen soporte en internet por su alcance multitudinario y su bajo costo comparativo”. (Beller, 2018).

La Ley 27.349 del año 2017, conocida como Ley de Apoyo al Capital Emprendedor, toma esta figura para incorporarla al mercado de capitales argentino, como régimen especial de promoción para fomentar la industria de capital emprendedor. Según lo indicaba la norma, el Sistema de Financiamiento Colectivo tendría por objeto fomentar el financiamiento de la industria de capital emprendedor a través del mercado de capitales, debiendo la autoridad de aplicación establecer los requisitos a cumplimentar por quienes estén incluidos en dicho sistema. En tal sentido, en abril de 2018 la CNV reglamentó el novedoso Sistema de Financiamiento Colectivo, conocido como Crowdfunding.

Luego de esta primera regulación, surgieron algunas plataformas que buscaron captar el interés de inversores de diferentes perfiles.

En el mes de febrero del año 2022, con el objetivo de darle mayor impulso a esta novedosa herramienta, la CNV abrió la convocatoria a la presentación de propuestas para modificar las normas vigentes; sometió a consulta pública un proyecto de resolución que pretendía modificar el régimen de las plataformas de financiamiento colectivo (PFC) con el propósito de actualizar y desarrollar este instrumento en el mercado local. Finalizado este proceso, en noviembre de 2022 la CNV dictó la RG 942, en la que realiza modificaciones a la normativa de las PFC.

En dichas normas, se definió a los participantes, y se reglamentaron los puntos principales, a saber:

- Plataforma de financiamiento colectivo: deberán ser sociedades anónimas constituidas en la República Argentina, cuya razón social incluya la expresión “Plataforma de Financiamiento Colectivo”, o su sigla PFC, contemplen en su objeto social la actuación como PFC, cuenten con un patrimonio neto mínimo de 65.350 Unidades de Valor Adquisitivo (UVA), actualizables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) y estén debidamente inscriptas en un registro. Tendrán como objeto principal poner en contacto, de manera profesional y exclusivamente mediante portales web u otros medios análogos, a una pluralidad de personas

humanas o jurídicas que actúan como inversores con personas humanas o jurídicas que solicitan financiación en calidad de emprendedores de financiamiento colectivo.

- Responsable de plataforma de financiamiento colectivo: personas humanas designadas por los accionistas de la plataforma de financiamiento colectivo para el cumplimiento de los requerimientos exigidos por la CNV, actuando en representación de la plataforma de financiamiento colectivo. Su retribución no podrá estar vinculada a los resultados económicos o a la rentabilidad de la PFC, a los fines de garantizar su independencia.

- Emprendedor de financiamiento colectivo: persona humana o jurídica que presenta un proyecto de financiamiento colectivo con la finalidad de obtener fondos del público inversor para su desarrollo, conforme la reglamentación de la CNV.

- Proyecto de financiamiento colectivo: es el proyecto de desarrollo presentado por un emprendedor de financiamiento colectivo a través de una PFC y que solicita fondos del público inversor con la finalidad de crear o desarrollar un bien o servicio.

Los instrumentos emitidos por los emprendedores en el ámbito de la PFC están excluidos de los requisitos y exigencias del régimen de Oferta Pública.

El monto de emisiones acumuladas entre todos los instrumentos emitidos a lo largo de 12 meses por parte de un Proyecto no podrá superar el monto de UNIDADES DE VALOR ADQUISITIVO actualizables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) UN MILLÓN QUINIENTOS MIL (UVA 1.500.000)

- Mercado de reventa o secundario: la ley establece que una vez colocadas las acciones o participaciones de un proyecto de financiamiento colectivo, podrán ser vendidas por el inversor, a través de la misma plataforma de financiamiento colectivo en que las hubiere adquirido, mediante el mecanismo que disponga la CNV. En este sentido, la PFC deberá tener una sección dentro de su sitio o página web para la negociación secundaria exclusiva de los instrumentos que se hayan colocado a través de la misma; las operaciones sólo podrán ser de contado.

- Límites de inversión: Los inversores no podrán destinar dentro de un mismo año calendario, a la adquisición de instrumentos de Financiamiento Colectivo, más del 20 % de sus ingresos brutos anuales conforme el último ejercicio fiscal cerrado.

Además, ningún inversor podrá participar en más del 10 % de la suscripción de un Proyecto de Financiamiento Colectivo, o en un monto mayor a UNIDADES DE VALOR ADQUISITIVO actualizables por CER -Ley N° 25.827- ciento cincuenta mil (UVA 150.000), lo que sea menor. En caso de que se trate de un inversor calificado, según lo previsto en las Normas de CNV, solo aplicará el límite de inversión del 20 % por Proyecto de Financiamiento Colectivo.

- Período de suscripción: El período de suscripción de un Proyecto no deberá ser menor a los treinta (30) días corridos ni mayor a los ciento ochenta (180) días corridos

Lanús Ocampo (2017) enumera las distintas modalidades de financiamiento colectivo o crowdfunding, distinguiendo entre financiero y no financiero. Dentro del crowdfunding no financiero, se encuentran la modalidad contributiva y las recompensas (la recaudación de fondos con fines benéficos; donaciones; venta directa de bienes o servicios, etc.). Por el otro lado, como crowdfunding financiero, encontramos:

- Equity crowdfunding o de Capital: el inversor obtiene una participación en el capital de la empresa con un retorno a través de beneficios, rentas, acciones o participaciones de la firma. Si el plan no funciona, al no tener suficiente liquidez se puede perder toda la inversión; la única manera de conseguir salir de la inversión es vender la participación.

Cabe destacar que **la reglamentación de la CNV solo tiene alcance en el *crowdfunding de capital*.**

- Emisión de deuda: son préstamos de dinero financiado con capital privado.

- Royalties o participación: el fondeo se realiza a la espera de una parte de los beneficios de la empresa.

El Artículo 24 de la Ley 27.349, estableció lo siguiente:

Participación en un proyecto de financiamiento colectivo. Las únicas formas de participación de los inversores en un proyecto de financiamiento colectivo serán a través de:
i) La titularidad de acciones de una sociedad anónima (S.A.) o sociedad por acciones simplificada (SAS), teniendo en especial consideración en ambos casos aquellas sociedades que dentro de su objeto prevean adicionalmente generar un impacto social o ambiental en beneficio e interés colectivo;

ii) Adquisición de préstamos convertibles en acciones de una sociedad anónima (S.A.) o de una sociedad por acciones simplificada (SAS); y

iii) La participación en un fideicomiso.

En todos los casos, tales participaciones en un proyecto de financiamiento colectivo deberán ser concretadas online a través de una plataforma de financiamiento colectivo, con la finalidad de destinar fondos a un proyecto de financiamiento colectivo.

Perspectivas en el Mercado de Capitales Argentino

La modalidad de financiamiento en sí misma ha sido un éxito en todo el mundo. Incluso en nuestro país, gran cantidad de proyectos se han llevado a cabo gracias a estas plataformas. Entre otras, podemos encontrar a la plataforma *MIA*, que fue desarrollada por el Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva de la Nación, orientada a financiar emprendimientos científicos y tecnológicos; a *Airfunding*, muy popular y sumamente útil para casos solidarios y/o de beneficencia, y a *Ideame*, que se orienta a productos innovadores y proyectos en el ámbito del arte, cine, música, diseño, etc.

Las condiciones están dadas para que nuevos emprendedores vean en el mercado de capitales una oportunidad de crecimiento. Actualmente la mayoría de las plataformas de **crowdfunding** se encuentran en proceso de inscripción ante la CNV; Probolsa Capital e Inversiones PFC S.A fue la primera plataforma autorizada por la CNV para funcionar en nuestro país.

4.1. PARTICIPACIÓN HISTÓRICA Y ACTUAL DE LAS PYMES EN EL MERCADO DE CAPITALS

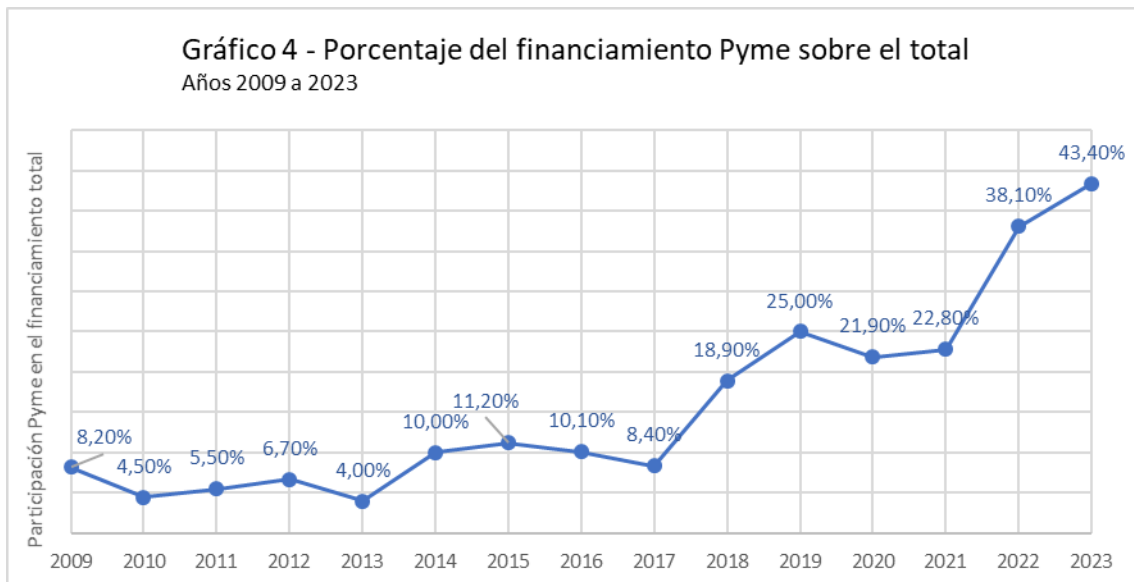
A continuación, comparto algunas cifras referentes a la evolución del financiamiento de las MiPyMEs en el Mercado de capitales, instrumentos más utilizados, y grado de participación, desde el año 2009 a la actualidad.

El financiamiento total en el mercado de capitales a lo largo del año 2023 fue de \$4.802.014 millones; de los cuales el financiamiento PyME acumulado durante el 2023 alcanzó los \$2.228.062 millones, monto 268% mayor al del año 2022. (CNV, 2024)

Los años 2022 y 2023 fueron los que evidenciaron mayor crecimiento, incluso superando los índices de inflación.

Otro dato sumamente relevante es que en el año 2023 el Mercado Argentino de Valores generó financiamiento para las 23 provincias del país.

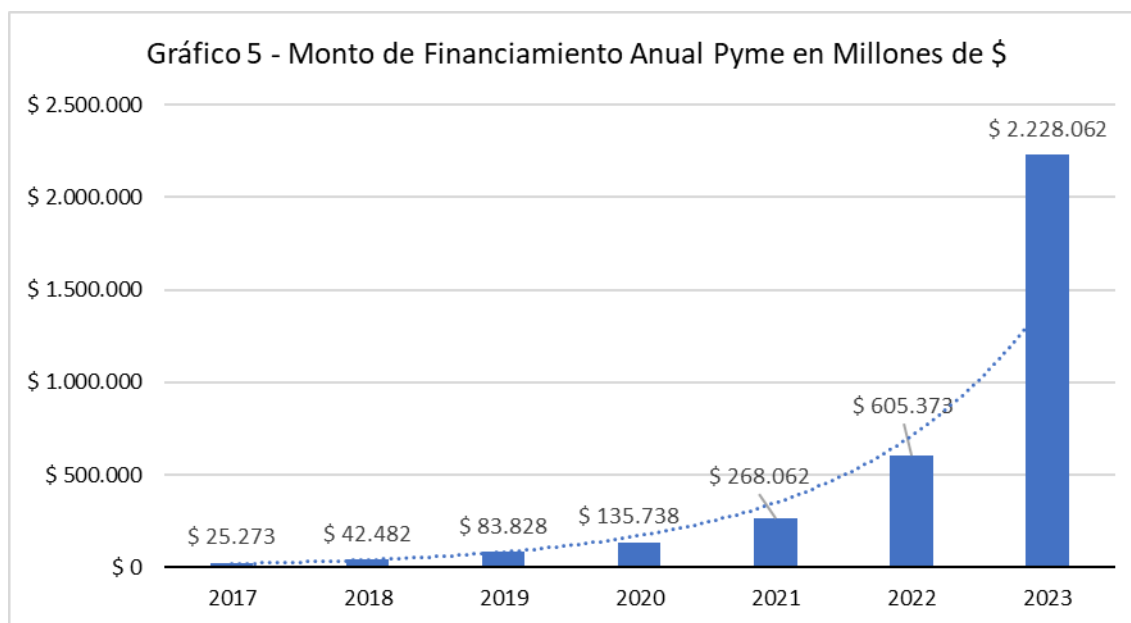
El Gráfico 4 exhibe el monto obtenido por las PyMEs como porcentaje del total del financiamiento en términos anuales en el mercado de capitales. Durante el 2023 se observa una participación de 43,4%; la mayor de la historia.



Fuente: Elaboración propia en base a Informes anuales de CNV años 2018 a 2023.

En la misma línea, el monto de MiPyMEs asistidas por Sociedades de Garantía recíproca aumentó considerablemente en los años 2020 y 2021. El fuerte crecimiento se atribuye a la inclusión del Echeq, de gran utilidad en los primeros meses de pandemia por Covid 19.

Asimismo, en el Gráfico 5 se puede observar el crecimiento en el monto de financiamiento obtenido.

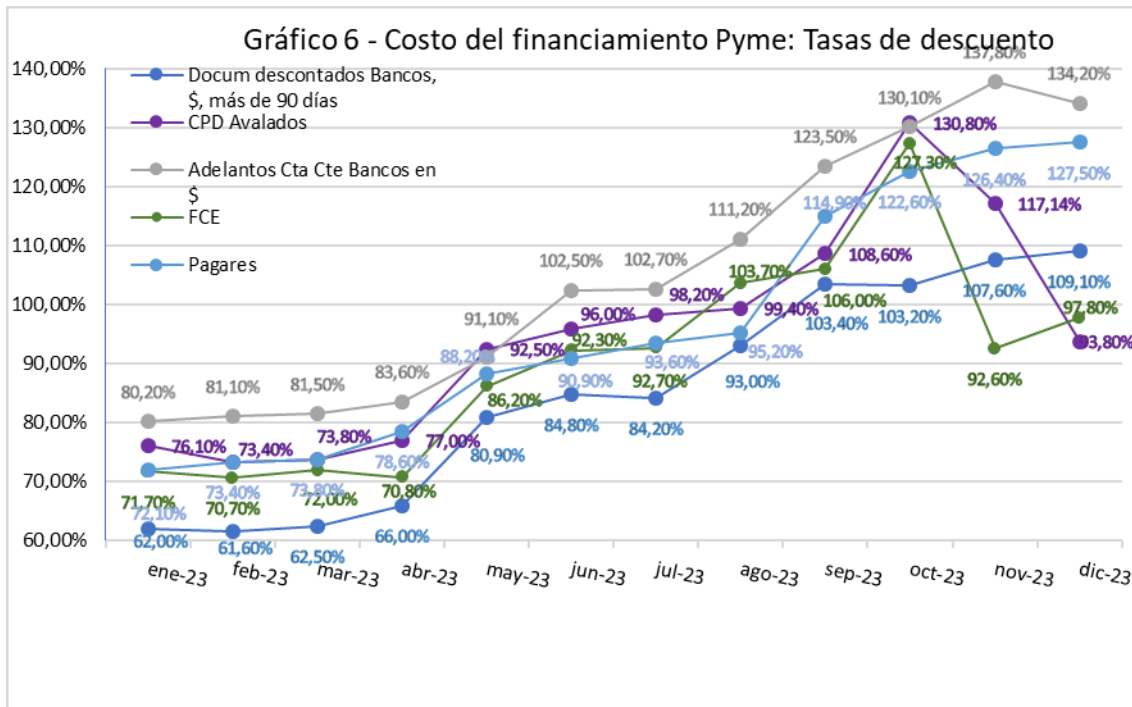


Fuente: Elaboración propia en base a Informes anuales de CNV años 2018 a 2023.

En cuanto a los instrumentos más elegidos, en el año 2023 se revirtió una tendencia sostenida en los últimos años. Hasta el año 2022 inclusive, el cheque de pago diferido fue el instrumento con mayor participación. En el año 2023 el pagaré acaparó el 66% de los recursos, por un monto de \$1.461.107 millones, contra los \$620.382 millones del CPD.

El uso de la Factura de Crédito Electrónica viene creciendo a paso firme y de a poco comienza a consolidarse como una alternativa de financiamiento ágil y dinámica. En el primer semestre del año 2023 se negociaron un 42% más de FCE que en el mismo período del año anterior. Las plataformas de negociación han sido un factor fundamental para el desarrollo de este instrumento, concentrando las mismas más del 80% del volumen operado.

En el Gráfico 6 expongo un comparativo de las tasas mensuales de cada instrumento negociado, en el año 2023.



Fuente: Informe “Financiamiento en el Mercado de Capitales” Diciembre 2023 – CNV

4.2. CONCLUSIONES

El financiamiento a través del mercado de capitales puede ser un gran complemento para las MiPyMEs, que a menudo tienen una cuota en el sector bancario que no se adapta a sus necesidades financieras.

El desconocimiento de las herramientas financieras que brinda el mercado y de su funcionamiento, es la principal barrera que encuentran estas empresas; ya que a lo largo del desarrollo de este trabajo no he identificado desventajas del financiamiento en el mercado de capitales. En este sentido, resulta sumamente importante el rol de todos los actores del mercado en cuanto a políticas de difusión y educación financiera.

Las estadísticas de los últimos años demuestran que son cada vez más las MiPyMEs que se financian en el mercado de capitales, pero aún hay mucho más potencial para desarrollar.

El desafío para los próximos años es que nuevas empresas pierdan el miedo y se animen a experimentar nuevas oportunidades; de hecho, para utilizar los instrumentos de financiamiento no es necesario un conocimiento técnico específico, sino que se puede contar con el asesoramiento tanto de los agentes de negociación como de las entidades de garantía,

que son fundamentales a la hora de avalar las operaciones y cuentan con experiencia en la materia.

Vale la pena hacer el esfuerzo de “preparar” a la empresa para el ingreso al mercado de capitales. Una empresa que está presente en el mercado adquiere un plus de valor sobre otras que no lo estén. Sus procesos, controles internos e información contable y de gestión han mejorado. Al mismo tiempo, a medida que la empresa posea historial de cumplimiento de pagos podrá acceder a mejoras en las tasas de financiamiento, produciendo un círculo virtuoso y menores costos para sus proyectos.

En términos de cantidad de empresas, a la actualidad unas 30.000 PyMEs utilizaron el mercado de capitales para financiarse. Esto representa alrededor del 5% del total de empresas PyMEs existentes en la Argentina y, por lo tanto, una gran oportunidad para el crecimiento de este mercado.

Los últimos dos años arrojaron cifras muy alentadoras; el financiamiento PyME acumulado durante el 2023 alcanzó los \$2.228.062 millones, monto 268% mayor al del año 2022.

Las condiciones están dadas para que el crecimiento sostenido de los últimos años continúe de manera progresiva. Existe un mercado de capitales dinámico y consolidado, un sistema de garantías para brindar mayor seguridad a las operaciones, hay diversos instrumentos de corto, mediano y largo plazo desarrollados y disponibles, y hay inversores con gran liquidez dispuestos a volcar sus fondos al sistema.

La clave estará en seguir impulsando el desarrollo, de modo tal de canalizar el ahorro privado al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas, resultando el mercado de capitales el vehículo principal para ese objetivo.

BIBLIOGRAFÍA

- Referencias Bibliográficas

Aguirre Sádaba, A. (1992). *Fundamentos de Economía y Administración de Empresas*. Madrid: Pirámide.

Bebczuc, R. (2010). *Acceso al financiamiento de las Pymes en Argentina: estado de situación y propuestas de política*. Santiago de Chile: Naciones Unidas - Cepal.

Beller, R. W. (2 de Marzo de 2018). *Marval O'Farrell Mairal*. Recuperado el 11 de Septiembre de 2019, de <https://www.marval.com/publicacion/crowdfunding-13154>

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. México: McGraw-Hill.

Calivari, J. I., & Pentorari, B. (2019). *Financiamiento PYME en la era digital*. Rosario: Bolsa de Comercio de Rosario.

CNV. (18 de Enero de 2024). Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/cnv>

Cornide, O. (2015). Financiamiento PYMES. *Espacio Came - La Nación* , 1-3.

Ferrer, N. (2016 - N° 1760). Un pequeño gran problema: el acceso de las Pymes a financiamiento. *Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario* , 13-18.

Fundación Observatorio Pyme. (2017). *Necesidades y fuentes de financiamiento en Pymes industriales*. Buenos Aires.

Gerstenberg, C. W. (1964). *Financiamiento y Administración de Empresas*. México, DF: Compañía Editorial Continental.

Gutiérrez, P. F. (1998). *Los fideicomisos y las obligaciones negociables*. Mendoza: Ediciones Jurídicas Cuyo.

Lanús Ocampo, M. C. (19 de Abril de 2017). Financiamiento colectivo (crowdfunding) de la mano de nuevas tecnologías. *La Ley*, págs. 5-8.

Lilo, S. (2018). Qué deben tener en cuenta las empresas antes de emitir obligaciones negociables. *Apertura* .

Marcó del Pont, M., & Heller, C. (2009). *El sistema de garantías argentino: una década de experiencia a favor de las Pymes*. Buenos Aires: ABAPPRA.

Mercado Argentino de Valores. (s.f.). <http://www.mervaros.com.ar>. Recuperado el 9 de Enero de 2019, de <http://www.mervaros.com.ar>

Panigo, D., Pasquini, R., & Streb, M. L. (2007). Estructura de Financiamiento de la Inversión en Empresas con Oferta Pública de Acciones. Argentina (1994-2004). I Parte. *Ejecutivos de Finanzas*, 47.

Rodríguez, M. L. (5 de Mayo de 2015). *Rosario Finanzas*. Recuperado el 17 de Enero de 2019, de <https://www.rosariofinanzas.com.ar/mercado-de-capitales-instrumentos-de-financiamiento-e-inversion-para-cada-necesidad/>

Schimmel, W. (10 de Febrero de 2017). *Rosario Finanzas*. Recuperado el 18 de Febrero de 2019, de <https://www.rosariofinanzas.com.ar/pagare-bursatil-instrumento-de-inversion-en-dolares/>

Silva, R. (30 de Junio de 2017). *Marval, O'Farrell & Mairal*. Recuperado el 28 de Febrero de 2019, de <https://www.marval.com/publicacion/pymes-obligaciones-negociables-pyme-cnv-garantizada-13007>

Tapia, G. N. (2013). Sociedades de Garantía Recíprocas: un camino para acceder al financiamiento de las Pymes. *Enfoques*, N° 68, Julio.

- Bibliografía

Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2006). *Metodología de la investigación*. México: Mc Graw-Hill Interamericana.

Sabino, C. (1994). *Cómo hacer una tesis*. Caracas: Panapo.