

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA**

**CARRERA DE POSGRADO  
MAESTRÍA EN FINANZAS**

**Tema: Análisis de las herramientas de financiamiento para empresas argentinas en 2018.**

**Autor: C.P. Huayra Camargo, Cristian Abelardo.**

**Director: Mg. Alberio, Sebastián.**

**Octubre 2020**

**Resumen:** en la actualidad las empresas argentinas cuentan con una variedad de alternativas de financiamiento. En el 2018, debido al contexto económico local e internacional, el acceso al crédito por parte de las empresas argentinas fue una de las principales dificultades para su desarrollo. El presente trabajo de tesis busca analizar las alternativas de financiamiento que tuvieron las empresas en la Argentina durante el año 2018.

**Palabras clave:** Alternativas de financiamiento – Herramientas de financiamiento para empresas argentinas - Emisiones mercado de capitales 2018 – Fideicomisos financieros – Obligaciones negociables – Préstamos financieros.

## INDICE

<b>Introducción</b> .....	4
<b>Capítulo I:</b> Antecedentes de las alternativas de financiamiento para empresas. 5	
Mercado de Capitales .....	5
Institución Bancaria.....	9
<b>Capítulo II:</b> Herramientas de financiamiento en Argentina durante 2018. ....	14
Instrumentos del Mercado de Capitales .....	14
Emisión de Acciones .....	14
Emisión de Obligaciones Negociables .....	20
Emisión de Fideicomisos Financieros .....	37
Negociación de Cheques de Pago Diferido .....	54
Negociación de Pagarés.....	60
Instrumentos de Instituciones Bancarias.....	66
Préstamos Bancarios.....	66
Descuento de Cheques de Pago Diferido. ....	72
Arrendamientos Financieros – Leasing.....	75
<b>Capítulo III:</b> Herramientas de financiamiento posterior al 2018 en Argentina ...	80
Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs.....	80
Cheque Electrónico (ECHEQ).....	82
<b>Capítulo IV:</b> Conclusiones.....	85
<b>Bibliografía</b> .....	90

## **Introducción**

En Argentina se han desarrollado varios instrumentos de financiación para Grandes, y Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES). Entre algunas de las opciones a las que pueden acudir las empresas, podemos nombrar: las emisiones en el Mercado de Capitales, préstamos bancarios, leasings, entre otros.

A causa del contexto económico local e internacional ocurrido durante el año 2018, el acceso al crédito fue una de las principales dificultades para las empresas locales. Esta limitación, produjo una baja en la producción y consecuentemente una ralentización de desarrollo económico del país.

El presente trabajo de tesis busca analizar las alternativas de financiamiento que tuvieron las empresas en la Argentina durante el año 2018. Adicionalmente, se muestra información del financiamiento adquirido por las empresas a lo largo de dicho año, a través del Mercado de Capitales e Instituciones Bancarias.

La estructura de este trabajo de tesis se encuentra dividida en 4 capítulos, centrándose en: la historia las distintas herramientas de financiamiento para empresas; descripción y análisis de los instrumentos de financiamiento durante el 2018; breve mención a las nuevas herramientas de financiamiento posterior al 2018; y conclusiones sobre el acceso a los instrumentos de financiamiento durante el año bajo análisis, teniendo en cuenta el contexto económico.

## **Capítulo I: Antecedentes de las alternativas de financiamiento para empresas.**

A lo largo de la historia, se han desarrollado distintos instrumentos financieros, los cuales las empresas argentinas han utilizado para poder hacerse de la liquidez necesaria para su ciclo operativo y crecimiento.

Comenzando con una clasificación de los fondos que las empresas pueden obtener para poder desarrollar su actividad, Allami y Cibils (2011) realizan una distinción entre los fondos provenientes de fuentes internas (utilidades retenidas) y los de fuentes externas (sistema bancario, Mercado de Capitales y créditos comerciales de proveedores). Al centrar el análisis en la financiación externa, Salloum y Vigier (1997), señalan que el sistema bancario se incluye dentro del Mercado de Dinero, en la que se conciertan operaciones de corto plazo, y distinguen al Mercado de Capitales como el lugar en donde se pactan operaciones de largo plazo.

### **Mercado de Capitales**

El Mercado de Capitales es el lugar donde unidades superavitarias y deficitarias de fondos se encuentran para intercambiar activos financieros.

La Bolsa de Comercio (institución donde se realizan las operaciones concernientes al Mercado de Capitales), explica Brull (2007), tuvo origen como institución sobre finales del siglo XV en las ferias medievales de la Europa Occidental, donde se inició la práctica de las transacciones de valores mobiliarios y títulos. El término “bolsa” surgió en Brujas, Bélgica, producto de la familia de banqueros Van der Bursen, en cuyo palacio se organizaba un mercado de títulos de valores. En 1460 se creó la Bolsa de Amberes, la primera institución bursátil en sentido moderno. “Tras la llegada a América y la apertura al tráfico de las rutas marítimas del norte de Europa, Amberes era una ciudad de primer orden. Por Amberes pasaban con destino a América, a través de Cádiz y Lisboa, los productos de la industria textil de Holanda y Alemania, las mercancías suecas y hasta las rusas. También en Amberes se distribuía para toda Europa el oro traído por los españoles de México y Perú, y por los

portugueses de la costa occidental de África y de Brasil. Con el descubrimiento de las minas de plata de Potosí, también la plata era distribuida desde Amberes. En principio se negociaban sólo mercancías, mientras que la negociación de activos financieros era accesoria” (Pérez Ramírez, 2011, pág. 82).

Pérez Ramírez (2011) explica que debido a una sublevación reprimida, a partir de 1568 los comerciantes fueron emigrando a lugares más seguros, ocupando Ámsterdam el lugar de Amberes, y de este modo, dando paso a la creación de la *Ámsterdam Bourse* años más tarde. “Posteriormente se creó la Bolsa de Londres en 1570, en 1595 la de Lyon, Francia y, en 1792 la de Nueva York, siendo ésta la primera en el continente americano” (Brull, 2007, pág. 13)

Allen y Gale (1994) afirman que las **acciones** y **bonos** fueron creados durante el siglo XVI, y que posteriormente, en 1611, se creó Ámsterdam Bourse a modo de que las operaciones sean más organizadas. Las primeras acciones fueron emitidas por *The Russian Company*, fundada en 1553, mientras que los primeros bonos se emitieron en 1555 por el gobierno francés; durante el mismo siglo aparecieron las acciones preferidas y bonos convertibles.

Pérez Ramírez (2011) explica que en 1612 los administradores de la Compañía Holandesa de Indias Orientales (*Vereenigde Oostindische Compagnie* - VOC) plantearon al gobierno holandés la no obligación de publicar balances y resultados, y adicionalmente, la no liquidación de la VOC tal como se había previsto al momento de su creación (plazo de 21 años). Esta aceptación significó que los accionistas que querían recuperar su inversión, no tenían otra alternativa más que vender sus acciones a otro inversor.

La emisión de fideicomisos o **securitización** de activos, tuvo sus orígenes en torno a 1938 en los Estados Unidos. “La Asociación Federal Nacional Hipotecaria (*Federal National Mortgage Association* - FNMA) inició el mercado de securitización desarrollando un título garantizado por préstamos hipotecarios para la vivienda, de esta forma se incentivaba a las Entidades Financieras a otorgar ciertos préstamos hipotecarios para la vivienda que se

financiaban con la emisión de títulos respaldados por dichas hipotecas y garantizadas por el gobierno” (Temño Aguirre, 2007, pág. 29).

En lo referente a Argentina, la Federación Iberoamericana de Bolsas (2017) describe que la primer Bolsa de Comercio en fundarse en Argentina fue en 1854, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. La primera sede bursátil fue en una casa propiedad de la familia del General José de San Martín, en donde se efectuaban transacciones en onzas de oro. A partir de 1856 comenzaron a negociarse acciones de sociedades anónimas. Debido al crecimiento, en 1862, se inauguró el primer edificio propio, hoy edificio anexo del Banco Central de la República Argentina.

En julio de 1968 se sancionó la ley N° 17.811, “Ley de Oferta Pública”, rigiendo a partir del 1 de enero de 1969, “con el objetivo de lograr protección del público inversor y la creación de condiciones de seguridad y confianza que impulsen la difusión de la propiedad de títulos valores, con los controles jurídicos necesarios” (Echavarría, 2009, pág. 15).

A su vez, la ley N° 17.811 crea a la Comisión Nacional de Valores (CNV), actualmente es el “organismo nacional encargado de la promoción, supervisión y control del Mercado de Capitales. Es una entidad autárquica bajo la órbita del Ministerio de Economía de la Nación Argentina. Tiene como misión proteger a los inversores y promover el desarrollo de un Mercado de Capitales transparente, inclusivo y sustentable que contribuya al progreso económico y social del país. El accionar de la Comisión Nacional de Valores se proyecta sobre las sociedades que emiten títulos valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de títulos valores y sobre los intermediarios en dichos mercados. También incluye la oferta pública de contratos a término, de futuros y opciones, sus mercados y cámaras de compensación e intermediarios” (Comisión Nacional de Valores Republica Argentina, 2018).

La ley N° 17.811 estableció la definición de Oferta Pública, “se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades

dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión” (Artículo 16 Ley N° 17.811, 1968).

Echeverría (2009) expresa que desde la vigencia del Plan de Convertibilidad, el Mercado de Capitales argentino fue mejorando su funcionamiento, dando lugar a la aparición de nuevo instrumentos, reducción de costos de instrumentación, internacionalización del Mercado de Capitales, defensa a la transparencia, incorporación de nuevas empresas en la bolsa, entre otros.

En diciembre de 2012 se promulgó la ley N° 26.831, “Ley de Mercado de Capitales”, derogando, de esta forma, varios artículos de la ley N° 17.811. La nueva ley tuvo por “objeto la regulación de los sujetos y valores negociables comprendidos dentro del Mercado de Capitales, sujetos a la reglamentación y control de la Comisión Nacional de Valores” (Artículo 1 Ley N° 26.831, 2012). Paolantonio (2012) explica que el principal ajuste a la norma anterior, fue con respecto a la estructura institucional del Mercado de Capitales. Se eliminó la autorregulación del mercado, hasta ese momento, en manos de instituciones del Mercado de Capitales con potestad de creación normativa y supervisión de su aplicación. La Comisión Nacional de Valores, a partir de la ley N° 26.831, es quien tiene como función directa e inmediata supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a los sujetos bajo su competencia, y aprobar cualquier normativa de carácter general dictada por los mercados y revisar sus decisiones de oficio o a petición de parte.

García Medán (2017) resalta que otro punto importante de la ley N° 26.831 fue la desmutualización de los mercados de capitales. Anterior a la ley de diciembre de 2012, para que un Agente de Bolsa pueda participar en los mercados necesitaba ser accionista del mercado donde iba a operar, y ser socio de la bolsa de comercio a la cual estuviera adherido ese mercado. Con la promulgación de la “Ley de Mercado de Capitales”, se elimina este requisito para los Agentes de Bolsa, dando lugar a un aumento en la cifra de operadores.

En mayo de 2018 se promulgó la ley N° 27.440, “Ley de Financiamiento Productivo”, modificando varios artículos de la ley N° 26.831, así como también las leyes N° 24.083 (Fondos Comunes de Inversión), N° 23.576 (Obligaciones Negociables), N° 20.643 (Desgravaciones Impositivas – Caja de Valores), entre otras. Principalmente, esta ley establece un impulso al financiamiento de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). Entre los aspectos más relevantes a destacar, en los primeros artículos se desarrolla la figura de “Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs”, como herramienta financiera para ser negociadas en el Mercado de Capitales.

### **Institución Bancaria**

“Los Bancos son los que reciben los depósitos de las personas físicas (privados) y jurídicas (Empresas Privadas y/o Empresas Públicas).” (Brull, 2007, pág. 9)

Weatherford (1997) explica que durante el siglo XIV, al norte de Italia, surge un sistema de bancos privados comprendido por familias de las ciudades-estados de Pisa, Florencia, Venecia, Verona y Génova. Esta red bancaria italiana se extendió pronto desde Inglaterra al mar Caspio, y financiaba misiones comerciales a todo lo ancho del mundo.

Weatherford (1997) agrega que en razón de sus actividades financieras, los mercaderes italianos se trasladaban a los mercados y ferias de toda Europa. Como otros mercaderes y vendedores, disponían de mesas o largas banquetas en las que, no sólo negociaban sus bienes, sino que cambiaban moneda, hacían empréstitos y prestaban otros servicios financieros. El término moderno “banco” proviene de la forma en que estos comerciantes de dinero realizaban sus negocios. Significaba “mesa” o “banco”, el soporte que literalmente confirmaba la base de sus operaciones en las ferias. Del italiano, los términos *bank*, *banco* y *banque* se difundieron rápidamente a todo el mundo.

“Los italianos no inventaron la letra de cambio, pero le dieron un uso nuevo y más rentable. Una **letra de cambio** es un documento escrito que

dispone el pago de cierta cantidad de dinero a cierta persona en determinado momento y lugar. La denominación latina de este documento es *cambium per letras*, que significa “cambio a través de documentos o letras escritas”. La transacción era la venta de un tipo de dinero por alguno de otro tipo, que se le pagaba al individuo en otra moneda, en alguna fecha próxima y especificada.” (Weatherford, 1997, pág. 111).

Weatherford (1997) destaca que las monedas eran pesadas, difíciles de transportar, fáciles de sustraer y a menudo falsificadas. El uso de letras de cambio solucionó esta incomodidad de las monedas y la dificultad de negociar con ellas en grandes volúmenes, dando lugar a una nueva modalidad de dinero, circulando entre los mercaderes como una suerte de papel moneda. Las letras de cambio en sí se transformaron en dinero al circular hacia terceras partes, en más o menos la misma forma en la que hoy circula el dinero en billetes. Las letras circularon por toda Europa como un tipo especializado de divisa en papel aceptada por los mercaderes en los principales centros comerciales del continente.

“En la fase más temprana de la banca, una persona podía depositar o retirar dinero sólo si acudía en persona ante el banquero, quien entregaba el dinero con sólo solicitárselo verbalmente el depositante. Los retiros con documentos se consideraban demasiado riesgosos, puesto que un requerimiento de esa índole era fácilmente falsificable, a menos que el individuo apareciera en persona ante un funcionario del banco que después pudiera servir de testigo. No fue sino hasta finales del siglo XIV que aparecieron los primeros retiros con documentos escritos, los primeros **cheques**. Esos primeros cheques incrementaron aún más la rapidez y flexibilidad del sistema bancario.” (Weatherford, 1997, pág. 116).

Fernández Iglesias (2010) describe que las letras de cambio llevaban una fecha diferida, con el objetivo de dar tiempo a que se vendieran las mercancías y a que se pudiera transferir el dinero. Sin embargo, a los comerciantes que les interesaba disponer de su dinero previo a la fecha diferida, vendían la letra de cambio a otro comerciante, que se la pagaba al contado, por un precio inferior al nominal. Este segundo comerciante, cobraba luego la letra por el nominal una vez cumplida su fecha, obteniendo así el

beneficio. A esta operación se la denomina “**descontar**”. Pronto apareció una clase de comerciantes a los que le resultaba más provechoso comerciar en letras de cambio que en mercaderías reales, siendo ello una de las transacciones en las que se especializó el banquero.

Macesich (2000) relata que el primer banco de depósito estatal fue el *Bank of St. George* fundado en 1407 en Génova, Italia. En el mismo siglo fueron desarrollados otros bancos en España y Sicilia. Su objetivo era proveer a las personas de dinero válido, en lugar de monedas de curso incierto, por entonces en circulación.

Según Pérez Ramírez (2011), el *Bank of St. George* era un banco público de depósito y de cambio, pero no era un establecimiento de crédito. Un banco así, fue el *Huys van Leening* de Ámsterdam, fundado en 1614 para realizar préstamos con garantía de valores, pero no consiguió prosperar. Sin embargo, sirvió como modelo para la creación del Banco de Suecia, dividido en dos departamentos, uno de cambio (*Wechselbank*) y otro de préstamos (*Lanebank*).

Pérez Ramírez (2011) agrega que, Johan Palmstruch, el 30 de noviembre de 1656, creó el Banco de Estocolmo, con el objetivo de que la entidad emita billetes al portador, ocupando el lugar de los certificados de depósito, pero que no generaban intereses. Estos billetes pasaron a circular como dinero efectivo en toda Suecia, siendo aceptados como medio de pago para la compra de mercadería. En 1668, se convirtió en el Banco del Estado de Suecia (*Sveringes-Risksbank*), consiguiendo que sus billetes tuvieran poder adquisitivo y fuerza liberatoria para todas las operaciones sobre mercancías. El banco podía prestar cantidades superiores a sus reservas de metálico, introduciendo lo que más tarde se conocería como “coeficiente de caja”. En 1897 asumió la función de Banco Central y el derecho exclusivo de emisión de billetes de curso legal en Suecia. El Banco de Estocolmo es considerado el primer Banco Central a nivel mundial.

“En Argentina, hasta 1881 el sistema monetario y financiero argentino estaba caracterizado por la convivencia de una multiplicidad de monedas emitidas por distintos bancos en el país o extranjeras. En 1881 se instauró una

moneda nacional y se la vinculó al patrón oro pero la convertibilidad fue efímera y continuaron circulando lo que contemporáneamente llamaríamos cuasimonedas, distintas al signo monetario nacional. Sólo después de renovadas crisis asociadas en muchos casos al endeudamiento externo, a principios del siglo XX, el país pudo volver al patrón oro y establecer un vínculo rígido entre el saldo del balance de pagos y la cantidad de dinero (suspendido entre 1914 y 1927 y, finalmente abandonado en diciembre de 1929). Este rasgo combinado con la ausencia de una autoridad centralizada que controlara la esfera monetaria generaba una alta inestabilidad en el sistema. En este contexto, se sucedieron desde el año 1900 varios proyectos de ley de creación de un ente rector responsable del ordenamiento y control del sistema monetario y bancario del país, destacándose el presentado por el presidente Hipólito Yrigoyen en 1917, que incluía una política monetaria activa, de avanzada para la época.” (Banco Central de la República Argentina, 2018).

“Producto de la reforma monetaria y bancaria de 1935 nace el Banco Central de la República Argentina (BCRA) como una entidad mixta con participación estatal y privada, que tenía entre sus funciones la exclusividad en la emisión de billetes y monedas y la regulación de la cantidad de crédito y dinero, así como la acumulación de las reservas internacionales, el control del sistema bancario y actuar como agente financiero del Estado. Se dota así a la autoridad monetaria de instrumentos que posibilitan ejercer el papel de “prestamista de última instancia” y la adopción de políticas anticíclicas a fin de moderar las fluctuaciones económicas. En 1946 se dispuso la Nacionalización del BCRA, y su función prioritaria pasó a ser la de promover el desarrollo económico. De este modo, buscó reducir la proporción de préstamos hacia actividades especulativas, y en contraposición, enfocar los recursos hacia las actividades productivas.” (Banco Central de la República Argentina, 2018).

En marzo de 2012 se sanciona la ley N° 26.739, la cual modifica la carta orgánica del Banco Central de la República Argentina. En la misma figura que “el banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”. (Artículo 3° Ley N° 26.739, 2012).

En marzo de 2019, el Poder Ejecutivo Nacional elevó al Congreso de la Nación un nuevo proyecto de ley para la modificación de la Carta Orgánica del BCRA. Entre otras modificaciones, cambiaría el objetivo del BCRA, “El Banco tiene por objetivo desempeñar sus funciones con la misión primaria y fundamental de preservar la estabilidad de precios. Adicionalmente, el Banco deberá promover el crecimiento económico sostenido y contribuir a la estabilidad financiera.” (Proyecto de Ley: Modificaciones a la carta orgánica del BCRA, 2019).

Marichal y Gambi (2017) señalan que con el objetivo de combatir la escasez de moneda metálica necesaria para el comercio, en 1822 se fundó el Banco de Descuento, el primer banco de Argentina. A raíz del estallido de la guerra con Brasil, dicho banco fue reemplazado por el Banco Nacional de las Provincias de Río de la Plata en 1826. Este nuevo banco tuvo participación accionaria del gobierno y se le asignaron obligaciones especiales, como otorgar una línea de crédito o movilizar sin costos los recursos públicos. Era el único con la facultad de acuñar moneda en todo el territorio. En los años sucesivos el banco se disolvería y la gestión circulante recaería en la Casa de Moneda desde 1835, hasta que en 1854 se fundó el Banco de la Provincia de Buenos Aires.

“En la larga historia del Banco de la Provincia es patente la demanda tanto de la necesidad del gobierno provincial como del nacional en conformar una institución que le permitiera allegarse recursos. De hecho fue tan exitosa dicha institución bancaria que los esfuerzos por fundar un Banco Nacional no se cristalizaron hasta comienzos del decenio de 1870, con participación del gobierno y de inversionistas privados.” (Marichal & Gambi, 2017, pág. 162).

## **Capítulo II: Herramientas de financiamiento en Argentina durante 2018.**

Entre las múltiples clasificaciones que existen sobre las alternativas de financiamiento para las empresas, Ross, Westerfield, & Jaffe (2012) realizan una distinción entre el financiamiento para empresas entre largo plazo y corto plazo. Dentro del primer grupo se distinguen:

- Acciones
- Bonos
- Pagarés
- Préstamos bancarios sindicados
- Arrendamientos financieros.

Por otra parte, Van Horne y Wachowicz (2010) resaltan que una compañía grande suele reunir fondos de dos maneras: pública y privada. En la emisión pública, los valores se venden a múltiples inversionistas, mientras que en una colocación privada se destina para un número limitado de inversionistas, algunas veces sólo uno.

Para nuestro análisis haremos la diferenciación entre el financiamiento a través del Mercado de Capitales y a través de Instituciones Bancarias.

### **Instrumentos del Mercado de Capitales**

Dentro de los instrumentos financieros del Mercado de Capitales podemos distinguir los que corresponden a renta variable, debido a que su rendimiento es incierto al momento de realizar la inversión, y los de renta fija, que al momento de ejecutar la inversión sí se conoce las condiciones sobre la cual será obtenida la renta.

### **Emisión de Acciones**

Existe el financiamiento directo a empresas a través de emisión de acciones. “Son títulos valores que representan una parte proporcional del capital social de la empresa que las ha emitido. Las acciones son títulos de renta variable debido a que su rendimiento fluctúa.” (Lanche Bode, 2015, pág. 11).

A través de la emisión de acciones, los accionistas de la empresa, o nuevos accionistas que quieran participar en la sociedad, aportan capital a la empresa. La ley N° 19.550, “Ley de Sociedades Comerciales”, en el artículo 194, hace referencia al concepto de suscripción preferente, el cual consiste en que los accionistas de la sociedad tiene el derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones de la misma clase en proporción a las que posea, también otorgando derecho de acrecer en proporción a las acciones que haya suscripto en cada oportunidad.

La Comisión Nacional de Valores, en su resolución general N° 622 del año 2013, reglamenta los requisitos a cumplimentar para que una sociedad realice una Oferta Pública de Acciones a colocar por suscripción.

“La solicitud de oferta pública por emisión de acciones a colocar por suscripción, deberá ser presentada ante la Comisión, dentro de los DIEZ (10) días hábiles de celebrada la asamblea que decidió la emisión o la reunión de directorio cuando la decisión de emitir fue delegada en este órgano. A tal fin se deberá acompañar:

- Acta de la asamblea en la que constará: 1) Objeto de la emisión; 2) Monto que se capitaliza; 3) Porcentaje que representa sobre el capital nominal accionario; 4) Características de las acciones a emitir; 5) Fecha desde la cual gozan de derecho a dividendos y otras acreencias; 6) Categoría de acciones a las que corresponde el derecho; 7) Destino que se dará a los fondos. La memoria anual del directorio deberá justificar la eventual aplicación de dichos fondos a un destino distinto al anunciado, excepto cuando éstos ya hubiesen ingresado al patrimonio de la entidad por provenir de aportes irrevocables a cuenta de futuras emisiones o de deudas de la emisora.

- Acta de la reunión de directorio donde se resuelve la emisión, en su caso
- UN (1) ejemplar del Prospecto
- UN (1) facsímil del título a emitir, en su caso.” (Artículo 10, Sección II, Capítulo V, Título II - Resolución General 622/2013 CNV, 2013)

Durante el 2018 se han realizado varias emisiones de acciones, tanto listando en Bolsa y Mercados Argentinos (BYMA), como en *New York Stock Exchange* (NYSE). Hay que aclarar que dentro de estas emisiones, se puede distinguir las emisiones de IPO (Oferta Pública Inicial). Se denomina IPO por su sigla en inglés: *Initial Public Offer*, consiste en la primera vez que una compañía lleva a cabo una emisión de acciones al público en general, a través del Mercado de Capitales.

Bajo el período de análisis, dentro del mercado argentino (listando en BYMA) se han realizado las siguientes emisiones de acciones.

<u>Mes de Emisión</u>	<u>Sociedad</u>	<u>IPO</u>	<u>Moneda</u>	<u>Monto Colocado (AR\$ MM.)</u>
Febrero	Carbochlor S.A.	No	AR\$	200,0
Febrero	Central Puerto S.A.	No	AR\$	1.580,2
Julio	Roch S.A.	No	AR\$	35,9
Agosto	Morixe Hermanos S.A.C.I.	No	AR\$	288,8
Septiembre	Colorín I.M.S. S.A.	No	AR\$	54,3
Septiembre	Carboblor S.A.	No	AR\$	134,6
Octubre	Quickfood S.A.	No	AR\$	940,0

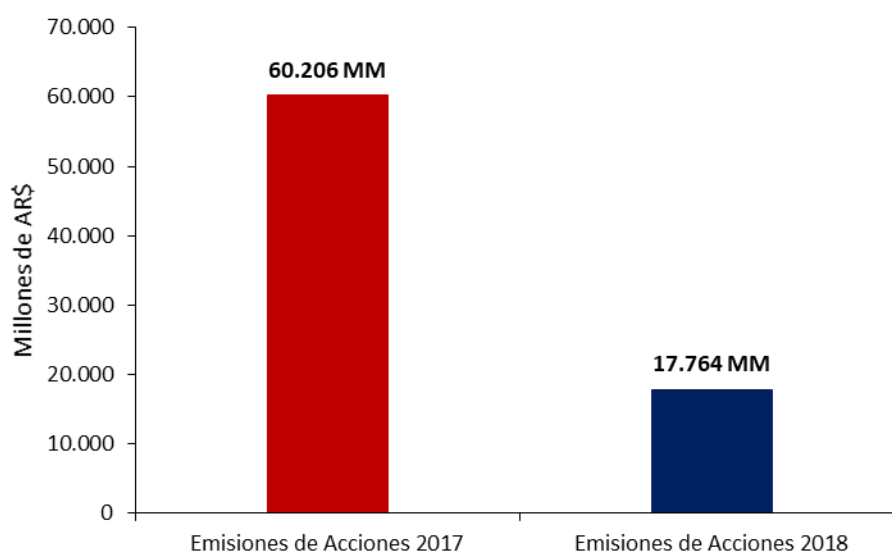
Fuente: CNV

Mientras que en el mismo año, dentro del mercado internacional, en *New York Stock Exchange*, se realizaron 2 emisiones de acciones de empresas argentinas.

<u>Mes de Emisión</u>	<u>Sociedad</u>	<u>IPO</u>	<u>Moneda</u>	<u>Monto Colocado (U\$S MM.)</u>
Febrero	Corporacion America Airports	Si	U\$S	485,7
Febrero	Central Puerto S.A.	Si	U\$S	250,0

Fuente: New York Stock Exchange y Bolsas y Mercados Argentinos S.A.

Si realizamos una comparación de emisiones de acciones contra el año 2017, vemos que se genera una disminución del 70,5%.

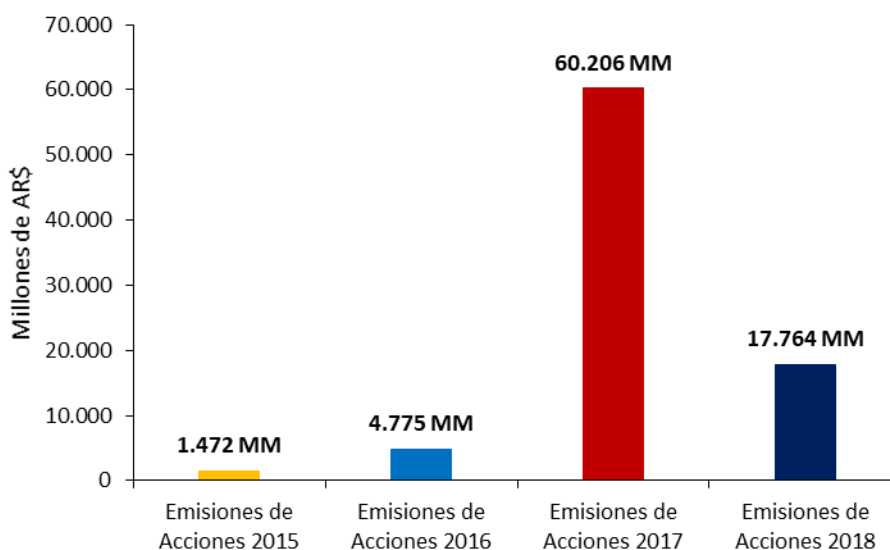


Si bien se observa un gran descenso de las emisiones, se tiene que considerar que el año 2017 fue un año en auge para el Mercado de Capitales local, y además se debe contemplar que se realizaron varias emisiones en el exterior, más precisamente en NYSE. Las más destacadas durante el 2017 fueron:

<u>Mes de Emisión</u>	<u>Sociedad</u>	<u>IPO</u>	<u>Moneda</u>	<u>Monto Colocado (AR\$ MM.)</u>
Junio	Banco Macro S.A.	No	AR\$	10.610,9
Julio	BBVA Banco Francés S.A.	No	AR\$	5.933,4
Septiembre	Grupo Financiero Galicia S.A.	No	AR\$	9.685,9
Septiembre	Grupo Superville S.A.	No	AR\$	7.050,4
Octubre	Loma Negra C.I.A. S.A.	Si	AR\$	16.854,9

Fuente: CNV

Adicionalmente, en el gráfico siguiente se observa un comparativo de emisiones de acciones, considerando los 3 años anteriores al 2018. En base a esto, se puede afirmar que efectivamente el año 2017 fue un año extraordinario con relación a las emisiones de acciones.



La exorbitante emisión de acciones durante el año 2017 se puede explicar por las siguientes cuestiones:

- Perspectivas de parte de los inversores de la recategorización de Argentina como Mercado Emergente en el índice del MSCI (Morgan Stanley Capital International);
- La creación de BYMA procurando la integración entre mercados;
- El contexto político favorable a favor del gobierno de turno (producto de un buen resultado electoral en las elecciones legislativas);
- Economía mundial favorable

A principios de 2018 la situación económica Argentina se veía proyectada de buena forma, siguiendo el ritmo del año anterior, principalmente con una expectativa de crecimiento en el PIB y la recategorización de Argentina como Mercado Emergente (no obtenida durante el 2017). Esto se vio reflejado en las dos grandes emisiones de Central Puerto y Corporación America Airports a inicios del año 2018 en el *New York Stock Exchange*.

Sin embargo, el 2018 surgieron distintos hitos a nivel internacional que impactaron en gran medida el plano local:

- Suba de la tasas a nivel internacional: la *Federal Reserve Board* (FED) ya había comenzado con suba de la *Federal Funds Rate* (“tasa de fondos federales es la tasa de interés a la que las instituciones depositarias prestan saldos en la Reserva Federal a otras instituciones depositarias durante la noche” (Federal Reserve, 2019)) en el 2017, pero durante el 2018 continuó con el persistente incremento partiendo el año de una tasa del 1,5% hasta llegar al 2,5% en diciembre de 2018. Esto provocó un endurecimiento de las condiciones internacionales de financiamiento, principalmente debido a que los fondos internacionales cambiaron su óptica de inversión desde los Mercados Emergentes al mercado de Estados Unidos, situación que llevó a subir el rendimiento de las “10 year treasuries” (bono emitido por el gobierno de Estados Unidos a un plazo de 10 años);
- Comercio Internacional: se generó una tensión política-comercial a nivel internacional, provocada por las medidas proteccionistas llevadas a cabo por Estados Unidos, entrando en un conflicto comercial con la República Popular de China.
- Crisis en el contexto económico-político de Brasil.

En cuanto al contexto local, se sumaron cuestiones tales como:

- Incremento de la inflación local por encima de las proyecciones del gobierno;
- Sequía a nivel nacional, disminuyendo el rendimiento de soja, principal commodity del país a nivel exportación;
- Depreciación de peso frente al dólar, presionado principalmente por la volatilidad de otros mercados emergentes;

- Incremento de la tasa de política monetaria local, llegando a niveles de 60% de tasa nominal anual en agosto de 2018.

Todos estos hechos repercutieron en las emisiones de acciones, empresas tales como Bioceres S.A., Distribuidora de Gas del Centro S.A. y Molino Cañuelas S.A. suspendieron sus intenciones de realizar una emisión de acciones en el Mercado de Capitales durante el 2018.

Bioceres S.A. el 24 de enero de 2018 realizó el aviso de suscripción de acciones, teniendo que prorrogar la operatoria en primera instancia y finalmente suspendiendo tal emisión el 8 de febrero de 2018 por cuestiones de mercado.

El 16 de marzo de 2018, Distribuidora de Gas del Centro S.A. emitió un aviso de colocación de acciones, pero finalmente el 27 de marzo de 2018 informó que dada la existente volatilidad de los mercados finalizaba el período de Oferta Pública, no efectivizándose tal emisión.

### **Emisión de Obligaciones Negociables**

Son títulos de deuda a través del cual “la sociedad contrae deuda con los obligacionistas, que son los inversores que compraron esos títulos, y se compromete a cancelar esa deuda en el plazo pactado junto con el interés correspondiente.” (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2019, pág. 1).

Al momento de realizar la emisión de las Obligaciones Negociables, el inversor conoce las condiciones sobre la cual será obtenida la renta, por esto son considerados títulos de renta fija.

Las Obligaciones Negociables se pueden clasificar en:

- Obligaciones Negociables Simples
- Obligaciones Negociables Convertibles.

“Las Obligaciones Negociables convertibles confieren a sus tenedores el derecho (pero no la obligación) de convertir dichos títulos de deuda en

acciones de la emisora, de conformidad con los términos y condiciones de la emisión”. (Mirkin, 2019, pág. 3).

Mirkin (2019) señala que los tenedores de las Obligaciones Negociables convertibles adquieren el derecho de conversión en acciones mediante el pago de una prima de forma que el emisor de las Obligaciones Negociables convertibles está obligado a acatar la decisión del tenedor.

A causa de que los obligacionistas de las Obligaciones Negociables Convertibles poseen el derecho de convertir sus títulos en acciones, “los accionistas que tengan derecho de preferencia y de acrecer en la suscripción de nuevas acciones pueden ejercerlo en la suscripción de obligaciones convertibles” (Artículo 149 Ley N° 27.440, 2018).

La última emisión de Obligaciones Negociables convertibles en Argentina data de agosto de 2017, en donde la empresa TGLT S.A. (una desarrolladora inmobiliaria) emitió Obligaciones Negociables Convertibles por U\$S 150 millones a un plazo de 120 meses, arribando a una TIR de 9,805%.

En junio de 1988 se sanciona la Ley N° 23.576, “Ley de Obligaciones Negociables”, la cual establece las normas de aplicación, que posteriormente es modificada en varios artículos por la ley N° 27.440, “Ley de Financiamiento Productivo”. La Comisión Nacional de Valores, en su Resolución General N° 622 del año 2013, reglamenta la emisión pública de las Obligaciones Negociables, “la solicitud de oferta pública de obligaciones negociables y otros valores representativos de deuda deberá estar acompañada de:

- Copia del acta de la asamblea y, en su caso, copia del acta de la reunión del órgano de administración que resolvió la emisión.
- El documento confeccionado de acuerdo al Anexo I del Capítulo IX del Título II de estas Normas (*Suplemento de prospecto con información de la emisora y respecto a la emisión*)
- UN (1) facsímil del título a emitir, en su caso.
- El documento que acredite la constitución de las garantías especiales de la emisión o los avales otorgados.

- Plan de afectación de los fondos provenientes de la colocación de la emisión.
- Convenio de colocación en firme, en su caso.
- Convenio con el fiduciario, en el caso del artículo 13 de la Ley N° 23.576. *(por la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas)*
- Acreditación de la(s) calificación(es) de riesgo, en caso de corresponder.
- Informe de contador público independiente en relación con lo dispuesto por el artículo 37 de la Ley N° 23.576.” (Artículo 24, Sección IV, Capítulo V, Título II - Resolución General 622/2013 CNV, 2013)

Durante el 2018 se realizaron 186 emisiones de Obligaciones Negociables por AR\$ 49.501 Millones, U\$S 1.824 Millones, Dollar-Linked U\$S 55,5 Millones y UVA 120,7 Millones. A continuación se exhiben las principales emisiones de Obligaciones Negociables en Pesos Argentinos y en Dólares Estadounidenses en el 2018.

Emisiones de Obligaciones Negociables en Pesos Argentinos (AR\$)

<u>Mes de Emisión</u>	<u>Sociedad</u>	<u>Plazo (meses)</u>	<u>Monto Colocado (AR\$ MM.)</u>	<u>TNA</u>
Abril	Banco Santander Río S.A.	15,2	5.018,9	25,5%
Febrero	Banco Santander Río S.A.	12,2	5.000,0	26,3%
Abril	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	24,4	4.209,3	26,0%
Marzo	HSBC Bank Argentina S.A.	18,3	4.002,2	25,3%
Abril	Banco Macro S.A.	36,5	3.207,5	26,3%
Abril	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	36,5	2.032,8	26,6%
Enero	Banco Santander Río S.A.	48,7	1.959,6	26,4%
Febrero	Banco Supervielle S.A.	60,9	1.607,7	27,1%
Abril	Tarjeta Naranja S.A.	30,5	1.402,5	26,3%
Diciembre	Tarjeta Naranja S.A.	9,6	1.266,3	58,0%

Fuente: Comisión Nacional de Valores

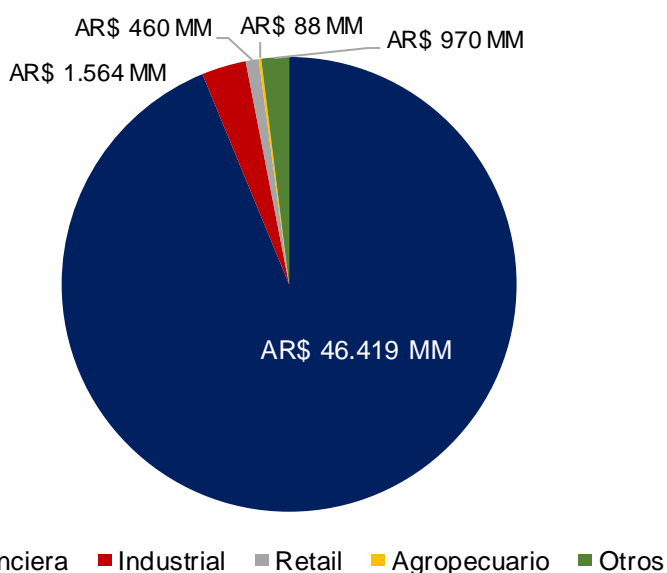
Emisiones de Obligaciones Negociables en Dólares Estadounidenses (US\$)

<u>Mes de Emisión</u>	<u>Sociedad</u>	<u>Plazo (meses)</u>	<u>Monto Colocado (AR\$ MM.)</u>	<u>TNA</u>
Febrero	Río Energy S.A., Ugen S.A. y Uensa S.A.	85,2	600,0	7,0%
Mayo	Transportadora de Gas del Sur S.A.	85,2	500,0	6,8%
Enero	Genneia S.A.	48,4	150,0	Sin datos
Febrero	Cresud S.A.C.I.F.A.	60,9	113,2	6,5%
Enero	Compañía General de Combustibles S.A.	42,6	100,0	9,7%
Noviembre	Cresud S.A.C.I.F.A.	24,4	73,6	9,0%
Noviembre	Genneia S.A.	24,4	51,5	12,0%
Marzo	Balanz Capital Valores S.A.	12,2	32,6	6,0%
Marzo	TGLT S.A.	24,4	25,0	8,0%
Abril	John Deere Credit Compañía Financiera S.A.	12,2	23,8	4,4%

Fuente: Comisión Nacional de Valores

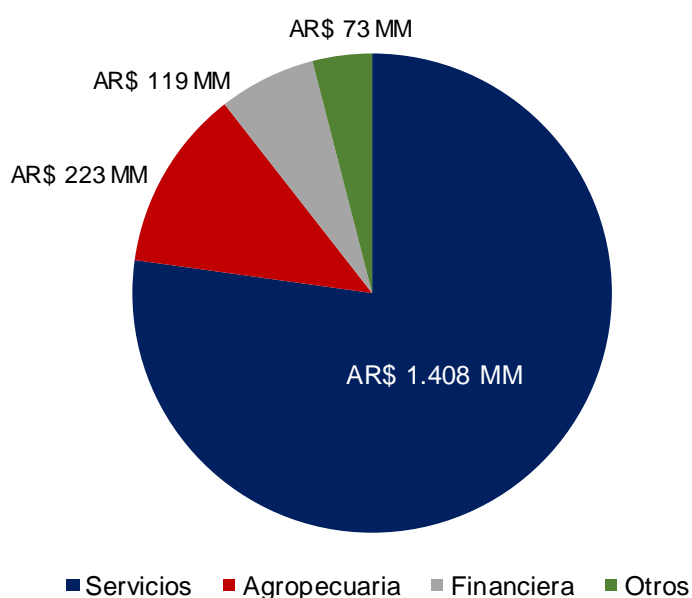
Al realizar un análisis por sector, se observa que el Sector Financiero fue el que realizó el mayor monto de emisiones de Obligaciones Negociables en Pesos Argentinos. En cuanto a emisiones en Dólares Estadounidenses, se destaca como principal emisor el Sector de Servicios.

Emisiones de Obligaciones Negociables en Pesos Argentinos (AR\$)



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

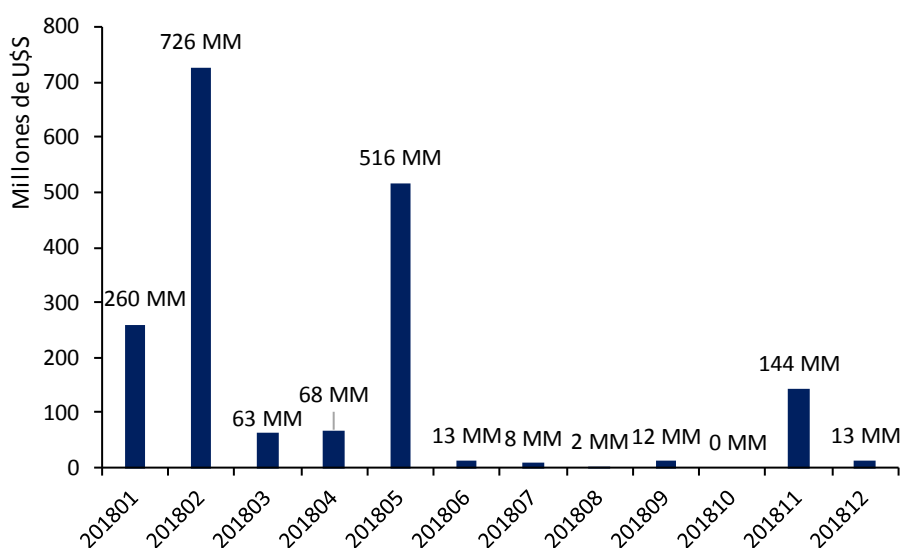
Emisiones de Obligaciones Negociables en Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Realizando una apertura mensual durante el 2018, se observa que el mes con mayor emisiones en dólares fue el de febrero, destacando las emisiones de MSU ENERGY S.A. (Río Energy S.A., Ugen S.A. y Uensa S.A) y CRESUD S.A.C.I.F.A por U\$S 600 millones y U\$S 113 millones, respectivamente.

Emisiones de Obligaciones Negociables en Dólares Estadounidenses (U\$S)

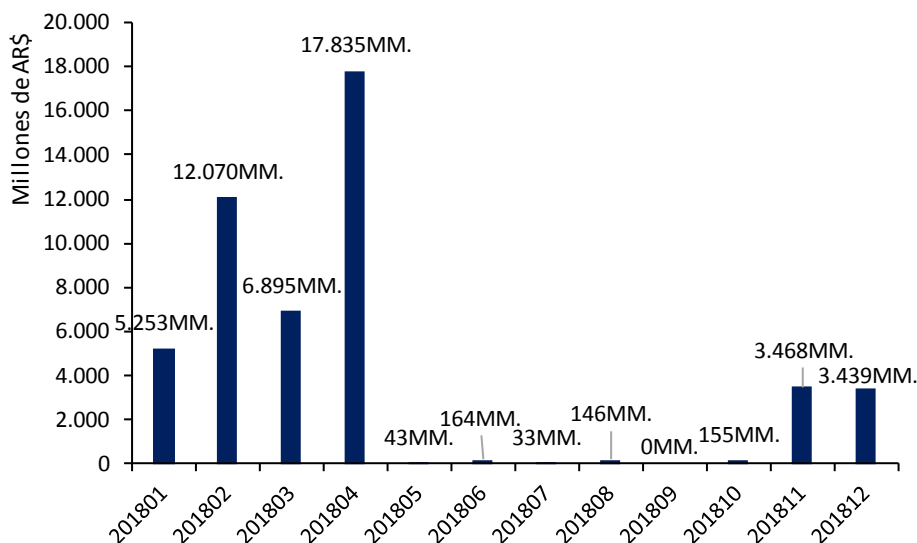


Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

En lo referente a las emisiones de Obligaciones Negociables en Pesos Argentino, el mes con mayor cantidad de emisiones fue abril, destacándose las

del BANCO SANTANDER RÍO S.A. y del BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A., por AR\$ 5.019 millones y AR\$ 4.209 millones, respectivamente.

*Emisiones de Obligaciones Negociables en Pesos Argentinos (AR\$)*



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Durante el 2018, la CNV autorizó las emisiones denominadas en UVA (Unidades de Valor Adquisitivo). “El valor de la UVA se actualiza diariamente por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), basado en el índice de precios al consumidor” (Banco Central de la República Argentina, 2019). “El Coeficiente de Estabilización de Referencia, es un índice de ajuste diario, el cual es elaborado por el Banco Central de la República Argentina. Este indicador refleja la evolución de la inflación, para lo cual se toma como base de cálculo la variación registrada en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), el cual es elaborado por el INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos).” (Banco Central de la República Argentina, 2015)

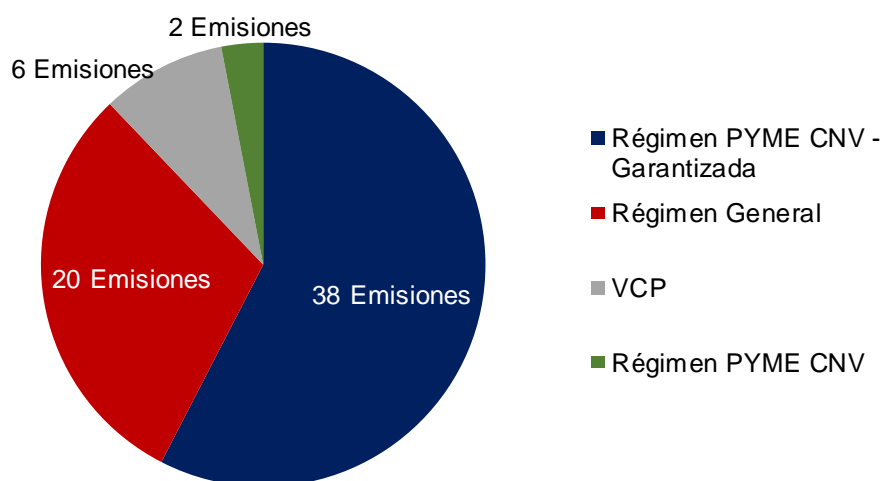
*Emisiones de Obligaciones Negociables en UVA*

<u>Mes de Emisión</u>	<u>Sociedad</u>	<u>Plazo (meses)</u>	<u>Monto Colocado (UVA MM.)</u>	<u>TNA</u>
Febrero	Industrial and Commercial Bank of China (Argentina) S.A.	24,3	46,2	4,4%
Noviembre	BBVA Banco Francés S.A.	24,4	27,9	9,5%
Febrero	Banco Hipotecario S.A.	48,7	23,2	4,9%
Febrero	Mercedes-Benz Compañía Financiera Argentina S.A.	48,7	13,6	4,7%
Noviembre	FCA Compañía Financiera S.A.	24,4	7,4	9,5%
Noviembre	Plaza Logística S.R.L.	24,4	2,4	11,0%

Fuente: Comisión Nacional de Valores

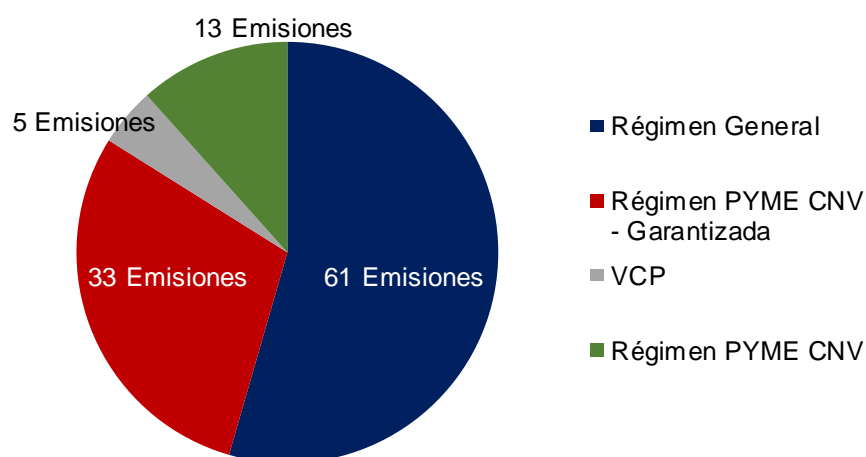
Continuando con el análisis de emisiones de Obligaciones Negociables, podemos distinguir el Régimen bajo las cuales fueron emitidas.

Emisiones de Obligaciones Negociables en Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Emisiones de Obligaciones Negociables en Pesos Argentinos (AR\$)



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Según el Régimen de emisión de Obligaciones Negociables, podemos distinguir la siguiente clasificación:

- Régimen General: Régimen amplio para todos los tipos societarios, que además permite recibir ofertas de todos los tipos de inversores.
- Régimen Especial:

- Régimen PYME CNV: Régimen simplificado para empresas encuadradas según su volumen de operaciones.
- Régimen PYME CNV – Garantizada: Para empresas que califiquen como PYME según la normativa CNV y cuenten con una fianza de una Entidad de Garantía listada en la CNV.
- Valores de Corto Plazo: Régimen simplificado para emisiones de hasta 365 días por determinados tipos societarios.

Se debe aclarar que bajo los Regímenes Especiales, sólo se permitía recibir ofertas de los Inversores Calificados. El 6 de septiembre de 2018 la Comisión Nacional de Valores (2018) exceptuó al Régimen PYME CNV GARANTIZADA para reciba ofertas de todo tipo de inversores. “Se entiende por inversor calificado a los siguientes sujetos:

- El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, Entidades Autárquicas, Sociedades del Estado y Empresas del Estado;
- Organismos Internacionales y Personas Jurídicas de Derecho Público;
- Fondos Fiduciarios Públicos;
- La Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) – Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS);
- Cajas Previsionales;
- Bancos y Entidades Financieras Públicas y Privadas;
- Fondos Comunes de Inversión;
- Fideicomisos Financieros con oferta pública;
- Compañías de Seguros, de Reaseguros y Aseguradoras de Riesgos de Trabajo;
- Sociedades de Garantía Recíproca;

- Personas Jurídicas registradas por la COMISIÓN como agentes, cuando actúen por cuenta propia;
- Personas humanas que se encuentren inscriptas, con carácter definitivo, en el Registro de Idóneos a cargo de la COMISIÓN
- Personas humanas o jurídicas, distintas de las enunciadas en los incisos anteriores, que al momento de efectuar la inversión cuenten con inversiones en valores negociables y/o depósitos en entidades financieras por un monto equivalente a UNIDADES DE VALOR ADQUISITIVO TRESCIENTAS CINCUENTA MIL (UVA 350.000);
- Personas jurídicas constituidas en el extranjero y personas humanas con domicilio real en el extranjero.” (Resolución General 761/2018 CNV, 2018)

“Se entiende 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 establecidos en el cuadro siguiente:” (Artículo N° 1 - Resolución General 831/2020 CNV, 2020).

*Cifras en Pesos Argentinos (AR\$)*

SECTOR				
Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
547.890.000	1.739.590.000	2.146.810.000	607.210.000	755.740.000

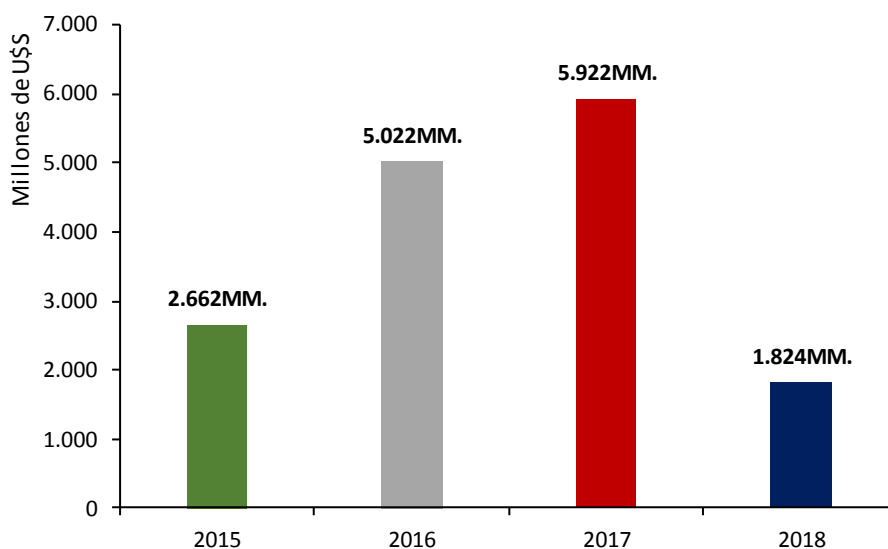
*Sifras actualizadas según Resolución General CNV N° 831/2020 del 3 de abril de 2020*

Si realizamos una comparación de emisiones de Obligaciones Negociables en Dólares Estadounidenses del año 2018 contra el año 2017, el resultado es una disminución del monto emitido del 69,2%. En cuanto a las emisiones en Pesos Argentinos, disminuyeron un 23,3%.

La caída de las emisiones en Pesos pareciera no ser tan profunda como la de las emisiones en dólares, pero esto es debido a que en análisis se tiene en cuenta el valor nominal de la moneda, sin contemplar la inflación local. Adicionalmente, se debe destacar que el difícil acceso para las empresas a la deuda en dólares, fue debido al incremento de las tasas internacionales. A

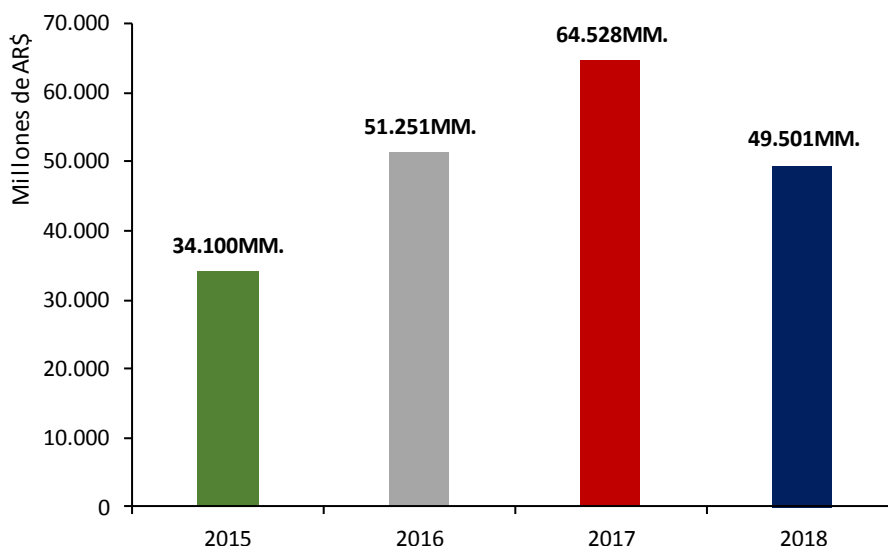
pesar de que la FED inició con el incremento de la tasa en 2017 (donde se observa una mayor cantidad de emisiones respecto al año anterior), durante el 2018 este incremento persistió, con una perspectiva alcista de corto plazo.

Emisiones de Obligaciones Negociables en Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Emisiones de Obligaciones Negociables en Pesos Argentinos (AR\$)

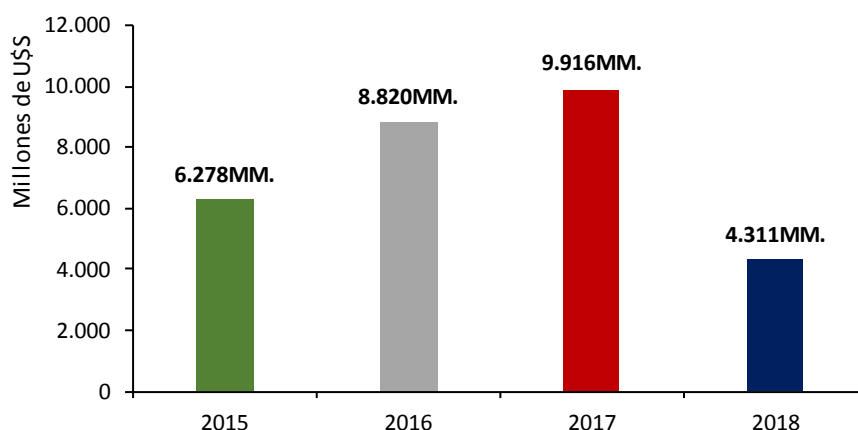


Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Si expresados el total de las emisiones de Obligaciones Negociables en dólares, obtenemos una disminución en el monto emitido del 56,5% en el año 2018 comparado contra el año anterior. En el cuadro siguiente se puede

observar de forma más precisa la reducción de emisión de este instrumento comparado a años anteriores.

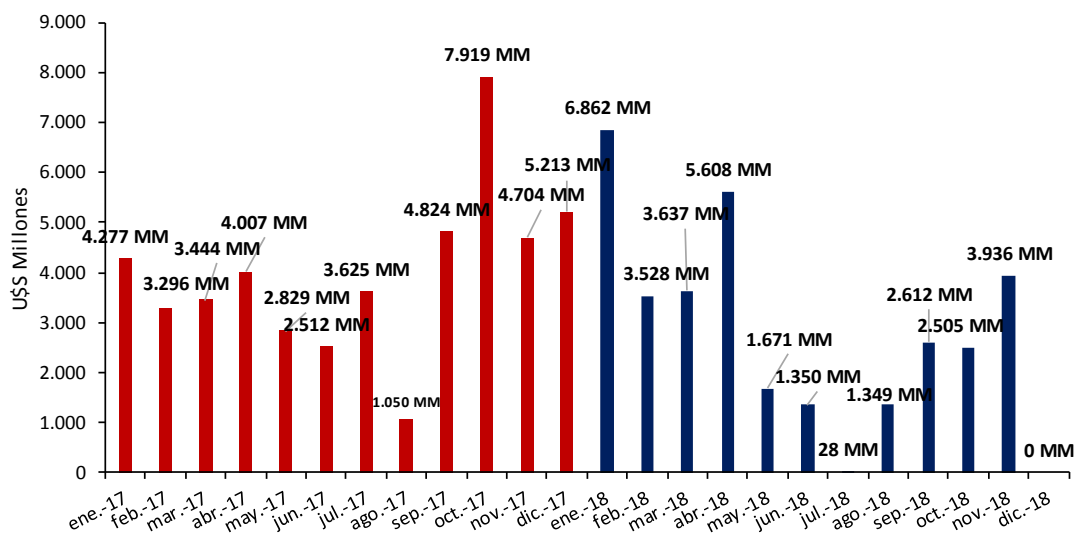
Total de emisiones de Obligaciones Negociables expresadas Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Esta disminución de emisión de deuda durante el año 2018 no solo se vio reflejada en Argentina, sino que ocurrió en toda América Latina. Un informe de La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2019) señala que el monto de emisión de deuda corporativa durante el 2018 fue de U\$S 33.083 millones, disminuyendo un 30,6% con respecto al año anterior, siendo enero de 2018 el mes de mayor emisión, U\$S 6.862 millones, y diciembre 2018 sin emisiones.

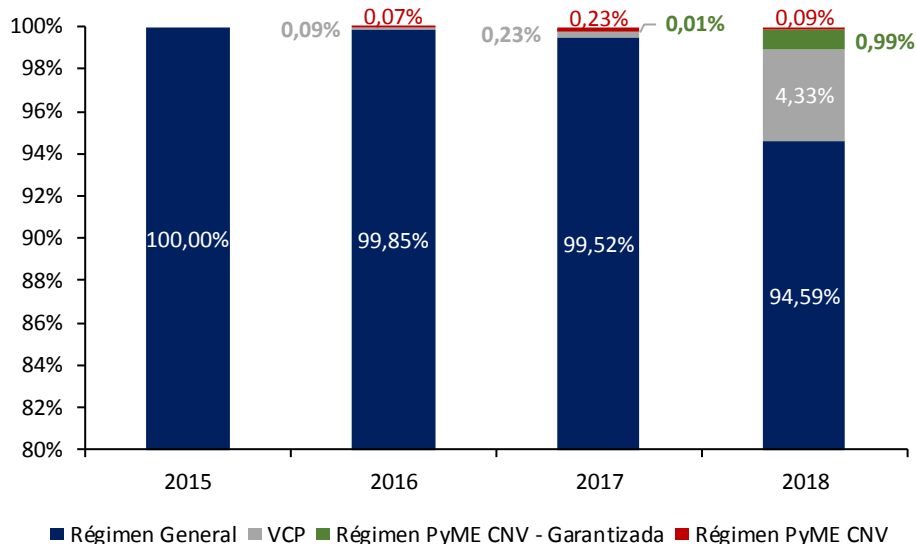
Emisión de Deuda Corporativa en América Latina -2018



Fuente: De elaboración propia en base a información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe

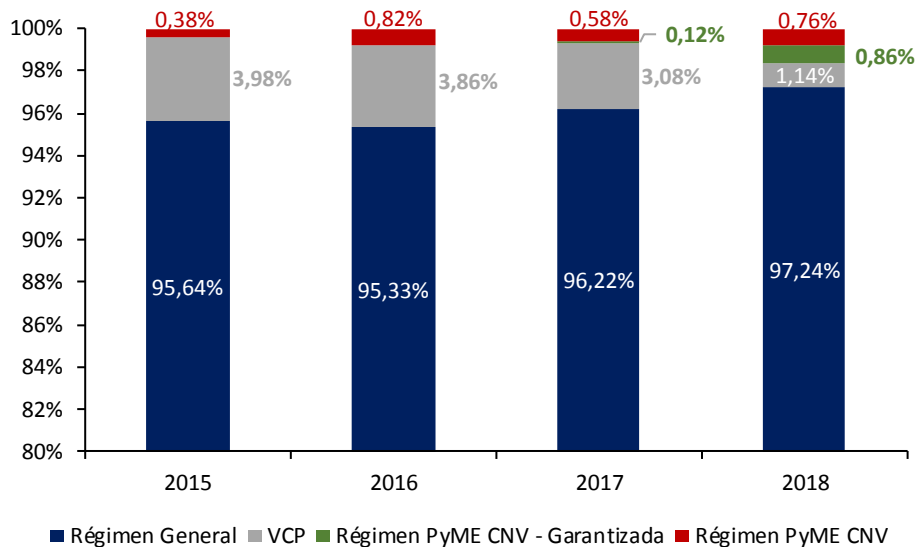
Teniendo en cuenta la apertura por la clasificación bajo los regímenes de emisión anteriormente descriptos, el monto emitido bajo régimen PYME (PYME CNV y PYME CNV – Garantizada) creció con gran ímpetu representando un aumento del 35% en lo que respecta a emisiones en dólares y un 79% en cuanto a las emisiones en Pesos. En los gráficos siguientes se puede observar el aumento de la participación de las Obligaciones Negociables bajo los dos regímenes PYME.

*Apertura por Régimen - Obligaciones Negociables en Dólares Estadounidenses (U\$S)*



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

*Apertura por Régimen - Obligaciones Negociables en Pesos Argentinos (AR\$)*



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Se debe resaltar que, para que se haya generado este gran crecimiento de emisiones de empresas PYME, el 15 de junio de 2017, la CNV (2017), bajo

Resolución General N° 696/2017, introdujo al texto de las Normas de CNV un régimen de Obligaciones Negociables de financiamiento a las PYMES CNV que denominó “PYME CNV GARANTIZADA”, a presentarse a través de la “ON PYME GARANTIZADA” como una herramienta de financiación en el Mercado de Capitales que contara con todas las ventajas de las Obligaciones Negociables, pero con menos requisitos de registración e información para las PYMES.

Esta herramienta está “dirigida a todas las PYMES, como una novedosa alternativa al financiamiento bancario, al descuento de cheques o para aquellas que hoy no cuentan con financiamiento público o privado. El único requisito es que califiquen como PYME según la normativa CNV y cuenten con una fianza de una Entidad de Garantía listada en la CNV.” (Comisión Nacional de Valores, 2017, pág. 1).

En cuanto al Régimen PYME CNV, según lo descripto anteriormente, la Resolución General 793/2019 de CNV actualizó los montos de ingresos totales anuales por Sector para ser considerado PYME CNV. “Se entenderá por ingresos totales anuales, el valor de los ingresos que surja del promedio de los últimos TRES (3) estados contables anuales o información contable equivalente, adecuadamente documentada, excluidos el Impuesto al Valor Agregado, el impuesto interno que pudiera corresponder y deducidos los ingresos provenientes del exterior que surjan de los mencionados estados contables o información contable hasta un máximo del CINCUENTA POR CIENTO (50%) de dichas exportaciones” (Resolución General 696/2017, 2017)

Por último, la Resolución General 696/2017 señala que las emisoras PYME CNV no podrán realizar emisiones por un monto superior a AR\$ 100.000.000 (establecido por el Decreto N° 598/2016) y destaca que no serán consideradas PYME CNV:

- Entidades bancarias;
- Compañías de seguros;
- Mercados autorizados a funcionar por la CNV;
- Entidades que brinden servicios públicos; y

- Empresas controlada por o vinculada a otra empresa o grupo económico que no revista condición de PYME CNV (el veinte por ciento (20%) o más del capital y/o de los derechos políticos de las entidades PYMES CNV no deberán pertenecer a otras entidades que no encuadren en las definiciones legales de PYMES CNV).

Se aclara que, actualmente CNV (2019) ha ajustado el monto máximo en circulación de las emisoras PYME CNV, no siendo más AR\$ 100 millones, elevándose a AR\$ 500 millones. Asimismo, establece el monto máximo en circulación de las emisoras PYME CNV GARANTIZADA hasta AR\$ 300 millones.

Durante el 2018, bajo el régimen PYME CNV GARANTIZADA, se han realizado 33 emisiones en Pesos y 38 en Dólares, por montos de AR\$ 425,3 millones y U\$S 18,0 millones, respectivamente. La primera emisión se realizó el 25 de agosto de 2017 por la empresa VILLANUEVA E HIJOS S.A., con un resultado de emisión de AR\$ 6.000.000.

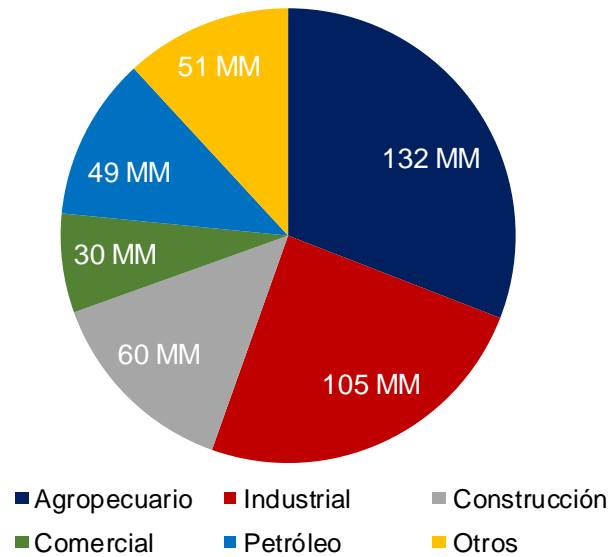
*Principales emisiones de Obligaciones Negociables PYME CNV Garantizada - 2018*

<u>Mes de Emisión</u>	<u>Sociedad</u>	<u>Plazo (meses)</u>	<u>Moneda</u>	<u>Monto Colocado (MM.)</u>	<u>TNA</u>
Agosto	RDA Renting S.A.	24,4	AR\$	43,5	45,1%
Febrero	Construir S.A.	36,5	AR\$	40,0	29,3%
Diciembre	Marcelo Rossini S.A.	24,4	AR\$	40,0	58,6%
Abril	Esquina 3 S.A.	36,5	U\$S	1,1	7,0%
Marzo	Anta del Dorado S.A.	36,5	U\$S	1,0	7,3%
Diciembre	Publicidad Sarmiento S.A.	48,7	U\$S	0,9	10,5%

*Fuente: Comisión Nacional de Valores*

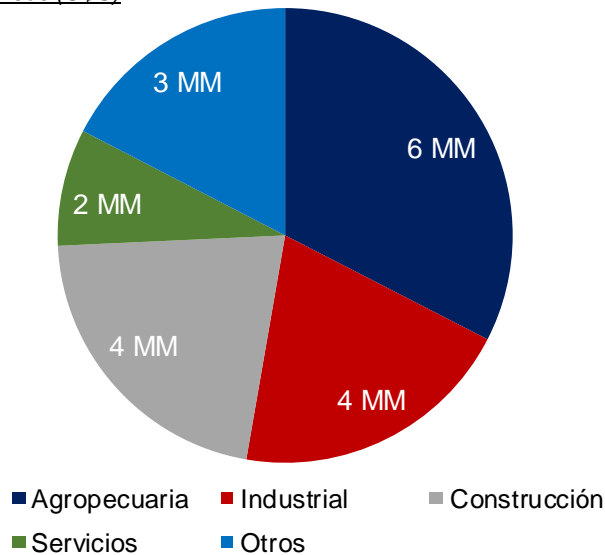
Profundizando el análisis del segmento PYME CNV GARANTIZADA, durante el 2018 se destacó como el sector con mayor monto emitido, el Sector Agropecuario. En los gráficos siguientes se observa la distribución de las emisiones en función al sector al que pertenece cada emisor.

Emisiones de Obligaciones Negociables PYME CNV Garantizada en Pesos Argentinos (AR\$)



Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Emisiones de Obligaciones Negociables PYME CNV Garantizada en Dólares Estadounidenses (U\$S)



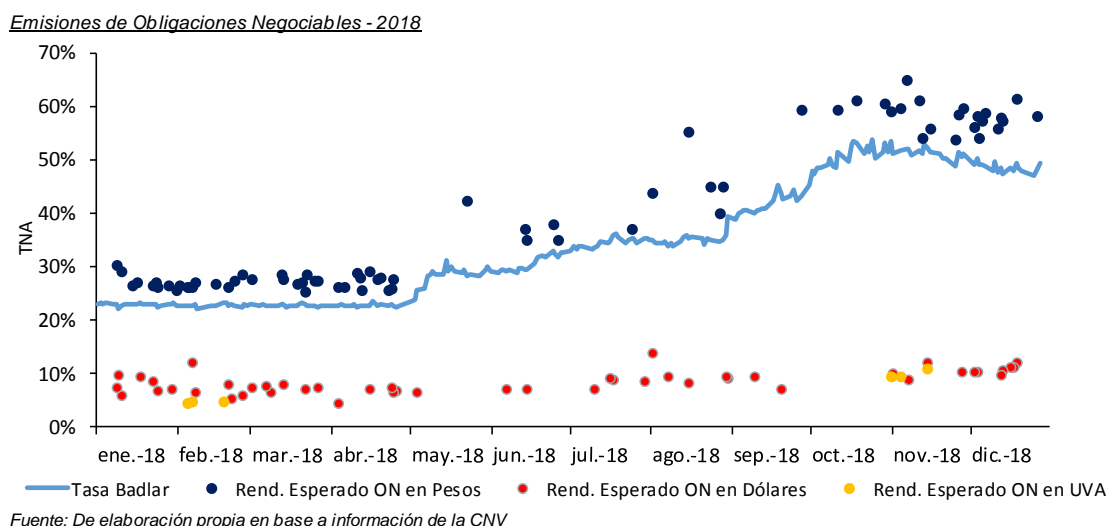
Fuente: De elaboración propia en base a información de la CNV

Las Obligaciones Negociables pueden ser emitidas a Tasa Fija o Variable. En las emisiones a Tasa Fija, al momento de la licitación se define la tasa que el instrumento va a devengar durante el transcurso de su vida. En las emisiones a Tasa Variable, al momento de la licitación se define un margen que el instrumento devengará sobre una tasa de referencia ya establecida en las condiciones de emisión.

Como se señaló anteriormente, dentro de las emisiones a Tasa Variable, se utiliza una tasa de referencia para el cálculo del rendimiento para el inversor, que en la generalidad de los casos es la Tasa BADLAR (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*). El BCRA (2017) dictamina que la tasa surge como resultado del relevamiento diario de las tasas de interés por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo y de más de un millón (de Pesos o de Dólares estadounidenses) por los bancos con casas o filiales en la Capital Federal o en el Gran Buenos Aires. La tasa BADLAR es dada a conocer diariamente por el Banco Central de la República Argentina.

Otra tasa de referencia utilizada en las emisiones del año 2018 fue la Tasa TM20. El BCRA (2017) dictamina que la tasa surge como resultado del relevamiento diario de las tasas de interés por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo y de más de veinte millones (de Pesos o de Dólares Estadounidenses) por la totalidad de las entidades bancarias.

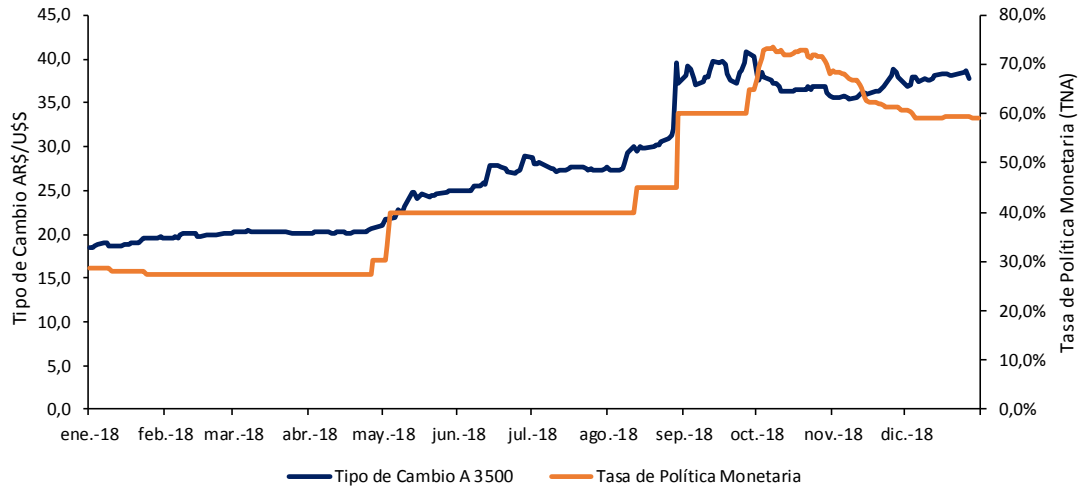
El siguiente gráfico muestra las tasas de rendimientos para el inversor (expresadas como Tasa Nominal Anual – TNA) de las Obligaciones Negociables durante el 2018.



Como puede observarse, el rendimiento de los títulos fue incrementándose a medida que aumentaba la tasa de referencia (Tasa BADLAR, en este caso), y pasada la mitad del año, el spread de los rendimientos esperados por sobre la tasa BADLAR fue aumentando. En el gráfico siguiente se muestra la dispersión que tuvieron los spreads de los



*Tipo de Cambio Comunicación "A 3500" BCRA y Tasa de Política Monetaria - 2018*



Fuente: De elaboración propia en base a información de BCRA

## **Emisión de Fideicomisos Financieros**

El Código Civil y Comercial de la Nación (CCC) sancionado en octubre de 2014 regula la figura del Fideicomiso. Anteriormente este instrumento era regulado por la Ley N° 24.441, “Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción”.

“Hay contrato de fideicomiso cuando una parte, llamada fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona denominada fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario.” (Artículo 1666 - Código Civil y Comercial de la Nación , 2014).

El mismo código caracteriza a los Fideicomisos Financieros como “el contrato de fideicomiso, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos.” (Artículo 1690 - Código Civil y Comercial de la Nación, 2014).

El Código Civil y Comercial de la Nación agrega que los títulos valores a que se refiere en el artículo 1690, pueden ofrecerse al público en los términos de la normativa sobre oferta pública de títulos valores, y el organismos de

contralor de los mercados (la Comisión Nacional de Valores) será la autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros y quien dicte normas reglamentarias sobre los requisitos del fiduciario. “El contrato de Fideicomiso Financiero debe contener los términos y condiciones de emisión de los títulos valores, las reglas para la adopción de decisiones por parte de los beneficiarios que incluyan las previsiones para el caso de insuficiencia o insolvencia del patrimonio fideicomitado, y la denominación o identificación particular del Fideicomiso Financiero.” (Artículo 1692 - Código Civil y Comercial de la Nación, 2014).

El Fideicomiso Financiero es una herramienta por la cual se transforman activos ilíquidos en activos líquidos (titulización o securitización). “El fiduciante cede los créditos con sus intereses al fideicomiso, alzándose con la liquidez que le proporciona el que el fiduciario emita títulos negociables contra aquellos” (Fernández, 2010, pág. 5).

Como resultado del proceso de titulización, se pueden emitir dos clases de títulos valores:

- Valores Representativos de Deuda (VRD).
- Certificados de Participación (CP)

Los Valores Representativos de Deuda son “derechos de cobro de lo producido por el fideicomiso y en las condiciones establecidas en el prospecto, los cuales están garantizados con el activo del fideicomiso. Pueden existir distintos tipos de Valores Representativos de Deuda con distinta preferencia de cobro y condiciones.” (Terranova, 2011, pág. 23)

Los Certificados de Participación “otorgan un derecho de participación o de propiedad sobre los activos fideicomitados. Los tenedores de los CP tienen derecho al cobro de lo producido por el fideicomiso, una vez cancelados los compromisos asumidos por los VRD, así como de la liquidación del Fideicomiso.” (Terranova, 2011, pág. 24).

Al igual que las Obligaciones Negociables, el inversor conoce las condiciones sobre la cual será obtenida la renta de los títulos, por esto son considerados títulos de renta fija.

Para Pavel (1989) no todos los activos pueden securitizarse, deben cumplir con las siguientes características:

- Clara configuración de los créditos;
- Patrones de pago bien definidos;
- Flujos de fondos matemática y estadísticamente predecibles;
- Bajos niveles o probabilidades históricas de incumplimiento;
- Amortización total de los créditos a su vencimiento;
- Diversidad de deudores;
- Alta liquidez. Retornos superiores a los activos securitizados.

De no cumplirse con estas características, “la necesidad de mejorarlo con garantías complementarias para reducir su riesgo, puede transformar el proceso en antieconómico. Asimismo se debe dar preferencia a carteras de activos con características de homogeneidad entre sí, debido a que su ausencia dificulta la realización de estadísticas.” (Pavel, 1989, pág. 19)

Los activos a securitizarse formarán parte de los bienes fideicomitidos, los cuales serán administrados por el Fiduciario o persona sobre la que delegue dicha función, constituyendo el patrimonio fideicomitado. Éste es un patrimonio distinto al del Fiduciante y Fiduciario, no pudiendo ser atacado por los acreedores de cualquiera de las dos personas. El Fiduciario debe cumplir con el destino de los bienes según lo indicado en el contrato del Fideicomiso Financiero, teniendo la obligación de rendir cuentas a los beneficiarios.

Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. (2019) enumera las siguientes ventajas de la constitución de un Fideicomiso Financiero:

- Límite del financiamiento: según capacidad de generación de Activos;
- No requiere garantía adicional: Cesión sin recurso;
- Riesgo de la inversión: inherente al Activo que se securitiza;
- Optimización de la carga impositiva;

- Elimina descalce de plazos, tasas y monedas;
- Movilización de Activos: Mayor Liquidez;
- Aumenta el financiamiento a la Cartera de Clientes: Fidelización;
- Mayor disponibilidad del crédito; y
- Ampliación de la Base de Inversores.

Gherzi y Weingarten (2007) clasifican a los Fideicomisos Financieros en función de los activos:

- Créditos o activos existentes: créditos hipotecarios residenciales o comerciales, prendas, préstamos de consumo, cheque de pago diferido, contratos de leasing, pagarés, entre otros. Es el caso más usual de securitización.
- Flujos de fondos futuros: regalías por hidrocarburos, pagos por exportaciones, flujos futuros por ventas de bienes o servicios, coparticipación federal de impuestos, entre otros.
- Activos a corto plazo (revolving): deben generarse a lo largo de la vida del fideicomiso. Reemplazo que se da en los activos del fideicomiso a lo largo de la vida del mismo, y que se basa en la adquisición de nuevos activos a partir de los rendimientos o con el producido de la cancelación o realización de los ya existentes. Ej.: cheques a corto plazo, cupones de tarjetas de crédito, entre otros.

Desde el punto de vista impositivo, a través de la Ley N° 27.440 “Ley de Financiamiento Productivo”, se establece que “en pos de transparentar el tratamiento impositivo vigente, los fideicomisos y los fondos comunes de inversión a que aluden los apartados 6 y 7 del inciso a) del artículo 69 de la Ley de Impuesto a las Ganancias tributarán el impuesto a las ganancias en la medida en que los certificados de participación y/o títulos de deuda o las cuotas partes que emitieran no hubieren sido colocados por oferta pública con autorización de la Comisión Nacional de Valores.” (Artículo 205 - Ley N° 27.440, 2018).

El apartado 6 del inciso a) del artículo 69 de la Ley de Impuesto a las Ganancias hace referencia a los fideicomisos constituidos en el país conforme a las disposiciones del Código Civil y Comercial de la Nación, excepto aquellos en los que el fiduciante posea la calidad de beneficiario.

Adicionalmente a la exención de Impuestos a las Ganancias, en febrero de 2019 se publica el Decreto N° 117/2019, el cual plantea la exención del Impuesto a los Débitos y Créditos para las cuentas empleadas por Fondos Comunes de Inversión Cerrados y Fideicomisos Financieros que cumplan ciertos requisitos. En lo que respecta a los Fideicomisos Financieros, para obtener la exención, deben estar constituidos en el país, siempre que:

- “las carteras de inversiones o los bienes fideicomitados se constituyan con activos homogéneos que consistan en títulos valores públicos o privados o derechos creditorios provenientes de operaciones de financiación evidenciados en instrumentos públicos o privados, verificados como tales en su tipificación y valor por los organismos de control de acuerdo a lo que exija la pertinente normativa en vigor y
- la totalidad de las cuotapartes o de los valores fiduciarios cuenten con oferta pública de conformidad con lo exigido por la normativa aplicable en la materia.” (Artículo 1 - Decreto N° 117/2019, 2019)

El Decreto N° 117/2019, realiza una mención importante en el Considerando, incluyendo bajo esta exención, de modo que no se desprenda ninguna duda, a los Fideicomisos Financieros cuyos bienes fideicomitados provenientes de operaciones de financiación son sustituidos por otros tras su realización o cancelación (Fideicomisos Financieros que sean revolving). Se destaca que realiza esta aclaración para dar certeza que es posible de la exención los Fideicomisos Financieros de revolving, pero no aclara sobre los Fideicomisos Financieros de Flujo Futuro.

Peire (2017) sostiene que en respuesta a la inserción de Argentina en el mundo globalizado y con el propósito de facilitar el financiamiento a la actividad productiva, disminuyendo costos del crédito y alargando los plazos de amortización, se introdujo la titulización en la legislación para ser aplicada a un

proceso de movilización de créditos que abastezca al mercado financiero y el de capitales y, a través de él, al proceso productivo.

“La tendencia de la securitización en la Argentina reconoce su origen en el año 1991, cuando a nivel oficial se planteó la urgencia de actuar sobre el Mercado de Capitales impulsando su crecimiento, lo que trajo aparejada, simultáneamente, la necesidad de adecuar la legislación nacional con el objeto de definir las formas jurídicas y las condiciones formales que hicieren viable una estructura financiera de este tipo.” (Peire, 2017, pág. 1). Posteriormente, en enero de 1995 se promulga la Ley N° 24.441, Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, la primera en regular el Fideicomiso Financiero.

La obtención de Oferta Pública de un Fideicomiso Financiero se debe obtener ante la CNV. “La solicitud de oferta pública deberá ser presentada por el emisor. Se podrá optar por solicitar la autorización de oferta pública de:

- Una emisión de valores representativos de deuda y/o de certificados de participación hasta un monto máximo.
- Un programa global para la emisión de valores representativos de deuda y/o de certificados de participación, hasta un monto máximo.

La autorización del programa global podrá solicitarse con o sin la posibilidad de emitir el monto amortizado. El monto de las series y/o clases en circulación de valores negociables fiduciarios emitidos bajo el programa global no podrá exceder en ningún caso el monto autorizado. Toda emisión a efectuarse en el marco del programa global deberá realizarse dentro de los CINCO (5) años contados a partir de la autorización.” (Artículo 12, Sección IX, Capítulo IV, Título V - Resolución General 622/2013 CNV, 2013, pág. 335).

“La autorización del programa global podrá contemplar la emisión de valores negociables en diferentes series y/o clases, denominadas en una o más monedas, a tasa fija, o a descuento o bajo otras modalidades que las emisoras libremente establezcan.” (Artículo 40, Sección V, Capítulo V, Título II - Resolución General 622/2013 CNV, 2013, pág. 64).

Asimismo, de acuerdo al artículo 12 bis de la Sección IX, Capítulo IV, Título V de la Resolución General 622/2013, CNV establece la emisión a través del trámite simplificado para la entidades que hayan emitido en los últimos doce meses, tres series de Fideicomisos Financieros de idénticas características en el marco del Programa Global de valores fiduciarios. A tal efecto, se deberá presentar un Suplemento de Prospecto de Términos Generales, que contendrá la información de carácter general de las futuras series (el cual regirá para las consecutivas series) y, en oportunidad de cada solicitud de oferta pública de la serie respectiva, un Suplemento de Prospecto de Términos Particulares, que contendrá los términos propios de la emisión.

Para la solicitud de autorización de los Fideicomisos Financieros debe acompañarse:

- “Copia certificada de las resoluciones sociales del o los fiduciantes y del o los fiduciarios por las cuales se resuelve la constitución del fideicomiso financiero consignándose expresamente la denominación del mismo. En las resoluciones sociales deberán constar los términos y condiciones incluido el monto máximo de emisión y –en el caso de fiduciantes- la decisión de transferir los bienes fideicomitidos. Sin perjuicio de ello, en el caso de emisión de series en el marco de un programa global, se podrá delegar expresamente la determinación de tales términos y condiciones.
- Instrumento suficiente mediante el cual se acredite la voluntad del organizador y demás participantes, incluidos aquellos en los cuales el fiduciario ha delegado sus funciones en los términos del presente capítulo, de participar en la emisión. Dicho instrumento deberá presentarse con firmas certificadas y acreditación de las facultades del firmante.
- Informe del Agente de Control y Revisión sobre los bienes fideicomitidos, indicando monto y cantidad de activos subyacentes así como las tareas desarrolladas –con sus resultados e informes- al momento de la estructuración del fideicomiso. Dicho informe

deberá ser presentado en original con firma del Contador Público Independiente legalizada por el Consejo Profesional respectivo.

- UN (1) ejemplar del prospecto y/o suplemento de prospecto conforme al esquema que se indica en la Sección X del presente capítulo.
- Copia del contrato de fideicomiso.
- Modelo de los títulos a ser emitidos.
- Dentro de los CINCO (5) días de suscriptos copia certificada de todos los contratos relativos a la emisión.
- Nota del fiduciante con carácter de declaración jurada, con firma certificada y acreditación de facultades del firmante, en la cual se manifieste, de corresponder:
  - Sobre la existencia de hechos relevantes que afecten y/o pudieran afectar en el futuro la integridad de la estructura fiduciaria, y el normal desarrollo de sus funciones;
  - Que su situación económica, financiera y patrimonial le permite cumplir las funciones por él asumidas bajo el Contrato de Fideicomiso;
  - Sobre la existencia de atrasos y/o incumplimientos en la rendición de cobranzas.” (Artículo 13, Sección IX, Capítulo IV, Título V - Resolución General 622/2013 CNV, 2013, pág. 335).

Existen fideicomisos financieros que son destinados al financiamiento de PYMEs, para esto deberán cumplir los siguientes requisitos:

- “Que el/los fiduciante/s califiquen como PYMES CNV en los términos definidos por las NORMAS (N.T. 2013 y mod.).
- Que en el caso de fiduciantes que no reúnan la condición de PYMES CNV, al menos el SETENTA POR CIENTO (70%) del monto del activo fideicomitado, considerando su valor nominal, se

encuentre conformado por derechos o créditos provenientes de operaciones celebradas con PYMES CNV.

- Que en las emisiones con pluralidad de fiduciantes, al menos el SETENTA POR CIENTO (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.
- Que resulten constituidos en los términos de la Sección XVII del Capítulo IV del Título V de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.)” (Artículo 47, Sección XIX, Capítulo IV, Título V - Resolución General 622/2013 CNV, 2013)

Adicionalmente, el Fiduciario y Fiduciante/s deberán presentar declaraciones juradas confirmando el encuadre fiduciante como PYMES CNV y/o el cumplimiento del requisito de conformación del activo fideicomitado.

Durante el 2018 se realizaron 170 emisiones de Fideicomisos Financieros con oferta pública en el Mercado de Capitales argentino, por AR\$ 42.750 millones y U\$S 110 millones. A continuación se exhibe las principales emisiones de Fideicomisos Financieros en Pesos Argentinos y en Dólares Estadounidenses durante el 2018.

Emisiones de Fideicomisos Financieros en Pesos Argentinos (AR\$)

<u>Mes de Emisión</u>	<u>Fideicomiso</u>	<u>Duration VDFA</u>	<u>Monto VDFA Colocado (AR\$ MM.)</u>	<u>TIR VDFA</u>
Marzo	Supervielle Créditos 97	8,59	712,5	29,9%
Marzo	RG Albanesi 9	10,95	619,1	31,2%
Enero	Megabono Crédito 182	6,21	503,0	28,5%
Marzo	Megabono 185	6,64	445,1	28,3%
Julio	Garbarino 145	3,93	342,0	60,9%
Abril	Garbarino 143	4,46	330,5	28,3%
Enero	Megabono Crédito 180	5,96	430,0	29,2%
Marzo	Garbarino 142	4,41	333,0	28,3%
Diciembre	Consubond 149	4,41	348,7	76,3%
Junio	Megabono Crédito 188	4,67	562,9	57,0%

Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

Emisiones de Fideicomisos Financieros en Dólares Estadounidenses (U\$S)

<u>Mes de Emisión</u>	<u>Fideicomiso</u>	<u>Duration VDFA</u>	<u>Monto VDFA Colocado (U\$S MM.)</u>	<u>TIR VDFA</u>
Noviembre	Crescere 5	0,97	29,2	5,1%
Septiembre	Crescere 4	1,82	25,8	6,8%
Abril	Crescere 3	3,67	20,5	3,8%
Mayo	Agrocap 1	2,77	6,7	7,3%

Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

Se debe aclarar que dentro las emisiones de Fideicomisos Financieros en dólares, en marzo de 2018 el Fideicomiso Financiero RG Albanesi serie 9 emitió Valores de Deuda Fiduciaria clase B por U\$S 4,4 millones.

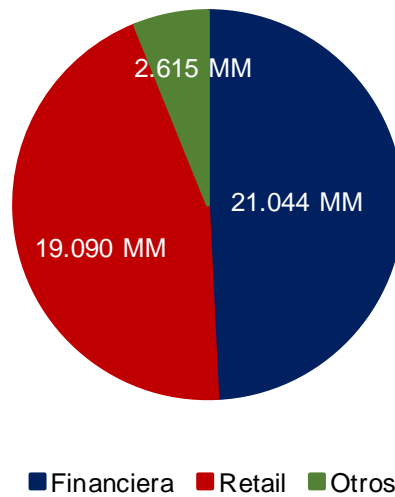
En abril de 2018 se emitió el único Fideicomiso Financiero denominado en UVA (Unidades de Valor Adquisitivo), el cual se ajusta por el índice CER. El Fideicomiso Financieros Cédulas Hipotecarias Argentinas UVA serie 1, emitió Valores de Deuda Fiduciaria clase A y B, por AR\$ 8,6 millones y AR\$ 5,8 millones, respectivamente.

Las normas de CNV (2013) reglamentan que para el caso de emisiones de Valores Fiduciarios denominados en UVA, deberán emitirse con un plazo de amortización no inferior a dos años contados desde la fecha de emisión, y se

deberá detallar en el Prospecto y/o Suplemento de Prospecto los mecanismos tendientes a garantizar el repago de los valores fiduciarios.

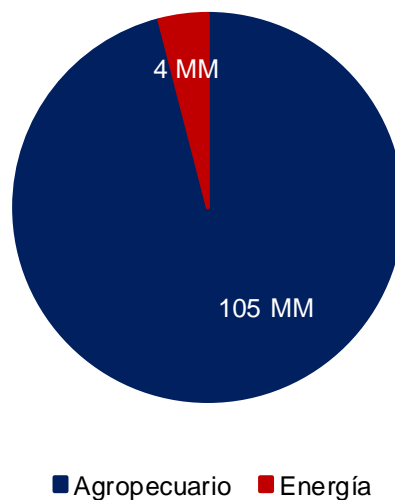
Al realizar un análisis de las emisiones por sector económico, se observa que el Sector Financiero fue el que realizó el mayor monto de emisiones de Fideicomisos Financieros en Pesos Argentinos. En cuanto a emisiones en Dólares Estadounidenses, se destaca como principal emisor el Sector Agropecuario.

Emisiones de Fideicomisos Financieros en Pesos Argentinos (AR\$)



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

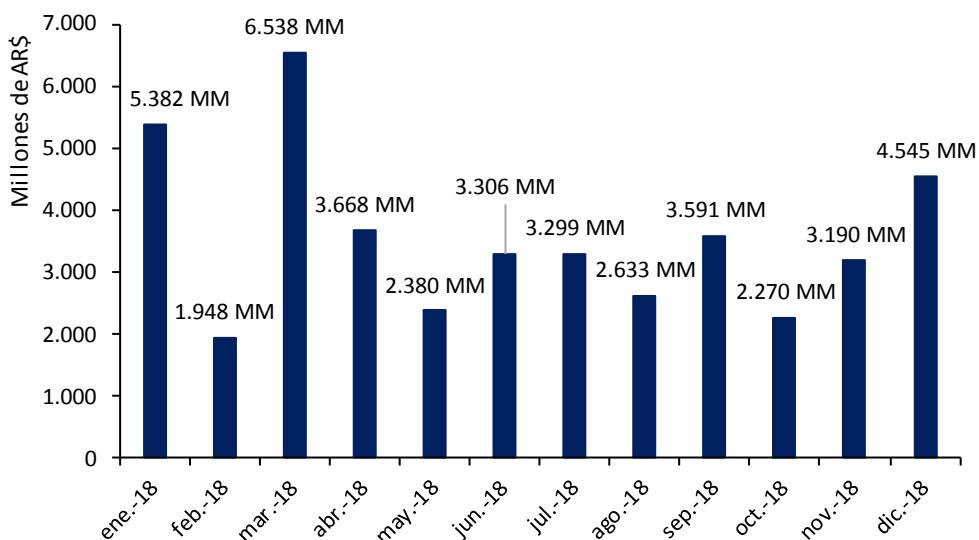
Emisiones de Fideicomisos Financieros en Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

Realizando una apertura mensual del año 2018, se observa que el mes con mayores emisiones en Pesos Argentinos fue el de marzo, destacando las emisiones de Supervielle Créditos serie 97 y Megabono serie 185, por AR\$ 750 millones y AR\$ 659 millones, respectivamente.

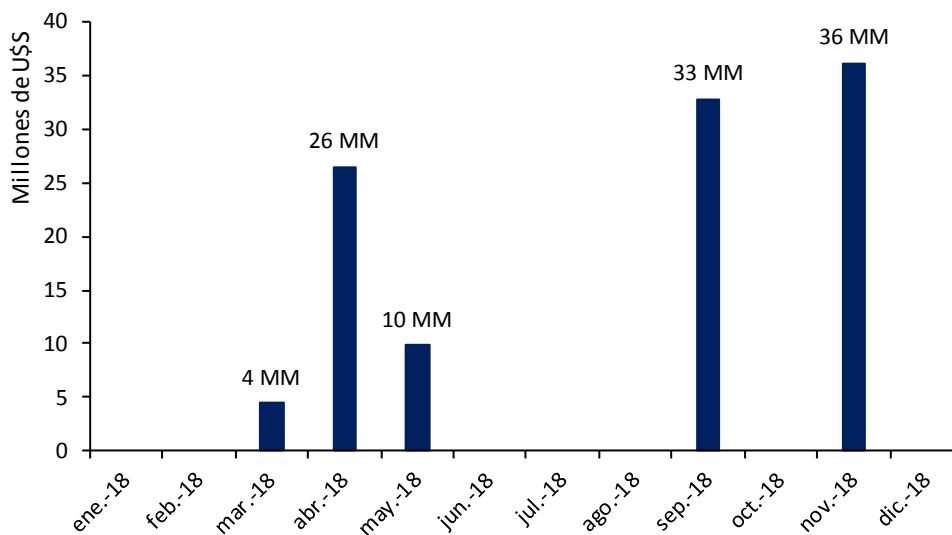
Emisiones de Fideicomisos Financieros en Pesos Argentinos (AR\$)



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

En lo referente a las emisiones de Fideicomisos Financieros en Dólares Estadounidenses, el mes con mayor monto de emisión fue noviembre, correspondiente a la emisión del Fideicomiso Financiero Crescere serie 5 por un monto de U\$S 36,2 millones.

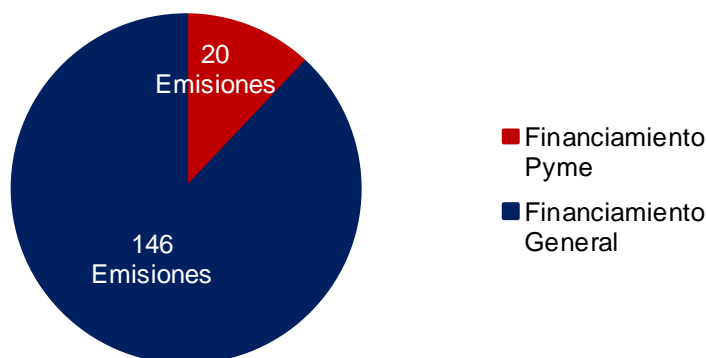
Emisiones de Fideicomisos Financieros en Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

Continuando con el análisis, podemos clasificar las emisiones de este instrumento según el objeto de financiamiento para las cuales fueron emitidas, financiamiento general o financiamiento PYME. Durante el 2018, el 12,2% de las emisiones en Pesos Argentinos fueron para el financiamiento PYME, mientras que no se registraron emisiones en dólares para dicho financiamiento.

*Emisiones de Fideicomisos Financieros en Pesos Argentinos (AR\$)*

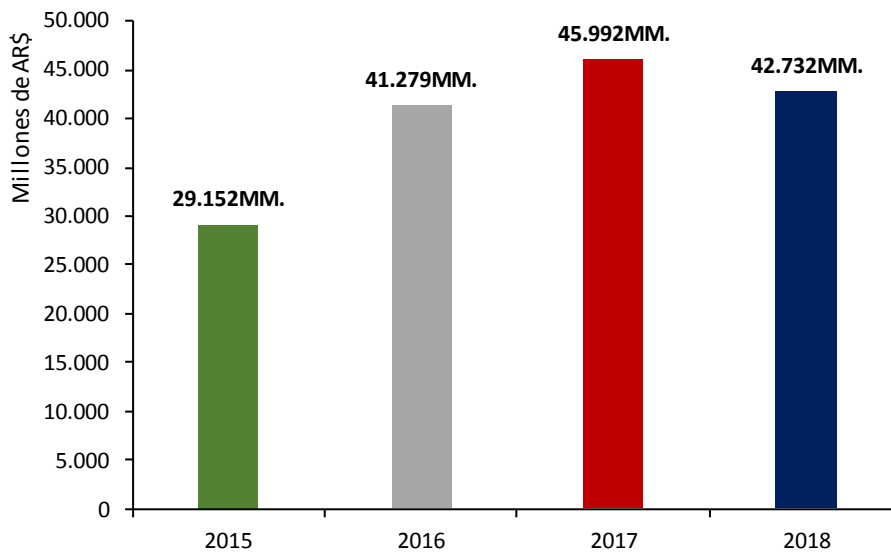


*Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.*

Si realizamos una comparación de emisiones de Fideicomisos Financieros en Dólares Estadounidenses del año 2018 contra el año 2017, se generó una disminución del monto emitido del 51,0%. En cuanto a las emisiones en Pesos Argentinos, disminuyeron un 7,1%. En el análisis de las emisiones en Pesos Argentinos, se considera el valor nominal de la moneda local, sin contemplar el efecto de la inflación local. Por este motivo, la disminución con respecto al año 2017 no es tan diferencial, como logra mostrar la emisión en Dólares Estadounidenses. Como se resaltó previamente, durante el 2018 las empresas encontraron difícil el acceso al financiamiento en dólares, como consecuencia del incremento de las tasas internacionales.

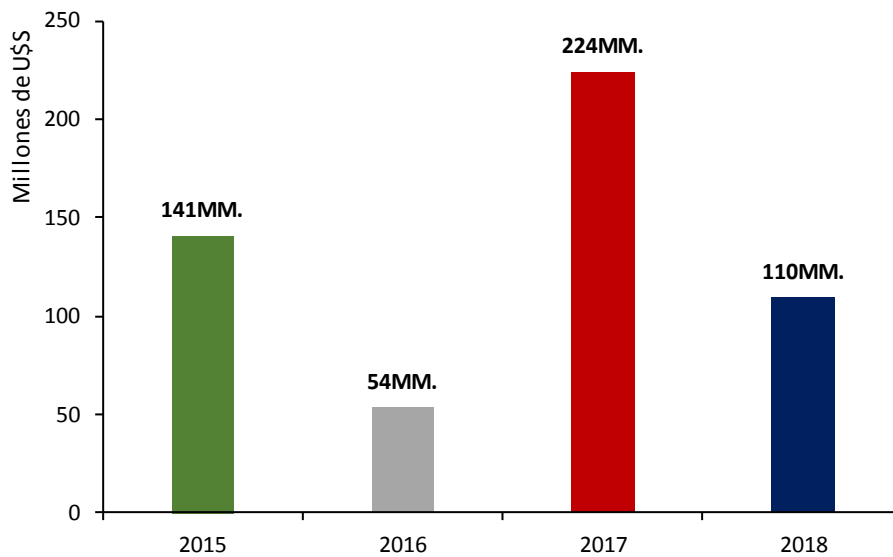
Al igual que el financiamiento a través de las Obligaciones Negociables, durante el 2017 las emisiones de Fideicomisos Financieros denominados en Dólares Estadounidenses crecieron de forma extraordinaria (un 317,8% con respecto al 2016). A pesar que la FED comenzó con el incremento de la tasa en 2017, la perspectiva alcista durante el 2018 fue el principal factor de disminución de emisiones en Dólares Estadounidenses durante ese año.

Emisiones de Fideicomisos Financieros en Pesos Argentinos (AR\$)



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

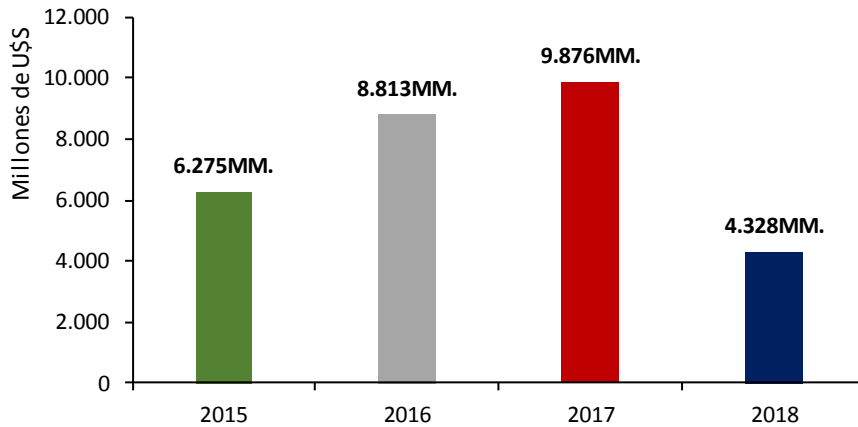
Emisiones de Fideicomisos Financieros en Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

En el gráfico siguiente se exhibe el total de las emisiones expresadas en Dólares Estadounidenses. En el mismo se observa la profunda disminución que tuvo esta herramienta durante el 2018, un 56,2% con respecto al año anterior.

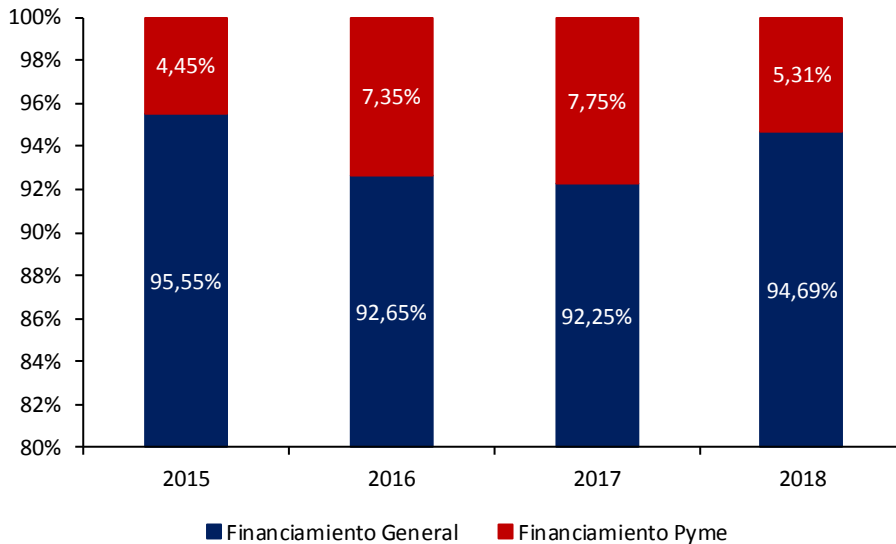
Total de emisiones de Fideicomisos Financieros expresadas Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

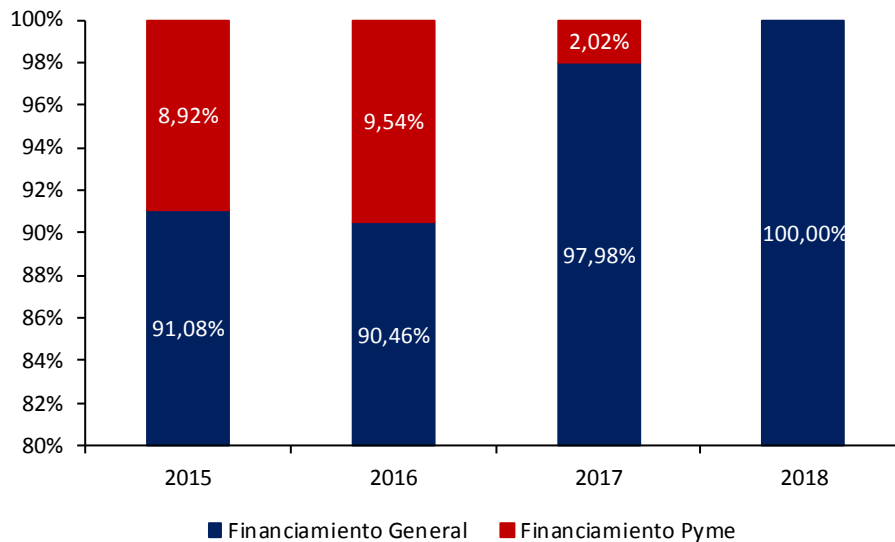
Si realizamos la comparación anual, teniendo en cuenta la apertura por la clasificación bajo el objeto de financiamiento para las cuales fueron emitidas, se observa que las emisiones para el financiamiento PYME decrecieron en el último año. Concretamente, en el 2018 las emisiones para el financiamiento PYME en Pesos Argentinos disminuyeron un 36,2%, mientras que en Dólares Estadounidenses no se realizaron emisiones.

Emisiones de Fideicomisos Financieros en Pesos Argentinos (AR\$)



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

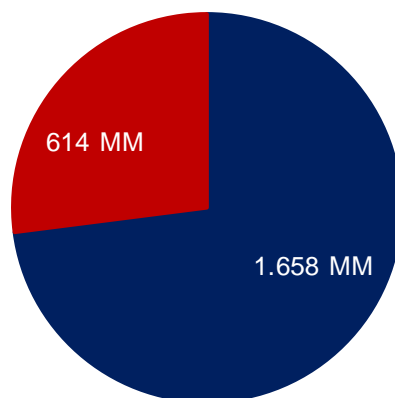
Emisiones de Fideicomisos Financieros en Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

Realizando una apertura por sector de las emisiones de Fideicomisos Financieros en Pesos Argentinos con objeto PYME, las emisiones se dividen en dos sectores, Sector Financiero y Sector Agropecuario. El primero de ellos emitió el 73,0% del monto total a través de 16 emisiones, mientras que el Sector Agropecuario emitió el 27,0% restante a través de 4 emisiones.

Emisiones de Fideicomisos Financieros PYME en Pesos Argentinos (AR\$)



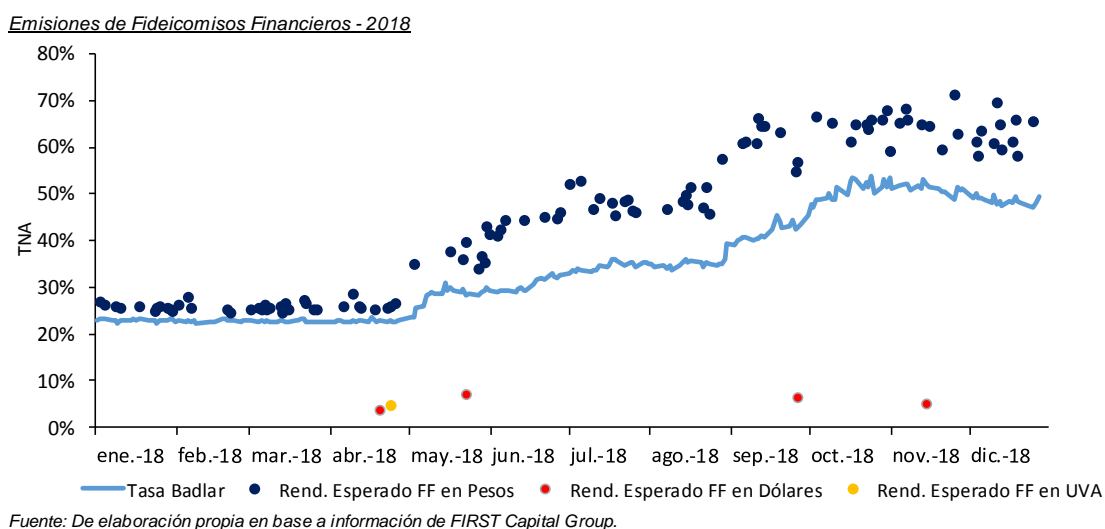
■ Financiero ■ Agropecuario

Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

Al igual que las Obligaciones Negociables, los Fideicomisos Financieros pueden ser emitidos a tasa fija o variable. En las emisiones a tasa fija, se define en las condiciones de emisión, la tasa a la cual el instrumento devengará

intereses durante el transcurso de su vida. En las emisiones a tasa variable, se define en las condiciones de emisión una tasa de referencia. La tasa de referencia que se utiliza para la generalidad de las emisiones, es la tasa BADLAR. En este último caso, adicionalmente se suele incorporar una tasa mínima y máxima para el devengamiento de intereses.

El siguiente gráfico muestra las tasas de rendimientos esperados (expresadas en Tasa Nominal Anual – TNA) para el inversor, de los Valores de Deuda Fiduciaria clase A (títulos Senior), durante el 2018. Los rendimientos esperados para el caso de los títulos que devenguen interés a una tasa variable, se estiman en función a la Tasa BADLAR del día de la colocación de cada título.



Como puede observarse, los rendimientos de los títulos Senior fueron incrementándose a medida que aumentaba la tasa de referencia, y pasada la mitad del año, el spread de los rendimientos esperados por sobre la tasa BADLAR fue aumentando. En el gráfico siguiente se muestra la dispersión que tuvieron los spreads de los rendimientos esperados por sobre la Tasa BADLAR, de las emisiones del 2018. Se destaca que a partir de mayo 2018 los spreads fueron incrementándose, producto del contexto ya descrito en apartados anteriores.



contrapartida, la empresa vendedora del valor lo computa como parte de su pasivo corriente, como una deuda comercial”. (Gonzalez Barros, 2014, pág. 89).

En febrero de 1995 se sanciona la Ley N° 24.452, la “Ley de Cheques”, donde se reglamenta el uso de dicho documento. No obstante, recién en julio de 2003 se sanciona el Decreto N° 386/2003, el cual autoriza su negociación en el Mercado de Capitales. “Los cheques de pago diferido serán negociables en las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores autorregulados de la REPUBLICA ARGENTINA, conforme a sus respectivos reglamentos, los que a este efecto deberán prever un sistema de interferencia de ofertas con prioridad precio-tiempo.” (Artículo 2 Decreto N° 386/2003, 2003).

La Comisión Nacional de Valores indica en su texto ordenado (2013) que los CPD podrán ser negociados en Mercados bajo competencia de la CNV. La CNV será el organismo competente respecto de su negociación secundaria, comprendiendo el control de la actividad de todos los participantes. Para su negociación secundaria, los cheques de pago diferido, deberán ser depositados mediante un endoso a favor de una entidad autorizada por la Comisión a solicitud del depositante y por cuenta y orden del cliente, indicándose en el endoso “Para su negociación en Mercados bajo competencia de CNV”. En ningún caso las entidades que custodien los cheques de pago diferido estarán obligadas a su pago, ni serán responsables por sus defectos formales, ni por la legitimación de los firmantes o la autenticidad de las firmas asentadas en los cheques de pago diferido.

Asimismo, la CNV (2013) resalta que los mercados reglamentarán la negociación de los CPD incluyendo los siguientes aspectos:

- Controles de convalidación por defectos formales y de autenticidad del instrumento.
- Negociación bajo sistemas de concurrencia de ofertas que aseguren la prioridad precio-tiempo.
- Custodia y conservación de los CPD contemplando que la custodia no transmite la propiedad ni el uso, debiendo la entidad a

su cargo únicamente conservarlos y custodiarlos, efectuando las registraciones que deriven de su negociación y no quedando obligada al pago.

- Implementación de un procedimiento de congelamiento de plaza para toda operación concertada, exigiendo un tiempo adicional de 2 minutos en el que cualquier comprador pueda mejorar la tasa y adquirir el cheque. Si durante dicha instancia de congelamiento ocurriera una nueva concertación que mejore la tasa, nuevamente se deberá congelar la plaza por 2 minutos más y así sucesivamente hasta que el precio confluya en un punto de equilibrio.
- Las operaciones deberán ser concertadas para ser liquidadas en el plazo de 24 horas.

La negociación de CPD cuenta con diferentes sistemas de negociación:

- Segmento Avalado: “Es una modalidad exclusiva para las pymes, mediante la obtención del aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) que respalde su posterior negociación en el mercado. Permite a las pymes acceder al Mercado de Capitales a través de tasas similares a las obtenidas por grandes empresas pudiendo negociar cheques propios o de terceros. Este instrumento otorga garantías de cobro, ya que ante cualquier dificultad será la propia SGR quien se transforma en el pagador del valor del cheque de pago diferido negociado” (Mercado Argentino de Valores S.A., 2019).
- Segmento Patrocinado: “el librador del cheque es quien patrocina y fomenta el descuento de su propio cheque, facilitando de este modo el acceso al financiamiento para su cadena de proveedores. Las Sociedades Comerciales, Cooperativas, Asociaciones Civiles, Mutuales, Fundaciones y los Estados Nacional, provinciales y municipales -entidades libradoras del instrumento- podrán solicitar la cotización de los cheques por ellas emitidos a favor de terceros,

para que puedan ser negociados en los mercados de valores.”  
(Mercado Argentino de Valores S.A., 2019).

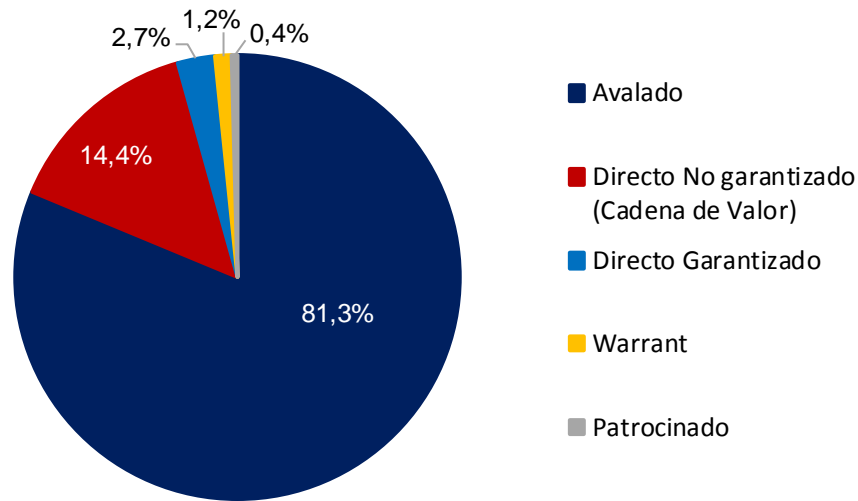
Adicionalmente, el Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) (2019) establece el sistema de Negociación Directa, el cual cuenta con cuatro diferentes modalidades:

- Segmento Directo Garantizado: la garantía del Cheque de Pago Diferido a negociar es brindada por el MAV, quien a su vez solicita contragarantías al Agente que introduce el cheque al Mercado para su descuento, otorgando al inversor garantías suficientes que avalan el fiel y oportuno cumplimiento. Ante el default de un cheque, el MAV procede a su inmediato pago al comitente o inversor valiéndose de las garantías aportadas por el Agente.
- Segmento No Garantizado: el comprador de un CPD conoce certeramente el valor descontado y no cuenta con ninguna garantía adicional de pago. Esta operación queda garantizada por la solvencia del librador (además de todos los elementos del derecho común que están a su alcance).
- Segmento Garantía Warrants: el sujeto de crédito es el librador o endosante de un CPD, quien se constituye en deudor frente al comitente comprador o inversor, actuando el Warrant incorporado a la negociación como garantía de pago. Sólo se aceptan warrants sobre bienes de alta liquidez, transables en mercados institucionalizados que garanticen precios públicos y de fácil consulta.
- Segmento Garantía de Contrato granos en modalidad Precios a Fijar: los CPD que se presenten para la negociación en el Mercado contarán como garantía con la cesión de derechos crediticios derivados de Contratos de compraventa de Granos modalidad Precio a Fijar. El precio de esa operación será fijado en una fecha futura a criterio del vendedor, sobre la base de un precio de referencia. A partir de la cesión de los derechos de cobro del contrato a favor del Mercado se valoriza ese activo

abriendo un cupo contra el cual el Agente vendedor podrá descontar todos aquellos cheques de pago diferido correspondientes.

Durante el 2018 se negociaron en el MAV AR\$ 39.039 millones, distribuido en los distintos segmentos de la siguiente forma:

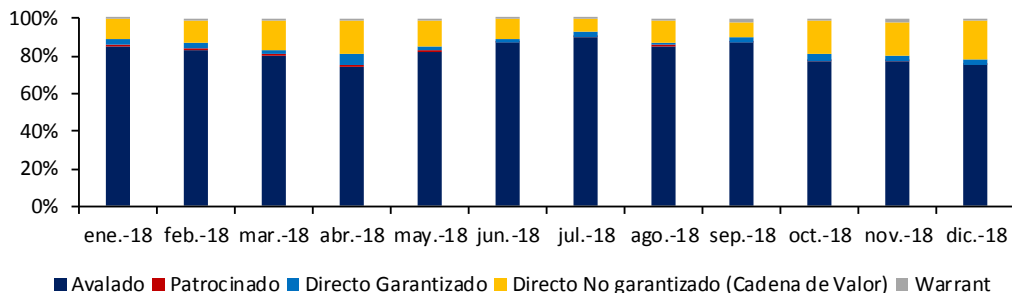
*Distribución de CPD Negociados en MAV - 2018*



Fuente: De elaboración propia en base a información del MAV.

Se destaca ampliamente la negociación de CPD bajo el segmento Avalado. La preponderancia bajo este segmento se distribuyó prácticamente de igual forma durante todo el año, llegando a ser la mínima proporción sobre el total negociado en abril de 2018 del 74,6%.

*Distribución de CPD Negociados en MAV - 2018*

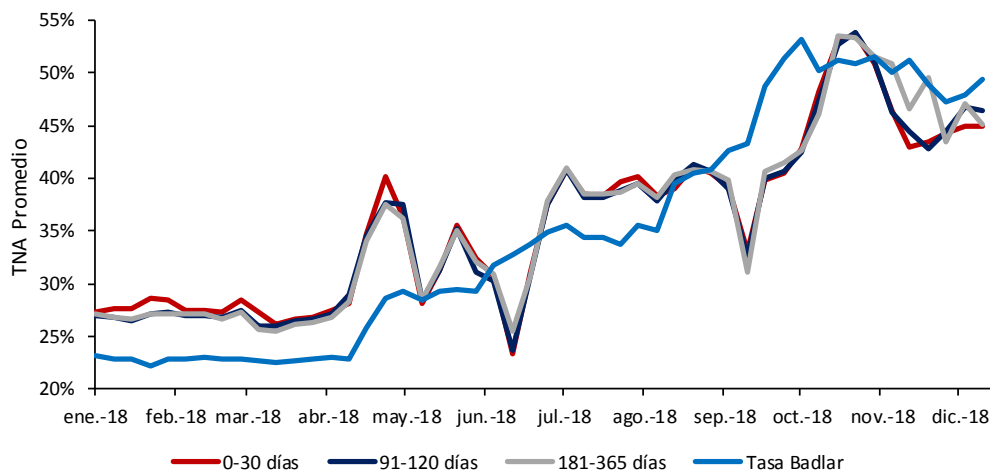


Fuente: De elaboración propia en base a información del MAV.

El plazo de negociación de los cheques es hasta 360 días (plazo legal máximo de emisión de Cheques de Pago Diferido). Dependiendo del plazo del cheque se negocia la tasa de interés entre las partes. A su vez en el segmento

Avalado se considera la calidad de la Sociedad de Garantía Recíproca. En el siguiente cuadro se exhibe la evolución de las tasas promedio negociadas ponderadas por el valor nominal del CPD abierta por su plazo de negociación, para el Segmento de mayor relevancia durante el 2018,

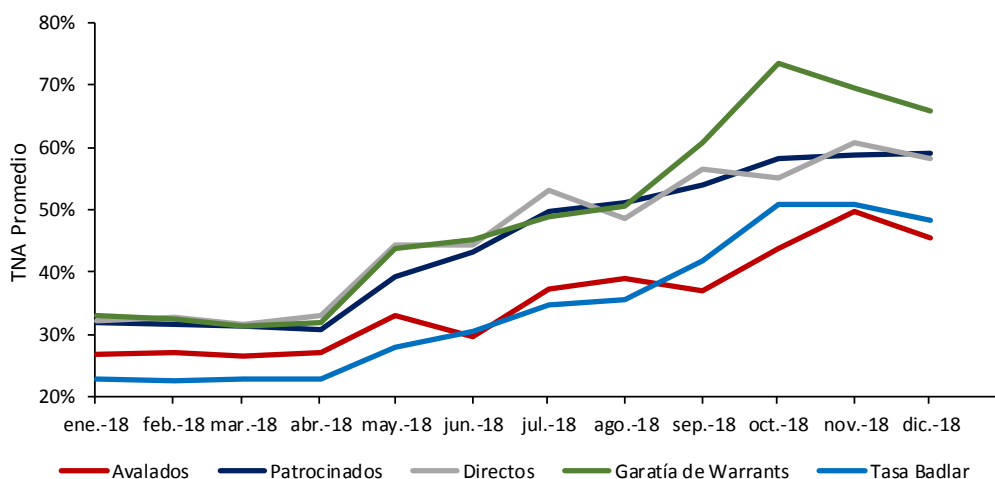
Tasa de Negociación (TNA) - Segmento Avalado 2018



Fuente: De elaboración propia en base a información del MAV.

A continuación se muestra las tasas de negociación promedio mensual por segmento de negociación del año 2018.

Tasa de Negociación (TNA) - por Segmento de Negociación 2018

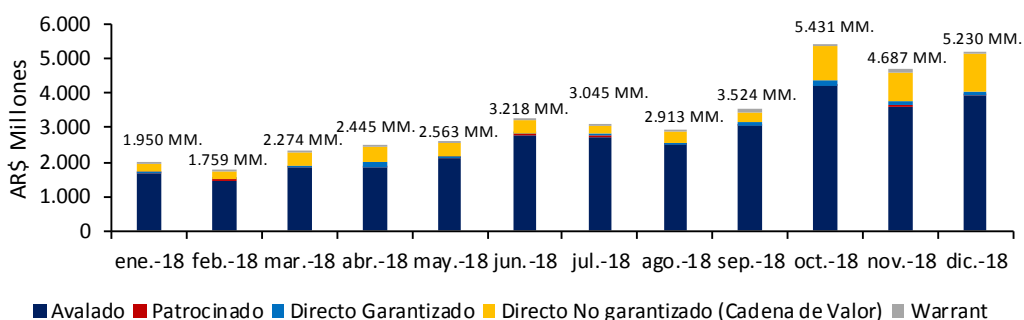


Fuente: De elaboración propia en base a información de CNV.

En ambos cuadros se observar el incremento de las tasas a partir de mayo. Como se referencia en apartados anteriores, las causas de los incrementos de las tasas a partir de mayo de 2018, fueron producto de la depreciación del Peso Argentino con respecto al Dólar Estadounidense y al consecuente incremento de la Tasa de Política Monetaria.

Octubre fue el mes de mayor negociación de CPD en el MAV durante el 2018, llegando a AR\$ 5.431 millones.

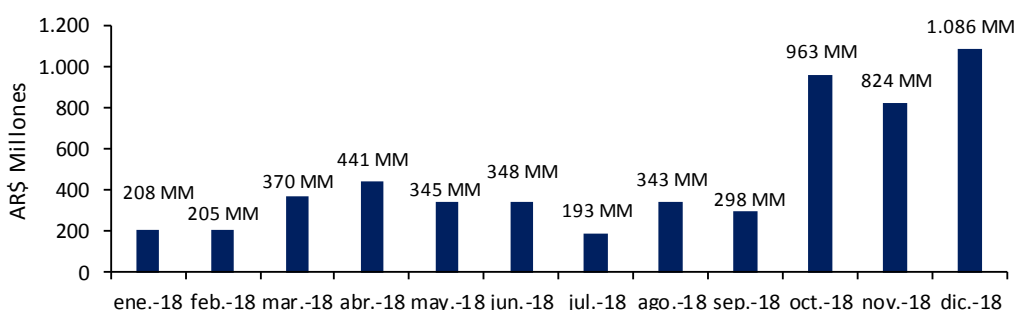
CPD Negociados en MAV - 2018



Fuente: De elaboración propia en base a información del MAV.

En octubre de 2018, el MAV mediante una comunicación (2018) informó que el FONDEP (Fondo Nacional de Desarrollo Productivo - fondo dirigido al financiamiento de PYMEs administrado por el Ministerio de Producción creado con inversión de compañías de seguros) iba a comenzar a actuar como comprador de Cheques de Pago Diferido en el segmento Directo MAV Cadena de Valor, siempre que el librador se encuentre dentro del listado de empresas elegible que determina el Comité del FONDEP. A partir de dicho mes, las negociaciones de CPD dentro de este segmento empezaron a crecer exponencialmente, llevando a un aumento del último trimestre del año, en comparación al trimestre anterior, del 245%.

Negociación CPD Segmento Directo No Garantizado - Cadena de Valor



Fuente: De elaboración propia en base a información del MAV.

## **Negociación de Pagares**

El pagaré es un “título de crédito formal y completo que contiene la promesa incondicionada y abstracta de pagar una suma de dinero, vinculando solidariamente a todos sus intervinientes.” (Cámara, 2011, pág. 367).

En julio de 1963, a través del Decreto – Ley N° 5.965, se establece las condiciones formales para la emisión de Pagarés en Argentina. No obstante, el pagaré no fue negociado en el Mercado de Capitales sino hasta julio de 2016, que bajo la Ley N° 27.264, Programa de Recuperación Productiva, se permitió la negociación de este documento en los mercados. Posteriormente en mayo de 2018 la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo incluirá algunos ajustes adicionales al Decreto – Ley N° 5.965.

“El pagaré debe contener:

- La cláusula "a la orden" o la denominación del título inserta en el texto del mismo y expresada en el idioma empleado para su redacción;
- La promesa pura y simple de pagar una suma determinada;
- El plazo de pago;
- La indicación del lugar del pago;
- El nombre de aquél al cual o a cuya orden debe efectuarse el pago, salvo que se trate de un pagaré emitido o endosado para su negociación en mercados registrados ante la Comisión Nacional de Valores, en cuyo caso este requisito no será exigible;
- Indicación del lugar y de la fecha en que el vale o el pagaré han sido firmados;
- La firma del que ha creado el título (suscriptor). Si el instrumento fuere generado por medios electrónicos, y el acreedor fuera una entidad financiera comprendida en la ley 21.526 y sus modificatorias, y/o cuando sea negociado en mercados bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores, el requisito de la firma quedará satisfecho si se utiliza cualquier método que asegure indubitablemente la exteriorización de la voluntad del

suscriptor y la integridad del instrumento” (Artículo 196 Ley N° 27.440, 2018)

Adicionalmente, el pagaré a ser negociado en los mercados registrados ante la Comisión Nacional de Valores deberá cumplir con lo siguiente:

- “Deben incorporar la cláusula "sin protesto", la que surtirá efectos respecto del incumplimiento de cualquiera de las cuotas;
- Deberán incorporar la cláusula "para su negociación en Mercados registrados en la Comisión Nacional de Valores";
- De los pagos de las cuotas quedará constancia en el resumen de cuenta que emita el agente que ejerza la función de custodia, registro y/o pago, conforme a la reglamentación que dicte la Comisión Nacional de Valores, contra las cuentas comitentes administradas en el marco de sus funciones;
- La Comisión Nacional de Valores como autoridad de aplicación determinará las obligaciones de los agentes que ejerzan la función de custodia, registro y/o pago en relación a la validación de la información inserta en el pagaré, así como la verificación del cumplimiento de los aspectos formales del mismo. En ningún caso el agente estará obligado a su pago, ni generará obligación cambiaria, ni será responsable por sus defectos formales, ni por la legitimación de los firmantes o la autenticidad de las firmas en los pagarés;
- El pagaré emitido en los términos de la presente podrá ser negociado en los mercados registrados ante la Comisión Nacional de Valores de conformidad con las normas que dicte la autoridad de aplicación;
- Los pagarés gozan de oferta pública en los términos de la ley 26.831 y sus modificaciones y podrán ser negociados en mercados registrados ante la Comisión Nacional de Valores siempre que los mismos reúnan los requisitos que establezcan las normas que dicte dicha comisión como autoridad de aplicación, y

le serán aplicables las exenciones impositivas correspondientes a valores negociables con oferta pública;

- La custodia y/o registro del pagaré no transfiere al agente la propiedad ni su uso por lo tanto, sólo deberá conservar y custodiar los mismos y efectuar las operaciones y registraciones contables indicadas en la ley 20.643 y sus modificatorias o lo que resuelva la Comisión Nacional de Valores como autoridad de aplicación;
- El domicilio del agente que ejerza la función de custodia será el lugar de pago del pagaré.” (Artículo 197 Ley N° 27.440, 2018)

La Comisión Nacional de Valores es la autoridad de aplicación del régimen de negociación de pagarés en mercados registrados. La CNV (2013) establece los siguientes requisitos:

- Sean emitidos por PyMEs, por un monto mínimo de PESOS CIENTO MIL (\$100.000) o su equivalente en moneda extranjera, y con la cláusula “sin protesto”. En caso de ser emitidos en moneda extranjera, el importe a pagar en moneda de curso legal se calculará al tipo de cambio vendedor “billete”, de la moneda extranjera de que se trate, publicado por el Banco de la Nación Argentina al cierre del día anterior a la fecha de vencimiento.
- Su vencimiento opere en fecha cierta, la que deberá fijarse dentro de un plazo mínimo de 90 días y máximo de 3 años, a contarse desde su fecha de emisión.
- Se encuentren avalados por Sociedades de Garantía Recíproca autorizadas para funcionar por la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa y/o por Fondos de Garantía de Carácter Público inscriptos ante el BCRA.

Los mercados reglamentarán la negociación de los Pagarés incluyendo los siguientes aspectos:

- Controles de convalidación por defectos formales y de autenticidad del documento.
- Negociación bajo sistemas de concurrencia de ofertas que aseguren la prioridad precio-tiempo.
- Pautas para la correcta individualización e identificación del documento (detalle del número de serie del valor y/o las que estime suficientes al efecto).

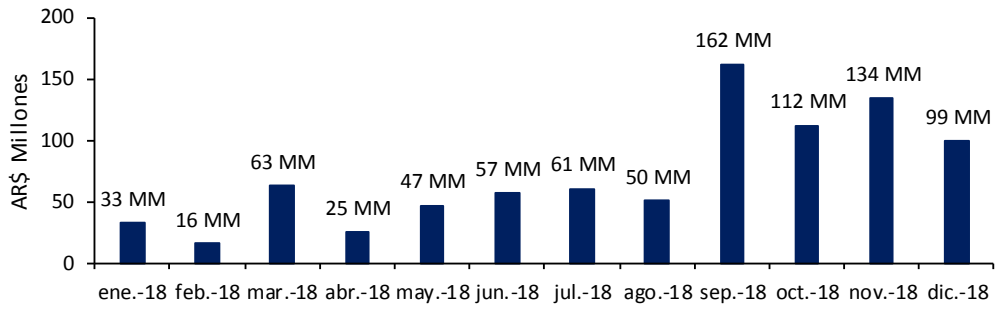
“Para su negociación secundaria, los pagarés deberán ser librados sin designación de beneficiario y depositados a favor de una entidad autorizada por la Comisión, indicándose que los mismos se entregan “Para su negociación en Mercados registrados en CNV”. La negociación del pagaré podrá efectuarse en forma individual o agrupada.

Las entidades que reciban en depósito los pagarés, realizarán anotaciones en cuenta de los sucesivos adquirentes como consecuencia de su negociación en Mercados, y procederán al registro de la transferencia de los pagarés hacia las cuentas receptoras correspondientes, incluyendo los detalles pertinentes para la correcta individualización e identificación del documento. A su vencimiento se procederá a registrar en el valor negociable el nombre del último adquirente, en calidad de beneficiario.” (Artículo 55, Sección XV, Capítulo V, Título VI - Resolución General 622/2013 CNV, 2013).

Las entidades que custodien los pagarés no estarán obligadas a su pago, ni serán responsables por sus defectos formales, ni por la legitimación de los firmantes o la autenticidad de las firmas asentadas en los pagarés.

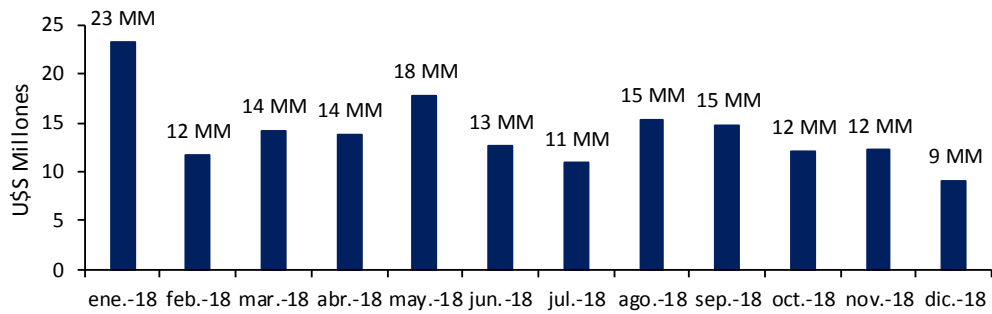
Durante el 2018 se negociaron en el Mercado Argentino de Valores AR\$ 860,3 millones y U\$S 168,1 millones, siendo la distribución anual de la siguiente forma.

Negociación Pagaré en Pesos Argentinos (AR\$)



Fuente: De elaboración propia en base a información del MAV.

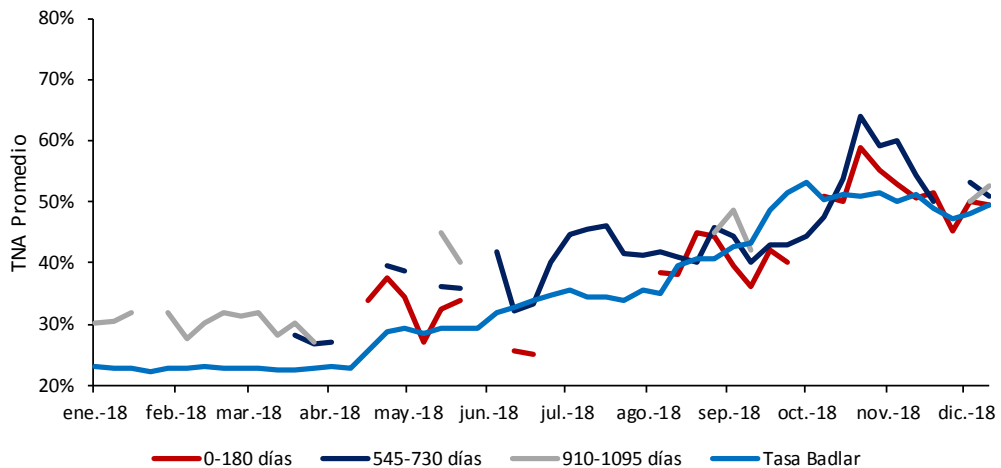
Negociación Pagaré en Dólares Estadounidenses (U\$S)



Fuente: De elaboración propia en base a información del MAV.

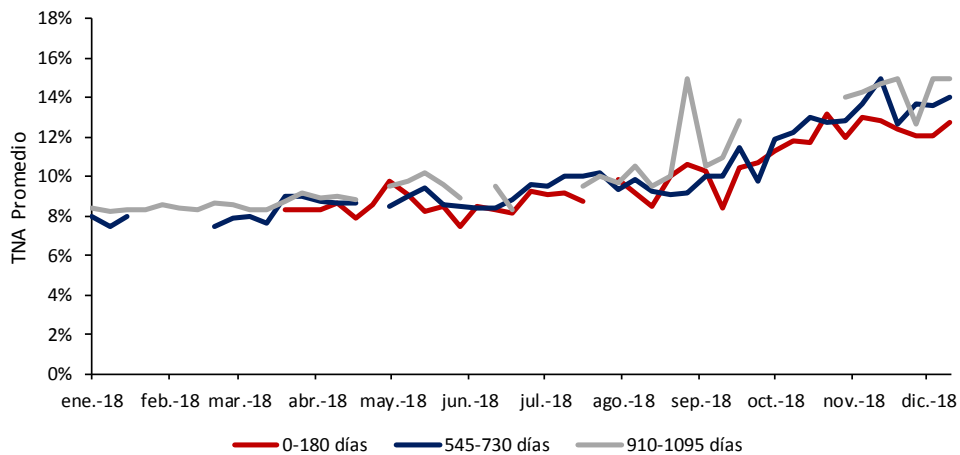
Dependiendo del plazo del documento y la calidad del emisor, se negocia la tasa de interés entre las partes. En los siguientes cuadros se exhiben la evolución de las tasas promedio negociadas ponderadas por el valor nominal del Pagaré en Pesos Argentinos y en Dólares Estadounidenses.

Tasa de Negociación (TNA) - Pagaré en Pesos Argentinos 2018



Fuente: De elaboración propia en base a información del MAV.

*Tasa de Negociación (TNA) - Pagars en Dólares Estadounidenses 2018*



*Fuente: De elaboración propia en base a información del MAV.*

## **Instrumentos de Instituciones Bancarias**

Dentro de los instrumentos financieros operados a través de bancos, podemos distinguir:

- Préstamos Bancarios.
- Descuento de cheques.
- Arrendamientos Financieros.

### **Préstamos Bancarios.**

Los préstamos de las instituciones financieras pueden ser de Corto Plazo o de Largo Plazo, éstas son las que establecen la tasa de interés por la operación.

En general, “los contratos para tomar un préstamo bancario, son contratos de adhesión, es decir, no existen posibilidades ciertas de discutir sus cláusulas. Dicho de otra manera, es el acreedor el que impone las condiciones y al deudor sólo le cabe la posibilidad de aceptarlas o no” (Sánchez, 2016, pág. 17)

Sánchez (2016) señala condiciones que se tiene en cuenta al momento de obtener el préstamo:

- Clase de Garantía: Real o Personal.

- El plazo del préstamo.
- Tasa de interés aplicable durante la vida del préstamo.
- Otros gastos.
- Destino del préstamo.
- Capacidad de repago.
- La tasa de inflación futura

El mismo autor agrega que las empresas tienen la posibilidad de realizar los Descubiertos en Cuenta Corriente, a través de los cuales la empresa libra cheques sin la correspondiente provisión de fondos o con insuficiencia de ellos. En comparación a las herramientas del Mercado de Capitales, los préstamos bancarios pueden llegar a contar con tasas de interés más altas, dependiendo la calidad de la empresa y la institución financiera.

Cuattromo y Serino (2010) señalan que:

- Las grandes empresas se financian con recursos propios, en el Mercado de Capitales (pocas emisiones) y con crédito bancario;
- Las empresas medianas utilizan fondos propios y crédito bancario a corto plazo y, en algunas coyunturas favorables, obtiene crédito a mediano plazo (generalmente de no más de 5 años);
- Las empresas pequeñas se financian con fondos propios, por medio del descuento de cheques y adelantos en cuenta corriente (y muy excepcionalmente obtienen crédito a corto y mediano plazo).

Las entidades bancarias que brindan este tipo de financiamiento a la empresas pueden ser entidades privadas o públicas.

Marshall (2007) afirma que debido que los bancos públicos no están obligados a maximizar sus ganancias, pueden atender aspectos de la actividad financiera cuya rentabilidad inmediata puede ser menor que sus impactos sobre la economía en un plazo más largo. A diferencia, los bancos privados evalúan proyectos crediticios, según su propio criterio de rentabilidad, pero los

bancos públicos pueden evaluarlos según un criterio más amplio y sin la necesidad de ganancias inmediatas.

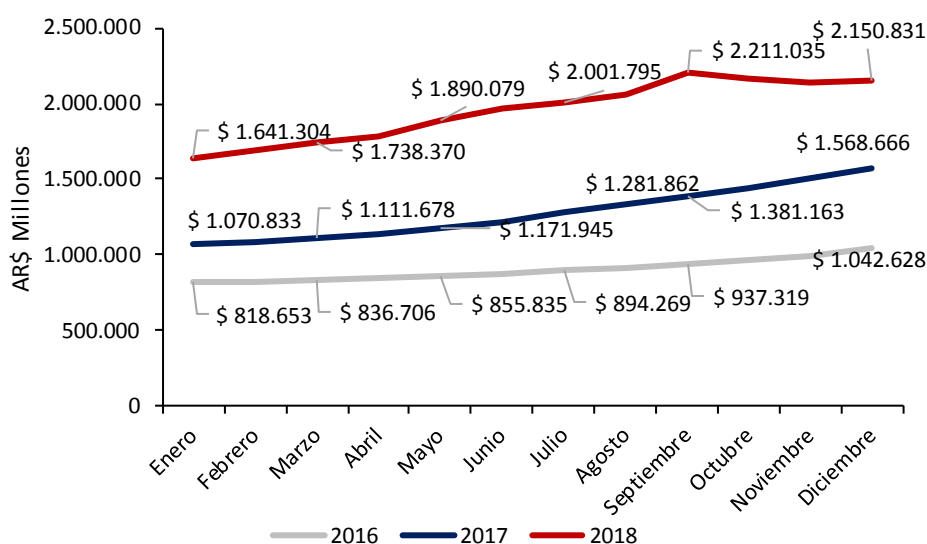
Kampel y Rojze (2004) sostienen que los bancos públicos pueden cumplir un importante rol, forzando al sector privado a fijar precios y tasas en niveles más bajos. Se evitaría que las entidades financieras dominantes en el mercado abusen de su posición frente a los tomadores de crédito generando elevadas rentas.

Durante el 2018 hubo créditos de reactivación productiva, como por ejemplo acceso a las distintas líneas de crédito para estimular la inversión y la actividad exportadora y créditos para PyMEs para capital de trabajo e inversión.

El Banco de la Nación Argentina (2019) a través del plan “Nación Emprende” ofrece opciones de financiación para microempresa o emprendimiento, con el objetivo de promover el desarrollo local, la creación de empleo, formalización de actividades y la inclusión financiera en todo el país. Los créditos para microempresas están destinados para: adquisición de controladores fiscales homologados, inversión general, capital de trabajo asociado a una inversión, y gastos de evolución y capital de trabajo vinculado al giro comercial como único destino. En cuando a los créditos para emprendedores, están destinados para compra de herramientas, maquinarias e insumos que permitan llevar adelante el emprendimiento.

Durante diciembre de 2018, el sector bancario totalizaba un promedio de AR\$ 2.150.831 millones destinados a préstamos al sector privado. En términos interanuales, los préstamos continuaron un ritmo de crecimiento, obteniendo un ascenso del 37,1% en términos nominales en comparación a igual mes del año 2017. Desde septiembre 2018 hasta diciembre de mismo año, los saldos créditos al sector privado fueron disminuyendo, representando una caída de 2,7%, explicada principalmente por la caída de los saldos de préstamos al sector privado en moneda extranjera del 3,9%, debido principalmente al contexto devaluatorio de la moneda local.

Saldos de Créditos al Sector Privado expresado Pesos Argentinos (AR\$) - 2016/2018



Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina

A continuación se exhibe la apertura de los saldos de créditos al sector privado en función al destino del préstamo durante el año 2018.

Saldos de Créditos al Sector Privado expresado en millones de Pesos Argentinos (AR\$) - 2018

Período	Total	Comerciales	Hipotecarios	Prendarios	Personales	Tarjetas de crédito	Otros
ene.-18	1.641.304	651.719	139.130	94.829	357.973	298.998	98.660
feb.-18	1.695.124	671.966	149.893	97.417	368.797	309.889	97.175
mar.-18	1.738.370	690.855	162.310	100.332	380.167	309.045	95.656
abr.-18	1.787.103	706.945	175.312	103.000	390.744	312.721	98.381
may.-18	1.890.079	766.614	189.649	106.011	401.112	321.225	105.461
jun.-18	1.965.407	802.035	199.721	109.034	407.487	336.565	110.574
jul.-18	2.001.795	824.876	205.494	110.563	409.835	331.937	118.692
ago.-18	2.063.104	860.412	210.997	111.605	415.937	341.852	122.303
sep.-18	2.211.035	970.179	216.889	113.917	421.236	354.385	134.431
oct.-18	2.160.299	916.050	219.365	116.048	422.590	357.851	128.376
nov.-18	2.138.624	878.733	221.490	114.125	422.777	373.584	127.900
dic.-18	2.150.831	892.957	223.906	113.563	421.342	366.447	132.619

Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina

Saldos de Créditos al Sector Privado en Moneda Local expresado en millones de Pesos Argentinos (AR\$) - 2018

Período	Total	Comerciales	Hipotecarios	Prendarios	Personales	Tarjetas de crédito	Otros
ene.-18	1.351.817	413.898	135.055	89.567	357.973	286.746	68.578
feb.-18	1.383.590	415.319	145.331	91.620	368.797	295.025	67.500
mar.-18	1.417.377	423.043	157.408	94.140	380.167	296.795	65.823
abr.-18	1.462.226	434.731	170.057	96.742	390.744	301.342	68.610
may.-18	1.502.716	441.565	183.206	98.519	401.112	307.913	70.401
jun.-18	1.535.455	440.413	192.368	100.057	407.487	324.335	70.796
jul.-18	1.553.749	451.486	197.492	100.207	409.797	321.708	72.886
ago.-18	1.569.041	449.380	202.111	100.466	415.726	329.344	72.015
sep.-18	1.588.078	448.705	205.181	100.544	420.966	341.875	70.806
oct.-18	1.574.879	430.024	207.137	99.999	422.330	347.236	68.153
nov.-18	1.572.263	409.744	208.907	98.965	422.522	363.247	68.879
dic.-18	1.563.065	405.594	210.479	97.811	421.077	357.188	70.916

Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina

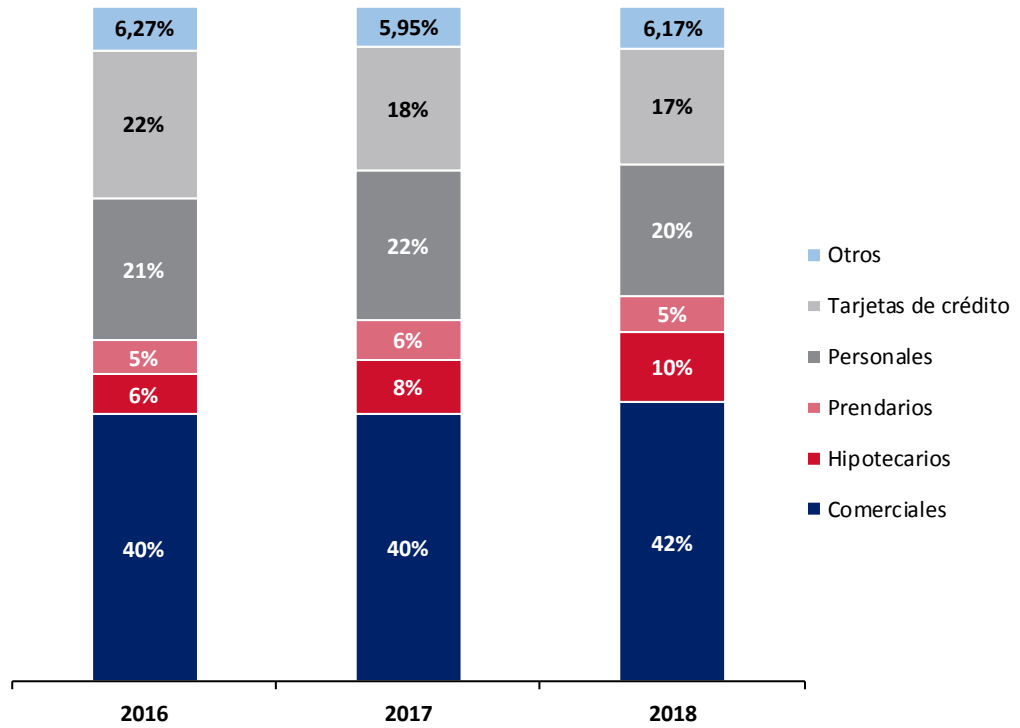
Saldos de Créditos al Sector Privado en Moneda extranjera expresado en millones de Dólares Estadounidenses (U\$S) - 2018

Período	Total	Comerciales	Hipotecarios	Prendarios	Personales	Tarjetas de crédito	Otros
ene.-18	15.208	12.496	214	276	-	642	1.581
feb.-18	15.701	12.934	230	292	-	749	1.496
mar.-18	15.861	13.233	242	306	-	605	1.474
abr.-18	16.055	13.452	260	309	-	562	1.471
may.-18	16.364	13.733	272	317	-	562	1.480
jun.-18	16.206	13.628	277	339	-	463	1.499
jul.-18	16.211	13.516	290	375	1	370	1.658
ago.-18	16.393	13.637	295	372	7	413	1.670
sep.-18	16.145	13.515	303	346	7	324	1.649
oct.-18	15.770	13.092	330	433	7	286	1.622
nov.-18	15.534	12.863	345	416	7	284	1.619
dic.-18	15.515	12.864	354	416	7	244	1.629

Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina

Realizando un análisis en los meses de diciembre para los años 2016, 2017 y 2018, se observa un crecimiento de los créditos comerciales e hipotecarios y un descenso en lo referido a créditos a través de tarjetas de créditos y préstamos personales.

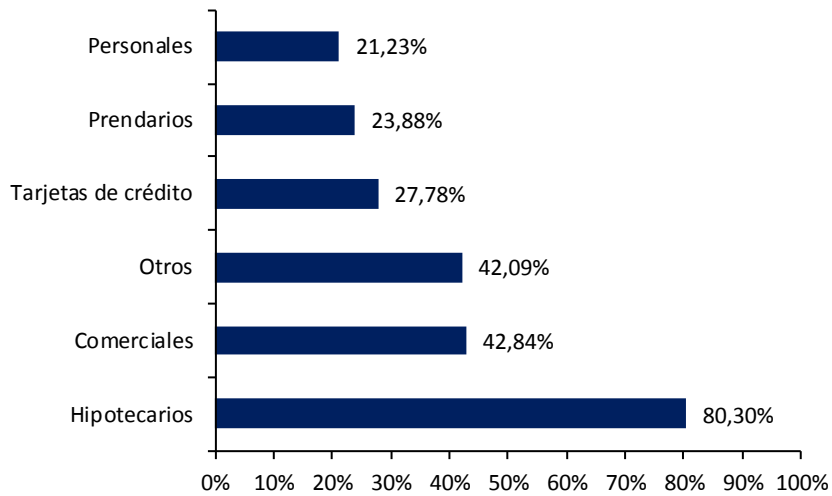
Saldos de Créditos al Sector Privado - Diciembre 2016/2018



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

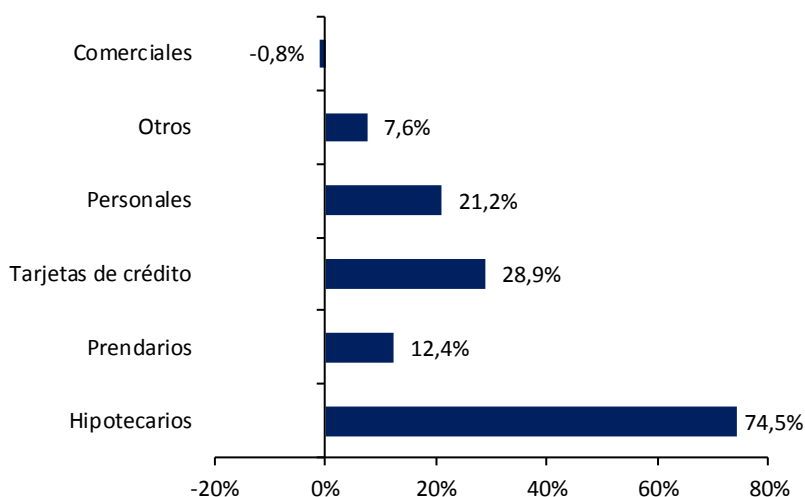
Considerando los meses de diciembre 2017 y 2018, se exhibe el crecimiento anual por destino del total de los préstamos, posteriormente se muestra el mismo análisis realizando una apertura por moneda:

Variación Anual de los Saldos de Créditos al Sector Privado - 2017/2018



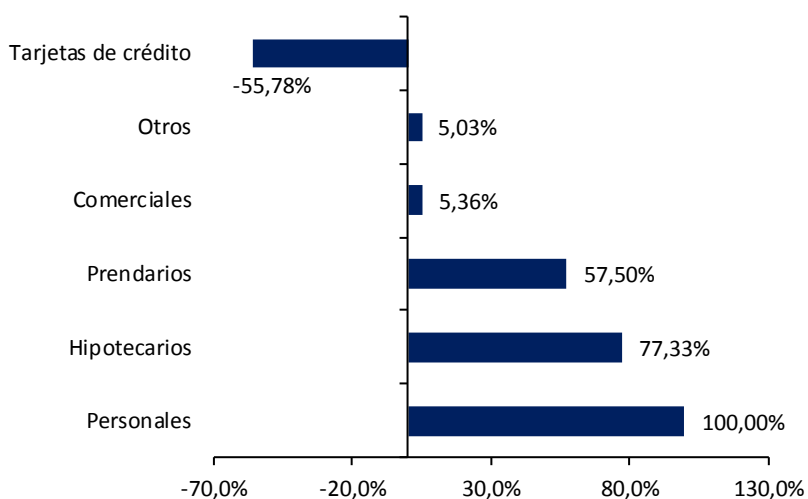
Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina.

Variación Anual de los Saldos de Créditos al Sector Privado en Moneda Local - 2017/2018



Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina.

Variación Anual de los Saldos de Créditos al Sector Privado en Moneda Extranjera - 2017/2018



Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina.

**Descuento de Cheques de Pago Diferido.**

Se refiere a “descuento” de Cheques de Pago Diferido, con distinción de la “negociación”, “cuando una empresa (persona física o jurídica) realiza una venta de cheques a una entidad bancaria (o financiera). De esta forma, el valor nominal neto de los intereses descontados es considerado por el Banco como un “activo financiero”, es decir, una línea de crédito otorgada (a la empresa).

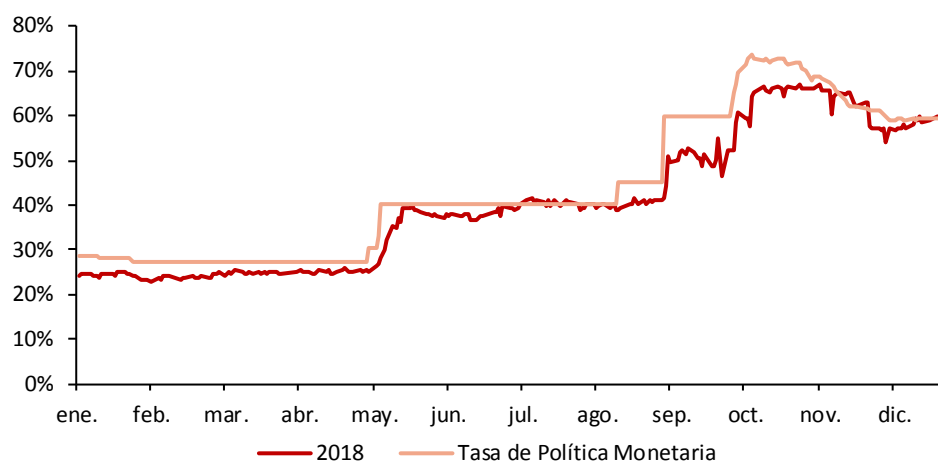
Como contrapartida, la empresa vendedora del valor se encuentra asumiendo un pasivo con la entidad.” (Gonzalez Barros, 2014, pág. 89).

Gonzalez Barros (2014) señala que existen diferentes variables para la determinación de la tasa que aplicará la entidad bancaria en el descuento de CPD. Se podrían considerar los siguientes factores:

- Margen Financiero: “La principal función de las entidades bancarias es la intermediación de recursos financieros, caracterizada por la captación de depósitos y el otorgamiento de créditos. Del resultado de esta actividad surge el costo o margen de intermediación financiera o spread, usualmente definido como la diferencia entre el costo que los deudores asumen por la obtención de fondos (conocido como tasa activa) y la remuneración que los colocadores de depósitos reciben (tasa pasiva).” (Grasso & Banzas, 2006, pág. 4).
- Concentración del Mercado: “Un mayor grado de competencia reduce los costos de intermediación financiera y contribuye a mejorar la eficiencia económica, sin embargo, al reducir el poder de mercado y la rentabilidad de los bancos, puede debilitar la capacidad de estos para afrontar situaciones adversas.” (Gonzalez Padilla, 2012, pág. 2).

Durante el 2018 ocurrieron 3 grandes incrementos de la Tasa de Política Monetaria, motivo por el cual las tasas de descuento de Cheques de Pago Diferido sufrieron incrementos considerables en los meses de mayo, agosto y septiembre.

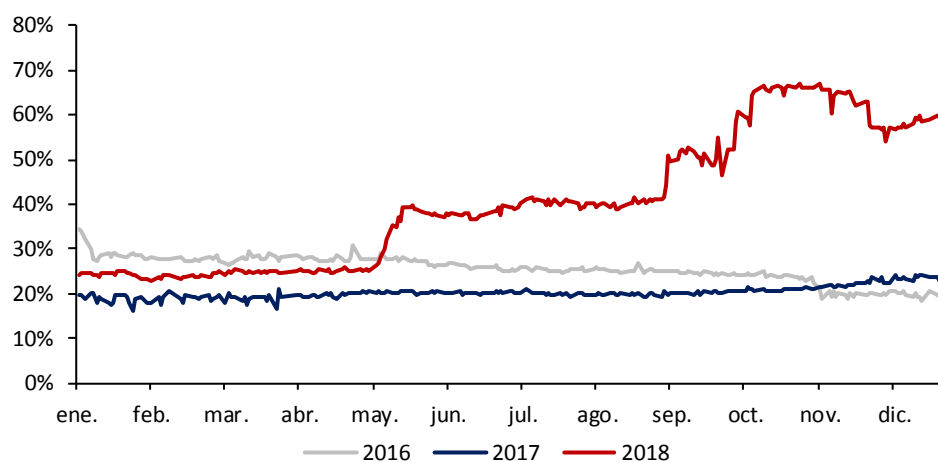
Tasa de interés de Documentos Descontados y Tasa de Política Monetaria 2018



Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina

A continuación se exhibe los datos históricos de las tasas de descuento de cheques de pago diferido desde el año 2016 hasta 2018.

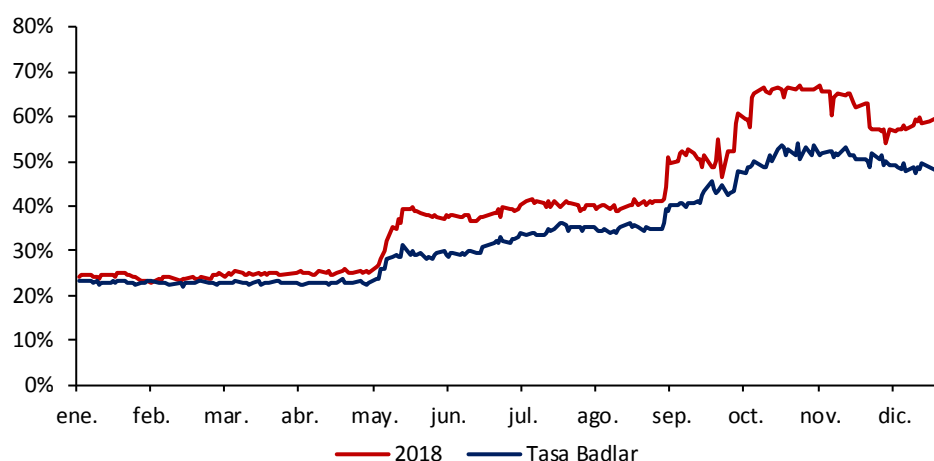
Tasa de interés de Documentos Descontados para Personas Jurídicas - 2016/2018



Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina

Realizando un análisis de las tasas de descuento de los cheques, durante el 2018 la misma se encontró en todo momento en niveles muy superiores a la Tasa BADLAR.

*Tasa de interés de Documentos Descontados y Tasa Badlar 2018*



*Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina*

### **Arrendamientos Financieros – Leasing.**

El Código Civil y Comercial de la Nación (CCC) sancionado en octubre de 2014 regula la figura del Leasing. Anteriormente este instrumento fue regulado en primera instancia por la Ley N° 24.441, Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, a partir de enero de 1995, y posteriormente, por la Ley N° 25.248, Ley de Contrato de Leasing, sancionada en mayo de 2000.

El Código Civil y Comercial de la Nación (2014), en el artículo número 1227 define al contrato de Leasing en cual el dador conviene transferir al tomador la tenencia de un bien cierto y determinado para su uso y goce, contra el pago de un canon y le confiere una opción de compra por un precio. El mismo código define que podrán ser objeto del contrato cosas muebles e inmuebles, marcas, patentes o modelos industriales y software, de propiedad del dador o sobre los que el dador tenga la facultad de dar en leasing.

En el artículo número 1231 del Código Civil y Comercial de la Nación (2014), se establece que el bien objeto del contrato de Leasing puede:

- a) comprarse por el dador a persona indicada por el tomador;
- b) comprarse por el dador según especificaciones del tomador o según catálogos, folletos o descripciones identificadas por éste;

- c) comprarse por el dador, quien sustituye al tomador, al efecto, en un contrato de compraventa que éste haya celebrado;
- d) ser de propiedad del dador con anterioridad a su vinculación contractual con el tomador;
- e) adquirirse por el dador al tomador por el mismo contrato o habérselo adquirido con anterioridad (*sale and lease back*);
- f) estar a disposición jurídica del dador por título que le permita constituir leasing sobre él.

“El tomador puede usar y gozar del bien objeto del leasing conforme a su destino, pero no puede venderlo, gravarlo ni disponer de él. Los gastos ordinarios y extraordinarios de conservación y uso, incluyendo seguros, impuestos y tasas, que recaigan sobre los bienes y las sanciones ocasionadas por su uso, son a cargo del tomador, excepto convención en contrario. El tomador puede arrendar el bien objeto del leasing, excepto pacto en contrario. En ningún caso el locatario o arrendatario puede pretender derechos sobre el bien que impidan o limiten en modo alguno los derechos del dador.” (Artículo N° 1238 - Código Civil y Comercial de la Nación, 2014)

Levy (2003) realiza una descripción de las características del arrendamiento financiero:

- Herramienta de negociación ante proveedores de equipo, lo que puede reducir el costo de la operación.
- Tratamiento fiscal específicamente regulado.
- Se conservan pocos recursos monetarios de la empresa, al no requerir pagos anticipados de gran volumen al inicio de la operación.
- Se tiene la posesión y propiedad del bien, lo cual se formaliza al ejercer la opción de compra al final del contrato.
- Se dejan libre y sin afectación otras fuentes de financiamiento, ya que los bienes financiados a través del Arrendamiento Financiero

sirven de garantía para el crédito obtenido, sin necesidad de comprometer otros bienes.

- Se puede recuperar la liquidez de la empresa por medio del *sale and lease back*.

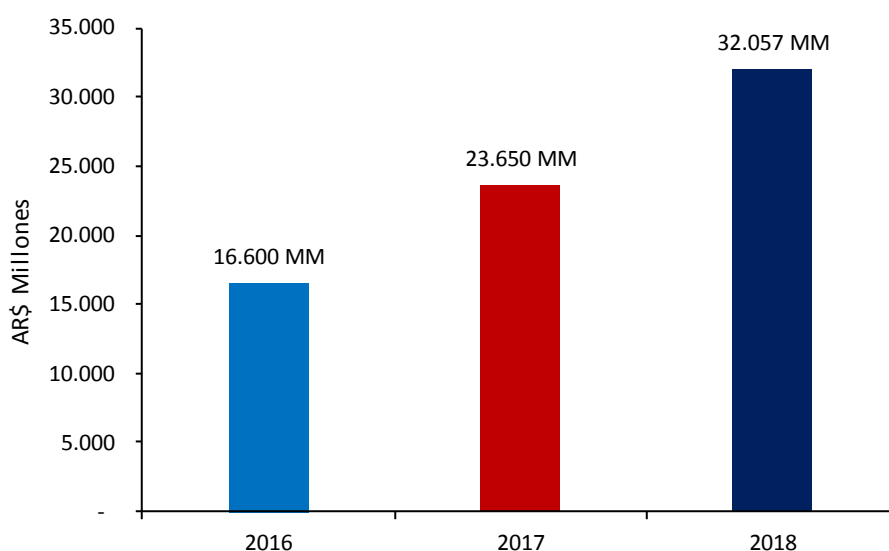
Aicega (2015) resalta que el dador puede ser persona humana o jurídica con capacidad para disponer de un bien determinado, mientras que el tomador también puede ser cualquier persona humana o jurídica. Anteriormente, bajo la Ley N° 24.441, se imponía que el dador fuera una entidad financiera o una sociedad que tenga por objeto la realización de ese tipo de contratos, y los fabricantes e importadores de cosas muebles destinadas al equipamiento de industrias, comercios, empresas de servicios, agropecuarias o actividades profesionales que el tomador utilizara exclusivamente con esa finalidad.

“El Código no establece un plazo mínimo o máximo para su ejercicio. En el sentido indicado el art. 1250, Cód.C.C., dispone que no son aplicables al leasing las disposiciones relativas a plazos mínimos y máximos de la locación de cosas ni las excluidas convencionalmente. Consiguientemente el término dependerá exclusivamente de lo pactado por las partes a tenor, v.gr, de las necesidades de financiación, si el objeto dado es una cosa mueble o inmueble, las características y destino del bien” (Aicega, 2015, pág. 10)

“Los incisos a), b) y c) del art. 1231, Cód.C.C., contemplan la operación de leasing financiero, que es aquella mediante la cual una persona, generalmente entidad financiera o sociedad de leasing, adquiere un bien, a requerimiento del tomador, cuyo uso y goce luego le transfiere a cambio del compromiso de pagar un canon periódico, concediéndole, a la vez, una opción de compra del bien. En el leasing financiero el dador fundamentalmente otorga financiación, pues existe un tercero proveedor del bien (fabricante, importador, vendedor o constructor), que es quien lo entrega al dador del leasing para su transferencia al tomador. Por tratarse de una mera financiación, ese tercero responde directamente ante el tomador.” (Aicega, 2015, pág. 12)

Realizando un análisis de los años 2016, 2017 y 2018, en el siguiente gráfico se puede observar un crecimiento de los saldos de cartera de Leasings, creciendo en el 2018 un 35,6% con respecto al año anterior.

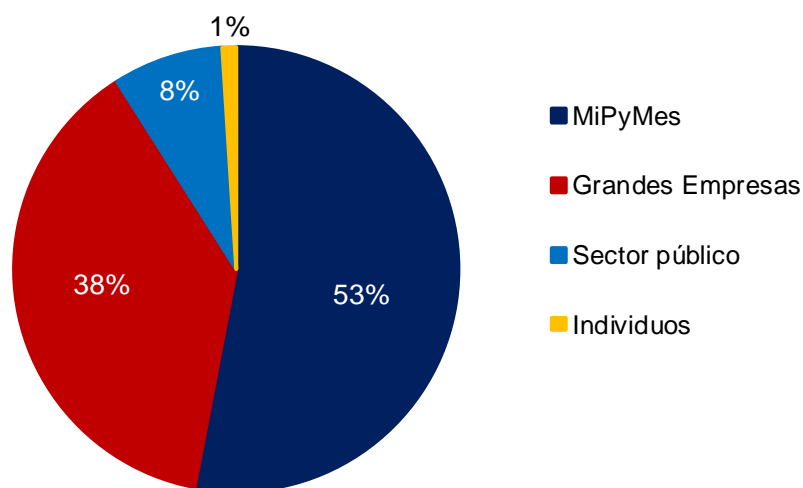
#### Saldo de Cartera de Leasing 2016 - 2018



Fuente: Asociación de Leasing de Argentina

Del saldo total a diciembre de 2018, las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas fueron las que recibieron la mayor cantidad de financiamiento a través de esta herramienta. Comparado diciembre del año 2017 este porcentaje se reduce pasando del 59,7% al 53%, teniendo mayor participación las Grandes Empresas.

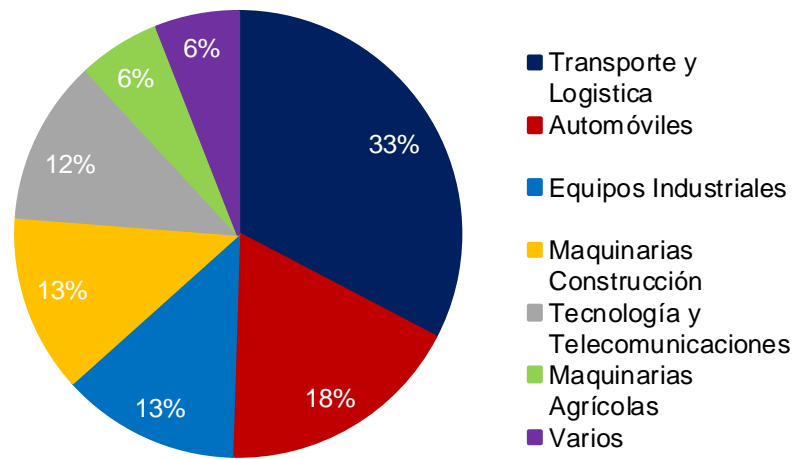
#### Segmento de Clientes del Saldo de la Cartera



Fuente: Asociación de Leasing de Argentina

A continuación se muestra que los Leasings relacionados a transporte y logística son los más preponderantes sobre el resto de los bienes, teniendo en cuenta el saldo de la cartera a fin de 2018.

Tipo de bien del Saldo de la Cartera



Fuente: Asociación de Leasing de Argentina

### **Capítulo III: Herramientas de financiamiento posterior al 2018 en Argentina**

#### **Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs.**

En mayo de 2018 se promulgó la ley N° 27.440 “Ley de Financiamiento Productivo”. Esta ley establece un impulso al financiamiento de Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). En los primeros artículos se desarrolla la figura de “Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs”, como herramienta financiera para ser negociadas en el Mercado de Capitales.

“En todas las operaciones comerciales en las que una Micro, Pequeña o Mediana Empresa esté obligada a emitir comprobantes electrónicos originales (factura o recibo) a una empresa grande, conforme las reglamentaciones que dicte la Administración Federal de Ingresos Públicos, entidad autárquica en el ámbito del Ministerio de Hacienda, se deberá emitir "Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs" (Artículo 1 - Ley N° 27.440, 2018)

La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) será el organismo encargado de establecer los procedimientos para la adhesión al régimen y el funcionamiento del mismo. (Artículo 3 - Decreto N° 471/2018, 2018).

“Las "Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs" podrán ser negociadas en los Mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores conforme las normas que dicte ese organismo en su carácter de autoridad de aplicación, gozarán de oferta pública en los términos de la ley 26.831 y sus modificaciones y les será aplicable el tratamiento impositivo correspondiente a los valores negociables con oferta pública.” (Artículo 12 - Ley N° 27.440, 2018)

“Las "Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs" también podrán ser negociadas mediante herramientas o sistemas informáticos que faciliten la realización de operaciones de factoraje, cesión, descuento y/o negociación de facturas.” (Artículo 13 - Ley N° 27.440, 2018)

En diciembre de 2018, el Ministerio de Producción y Trabajo establece que “el Régimen de “Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs” previsto en el Título I de la Ley N° 27.440 será aplicable a partir del día 1° de enero de 2019

para las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas que opten por adherir al citado régimen, en su carácter de compradoras, locatarias o prestatarias, en la medida en que se encuentre operativo el sistema informático que a tales efectos desarrolle la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS.” (Artículo 3 - Resolución 209/2018, 2018).

En mayo de 2019, el Ministerio de Producción y Trabajo, a través de varias resoluciones (Resolución 5/2019, 10/2019 y 17/2019) establece un cronograma de implementación en el cual las empresas, dependiendo el monto y el rubro de la empresa, deberán adaptarse al nuevo régimen. Este cronograma aplica desde el 1° de mayo hasta diciembre de 2019.

La Secretaría de Simplificación Productiva (2019) destaca que el objetivo principal de la Factura de Crédito Electrónica es el impulso al financiamiento de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, desarrollando un nuevo mecanismo que mejore sus condiciones de financiación y les permita aumentar su productividad, mediante el cobro anticipado de los créditos y de los documentos por cobrar emitidos a sus clientes o deudores, con los que hubieran celebrado una venta de bienes, locación de cosas muebles u obras o prestación de servicios a plazo.

El procedimiento de la Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs comienza cuando la MiPyME emite la factura a través de la plataforma de AFIP, por el por la venta o el servicio prestado a una Empresa Grande o a otra MiPyME adherida voluntariamente como receptora de este tipo de documentos. Dentro de los 30 días corridos el receptor de la factura:

- Rechazar la factura: por vicios, defectos y diferencias en la calidad o en la cantidad de la mercadería, divergencias en los plazos o en los precios estipulados, no correspondencia con los servicios o la obra efectivamente contratados, vicios formales, entre otros.
- Cancelar la factura: puede ser una “Cancelación Total”, “Cancelación Parcial” o “Compensación” con otros documentos.

- Aceptación expresa: antes de la aceptación se pueden realizar Notas de Débito o Crédito.
- Aceptación tácita: luego de transcurridos los 30 días corridos desde la emisión de la Factura, si la misma no se hubiera rechazado, aceptado expresamente o informado su cancelación a través del sistema, quedará aceptada. Las notas de débito y crédito que no fueron aceptadas por el receptor dentro de los 30 días corridos de recibida la factura, también quedarán aceptadas.

Una vez aceptada, de forma expresa o tácita, la Factura de Crédito Electrónica MiPyME constituye un título ejecutivo y valor no cartular. La misma se puede conservar hasta el vencimiento o transmitirla a un Agente de Depósito Colectivo. En el último caso, la AFIP notifica el nuevo domicilio de pago (el del Agente de Depósito Colectivo), para que el pagador transfiera el pago al CBU del Agente, indicando la factura a cancelar.

La negociación de la Factura podrá darse en:

- Negociación en Plataforma (no Mercado): El Agente de Depósito Colectivo transfiere la Factura a la plataforma, y ésta acerca el inversor con el emisor de la factura.
- Negociación en Mercado de Capitales: El Agente de Depósito Colectivo transfiere la Factura a un Agente de Liquidación y Compensación, el cual negocia la Factura en el Mercado.

El Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) informó que el 26 de julio de 2019 se operó la primera Factura de Crédito Electrónica MiPyMe. La emisión fue por AR\$ 4.023.612,80, a un plazo de 50 días y una tasa del 45% (TNA).

### **Cheque Electrónico (ECHEQ).**

El 1° de octubre de 2018, el Banco Central de la República Argentina (2018) estableció que podrán emplearse medios electrónicos para el libramiento, aval, circulación y presentación al cobro de los cheques. Las

entidades financieras deben adoptar los mecanismos necesarios para que sus clientes puedan depositar cheques generados por medios electrónicos (ECHEQ).

El BCRA (2019) estableció que a partir del 1° de julio de 2019 comienza la operatoria del cheque electrónico, donde los usuarios podrán emitir y recibir cheques generados a través de canales electrónicos. Las principales ventajas son:

- Simplificación de la operatoria de emisión, endoso, negociación y, circulación en general, a través de canales digitales;
- Endosos sin límite;
- Reducción de costos operativos en comparación con el cheque tradicional;
- Mayor seguridad y efectividad;
- Reducción de motivos de rechazo.

El BCRA (2019) establece que el requisito de la firma del ECHEQ quedará satisfecho si se utiliza cualquier método electrónico que asegure la voluntad del librador y la integridad del instrumento, siempre y cuando el mismo haya sido previamente aceptado por el titular de la cuenta corriente mediante la suscripción de un acuerdo que establezca que no podrá desconocer las órdenes cursadas conforme dicho mecanismo y que las asumirá como propias. El tenedor del ECHEQ podrá efectuar el cobro a través de una orden electrónica de acreditación o cobrarlo por ventanilla.

La operatoria consiste en emitir el ECHEQ desde el Home Banking del banco del emisor, completando la Fecha de Emisión, Fecha de Pago (en caso que sea diferido), Monto y CUIT del destinatario. El destinatario recibirá una notificación de su banco, el cual deberá aceptar o desconocer el ECHEQ. Una vez aceptado tiene las siguientes posibilidades para continuar con la operatoria:

- Depositarlos en una de sus cuentas;
- Endosarlo;

- Endosarlo para su negociación en el Mercado de Capitales;
- Ponerlo en custodia.

El BCRA (2019) afirma que si por cualquier motivo un ECHEQ no fuese pagado, total o parcialmente, la entidad financiera depositaria deberá emitir, a pedido del beneficiario, la Certificación para ejercer Acciones Civiles (CAC). En el caso de cobro por ventanilla, la entidad girada será la responsable de dicha función.

## Capítulo IV: Conclusiones

Todas las empresas, grandes, medianas y pequeñas, se ven obligadas a realizar la adquisición de financiamiento externo para poder crecer y ser competitivas en el mercado. Hoy en día ninguna empresa trabaja exclusivamente con su capital propio. El acceso al financiamiento es evaluado por el costo que implica incurrir en ello, impactando en esta variable la situación económica del país.

Como conclusión de este trabajo de tesis según lo descrito a lo largo del mismo, durante el 2018 ocurrió una importante caída del monto de financiamiento adquirido por las empresas argentinas, en todas las herramientas de financiación nombradas a lo largo del trabajo, principalmente a causa del contexto global descrito, que implicó un aumento en el costo de financiamiento.

Repasando la situación económica del país, tras el incremento anual del PIB de 2,7% en el año 2017, la situación económica de Argentina se veía proyectada de buena forma. Pero debido a causas locales e internacionales, el resultado económico del año 2018 no fue bueno, llegando a tener una contracción del PIB de 2,5% versus el año 2017.

Algunas de las causas internacionales, ya comentadas anteriormente, fueron:

- Suba de la tasas a nivel internacional: la Federal Reserve Board (FED) ya había comenzado con suba de la Federal Funds Rate en el 2017, pero durante el 2018 continuó con el persistente incremento iniciando el año en una tasa del 1,5% hasta llegar al 2,5% en diciembre de 2018. Esto provocó un endurecimiento de las condiciones internacionales de financiamiento, principalmente debido a que los fondos internacionales cambiaron su óptica de inversión, relocalizándose desde los Mercados Emergentes al mercado de Estados Unidos, implicando el retiro de fondos de Argentina;

- Tensión política-comercial a nivel internacional, provocada por las medidas proteccionistas llevadas a cabo por Estados Unidos, entrando en un conflicto comercial con la República Popular de China.

Con respecto a las causas locales, se pueden nombrar:

- Cambios en el esquema de metas de inflación para el año 2018. A medida que transcurrió el año, los datos reales fueron superando los proyectados. Inflación anual Argentina 2018: 47,6%.
- Depreciación de la moneda local frente al dólar, presionado principalmente por volatilidad de otros mercados emergentes y las constantes subas de la tasa a nivel internacional (*Federal Funds Rate*). Depreciación anual 2018 del peso con respecto al Dólar Estadounidense: 50,3%.
- Incremento de la tasa de política monetaria local, llegando a niveles máximos de 73,524% de tasa nominal anual en octubre de 2018.

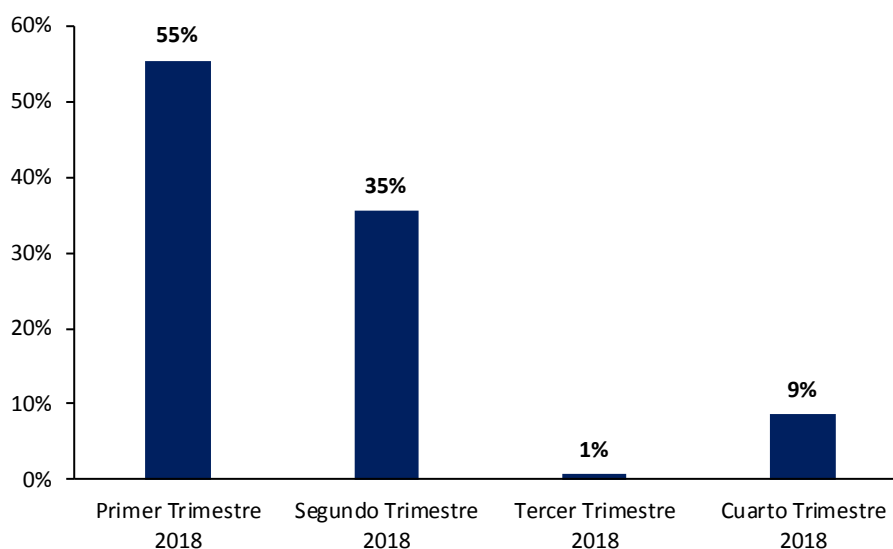
Profundizando las causas locales, a partir de mayo de 2018, en Argentina se inició un proceso de depreciación de la moneda local respecto al Dólar Estadounidense, acompañado con el incremento de la Tasa de Política Monetaria, ubicándose en dicho mes en un 40% (TNA). Este suceso corresponde principalmente a la salida de fondos internacionales de activos argentinos (desarme de tenencia de LEBACS) hacia otros mercados, por el incremento de la *Federal Funds Rate* y por la efectiva reglamentación del Impuesto a la Renta Financiera de beneficiarios del exterior.

Pese a que Argentina firmó un acuerdo con el FMI en junio de 2018 para la obtención de un préstamo *stand-by*, con el objetivo de contener la compra de Dólares Estadounidenses de parte de los privados, producto de la continua perspectiva de aumento de la *Federal Funds Rate* y malos resultados en el plano local, el escenario devaluatorio se profundizó en el mes de agosto de 2018 (la depreciación del Peso Argentino con respecto al Dólar

Estadounidense, llegó a ser de un 19,4% en un día, el 30 de agosto de 2018). Como otra herramienta para intentar contener la compra de Dólares Estadounidenses, ese mismo mes el BCRA incrementó la Tasa de Política Monetaria, situándola en un 60% (TNA). Este aumento en la Tasa de Política Monetario, afectó en el costo de financiamiento de las empresas.

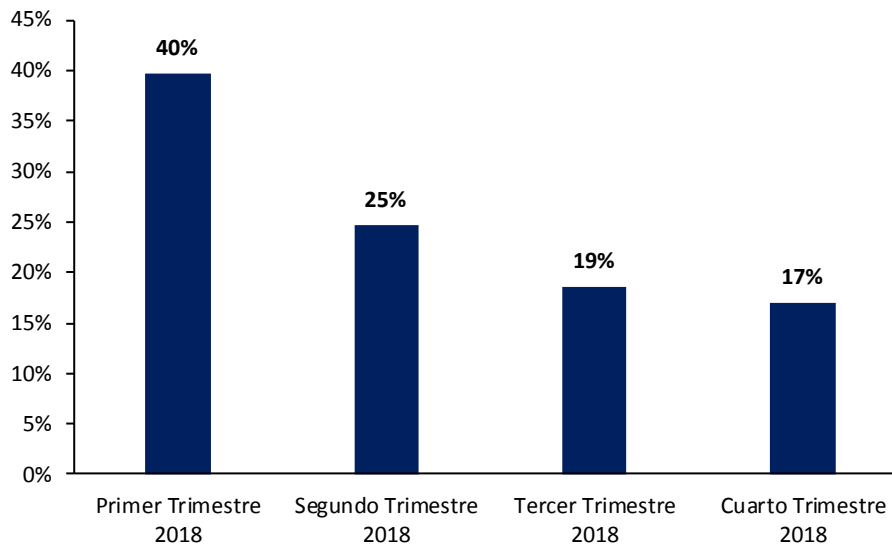
Paralelamente a lo mencionado, a partir del segundo trimestre del 2018, dentro del Mercado de Capitales Argentino, se comenzó a observar una gran reducción en las emisiones de Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financieros, que perduró durante todo el resto del año.

Distribución trimestral de emisiones de Obligaciones Negociables - 2018



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

Distribución trimestral de emisiones de Fideicomiso Financieros - 2018



Fuente: De elaboración propia en base a información de FIRST Capital Group.

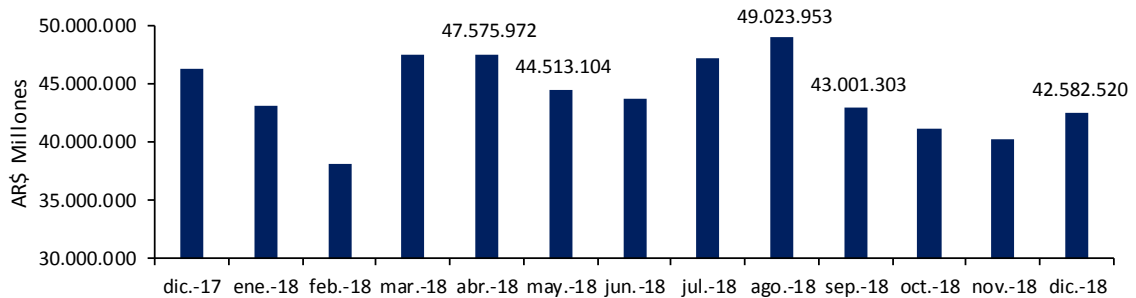
Carsa S.A., licenciataria de la marca Musimundo (una Gran Empresa del sector retail de Argentina), es un ejemplo de empresa que sufrió una crisis financiera como consecuencia del incremento en el costo de endeudamiento. Carsa S.A. en junio de 2018 solicitó la formación de su concurso preventivo e informó que no realizaría el pago de las dos series de Obligaciones Negociables (serie VIII y XI) que había emitido, repercutiendo fuertemente en el Mercado de Capitales. Adicionalmente, esta empresa era Fiduciante de Fideicomisos Financieros, los que fue descontinuando.

En cuanto al financiamiento a través de instituciones bancarias, a causa de los sucesos antes descriptos, principalmente por la depreciación del peso, dejaron de renovarse muchos de los préstamos en dólares. Por este motivo, las compañías tuvieron problemas para cumplir con los pagos de deuda. Como se observó anteriormente (dentro del capítulo II “Préstamos Bancarios”), el crecimiento interanual en los saldos de créditos comerciales al sector privado en moneda extranjera, solamente creció un 5% comparando diciembre 2018 versus 2017. Adicionalmente, los nuevos préstamos en moneda local eran obtenidos a tasas de interés altas, por este motivo los saldos de créditos comerciales al sector privado en moneda local se redujeron un 0,8% interanual.

Siguiendo en línea con el financiamiento bancario, en los meses de mayo y septiembre 2018, posterior a los incrementos de la tasa de política

monetaria, el volumen de financiamiento a través de descuento de documentos se vio reducido. Tal es así que, a finales del año 2018, no se pudo recuperar el volumen de meses anteriores, llegando a un descenso interanual del 7,9%.

*Monto de Documentos Descontados por Personas Jurídicas*



*Fuente: De elaboración propia en base a información del Banco Central de la República Argentina.*

Se debe aclarar que esta contracción considera solamente el valor nominal de la moneda local y no es una reducción real considerando el efecto de la inflación, cuyo impacto sería aún mayor.

En base a toda la información expuesta a lo largo del trabajo de tesis, podemos aseverar que el financiamiento adquirido por las empresas argentinas fue reducido de gran forma durante el año 2018, llegando a impactar en el crecimiento de todas las empresas argentinas.

## **Bibliografía**

- Aicega, M. (2015). La regulación del leasing en el Código Civil y Comercial de la Nación. Buenos Aires.
- Allami, C., & Cibils, A. (2011). El financiamiento bancario de las pymes en Argentina (2002-2009). Revista Problemas del Desarrollo, 26.
- Allen, F., & Gale, D. (1994). Financial Innovation and Risk Sharing. London: The MIT Press.
- Artículo 1 - Decreto N° 117/2019. (2019). Buenos Aires.
- Artículo 1 - Ley N° 27.440. (2018). Buenos Aires.
- Artículo 1 Ley N° 26.831. (2012). Buenos Aires.
- Artículo 10, Sección II, Capítulo V, Título II - Resolución General 622/2013 CNV. (2013). Buenos Aires.
- Artículo 11 Ley N° 24.760. (1997). Buenos Aires.
- Artículo 12 - Ley N° 27.440. (2018). Buenos Aires.
- Artículo 12, Sección IX, Capítulo IV, Título V - Resolución General 622/2013 CNV. (2013). Buenos Aires.
- Artículo 13 - Ley N° 27.440. (2018). Buenos Aires.
- Artículo 13, Sección IX, Capítulo IV, Título V - Resolución General 622/2013 CNV. (2013). Buenos Aires.
- Artículo 149 Ley N° 27.440. (2018). Buenos Aires.
- Artículo 16 Ley N° 17.811. (1968). Buenos Aires.
- Artículo 1666 - Código Civil y Comercial de la Nación . (2014). Buenos Aires.
- Artículo 1690 - Código Civil y Comercial de la Nación. (2014). Buenos Aires.
- Artículo 1692 - Código Civil y Comercial de la Nación. (2014). Buenos Aires.
- Artículo 196 Ley N° 27.440. (2018). Buenos Aires.
- Artículo 197 Ley N° 27.440. (2018). Buenos Aires.
- Artículo 2 Decreto N° 386/2003. (2003). Buenos Aires.
- Artículo 205 - Ley N° 27.440. (2018). Buenos Aires.
- Artículo 24, Sección IV, Capítulo V, Título II - Resolución General 622/2013 CNV. (2013). Buenos Aires.
- Artículo 3 - Decreto N° 471/2018. (2018). Buenos Aires.
- Artículo 3 - Resolución 209/2018. (2018). Buenos Aires.
- Artículo 3° Ley N° 26.739. (2012). Buenos Aires.

Artículo 40, Sección V, Capítulo V, Título II - Resolución General 622/2013 CNV. (2013). Buenos Aires.

Artículo 47, Sección XIX, Capítulo IV, Título V - Resolución General 622/2013 CNV. (2013). Buenos Aires.

Artículo 55, Sección XV, Capítulo V, Título VI - Resolución General 622/2013 CNV. (2013). Buenos Aires.

Artículo N° 1 - Resolución General 831/2020 CNV. (2020). Buenos Aires.

Artículo N° 1238 - Código Civil y Comercial de la Nación. (2014). Buenos Aires.

Banco Central de la República Argentina. (2015). Estadísticas BCRA. Obtenido de <https://estadisticasbcra.com/cer>

Banco Central de la República Argentina. (2017). COMUNICACIÓN "C" 76579. Buenos Aires.

Banco Central de la República Argentina. (2017). COMUNICACIÓN "C" 77468. Buenos Aires.

Banco Central de la República Argentina. (2018). Banco Central de la República Argentina. Obtenido de <https://www.bcra.gob.ar/Institucional/Historia.asp>

Banco Central de la República Argentina. (28 de Junio de 2019). Banco Central de la República Argentina. Obtenido de <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/Cheque-electronico.asp>

Banco Central de la República Argentina. (2019). Banco Central de la República Argentina. Obtenido de [http://www.bcra.gob.ar/SistemasFinancierosYdePagos/Politica\\_financiera\\_crediticia.asp](http://www.bcra.gob.ar/SistemasFinancierosYdePagos/Politica_financiera_crediticia.asp)

Banco de la Nación Argentina. (2019). Banco Nación. Obtenido de <https://www.bna.com.ar/Empresas/NacionEmprende/NacionEmprende>

BCRA. (2018). Comunicación "A" 6578. Buenos Aires.

BCRA. (2019). Comunicación "A" 6725. Buenos Aires.

BCRA. (2019). Comunicación "A" 6727. Buenos Aires.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2011). Bolsa. Obtenido de <https://www.bolsar.com/Vistas/Investigaciones/Pymes.aspx>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2018). BCBA. Obtenido de <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/cheques-de-pago-diferido/>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2019). BCBA - Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Obtenido de

<https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/obligaciones-negociables/>

- Brull, H. R. (2007). El mercado de capitales globalizado al alcance de todos. Buenos Aires: DUNKEN.
- Cámara, H. (2011). Letra de cambio y vale o pagaré. Buenos Aires: Abeledo Perrot.
- Comisión Nacional de Valores. (2013). Normas Comisión Nacional de Valores. Buenos Aires.
- Comisión Nacional de Valores. (2017). ON SIMPLE. Buenos Aires.
- Comisión Nacional de Valores Republica Argentina. (2018). [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar). Obtenido de <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Institucional>
- Cuattromo, J., & Serino, L. (2010). Financiamiento y políticas de desarrollo. Elementos para una regulación más eficaz del sistema financiero argentino. Buenos Aires: FRIEDRICH EBERT STIFTUNG.
- Echavarría, V. P. (2009). Valuación de empresas que operan en el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) durante el período 2005 al 2007. Santa Fe.
- El Senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina. (2014). Código Civil y Comercial de la Nación. Buenos Aires.
- Federación Iberoamericana de Bolsas. (18 de Abril de 2017). FIAB Federación Iberoamericana de Bolsas . Obtenido de <http://handbook.fiabnet.org/bolsa-de-comercio-de-buenos-aires/#BreveHistoria>
- Federal Reserve. (1 de Mayo de 2019). BOARD OF GOVERNORS of the FEDERAL RESERVE SYSTEM. Obtenido de <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>
- Fernández Iglesias, E. (2010). El descuento bancario: características y dimensión de la estructura financiera. La Coruña.
- Fernández, D. A. (2010). Concentración económica en la región pampeana: El caso de los fideicomisos financieros. Mundo Agrario. Revista de estudios rurales, 30.
- García Medan, F. (2017). Mercado de Capitales en Argentina: análisis de la Ley N° 26.831 y del proyecto de reforma de la ley vigente. Victoria.
- Gherzi, C. A., & Weingarten, C. (2007). FIDEICOMISO. Rosario: Nova Tesis Editorial Jurídica.
- Gonzalez Barros, A. (2014). Sistema de Garantías: Financiamiento a las PYMES a través del Mercado de Capitales en Argentina. Instrumento: Cheque de Pago Diferido. Mar del Plata.

- Gonzalez Padilla, H. (2012). Competitividad del Sistema Financiero Argentino en el Período 2006 - 2011. Banco Central de la República Argentina.
- Grasso, F., & Banzas, A. (2006). EL SPREAD BANCARIO EN ARGENTINA UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005). Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina - CEFID AR.
- Kampel, D., & Rojze, A. (2004). ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA. Buenos Aires: CENTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PARA EL DESARROLLO DE LA ARGENTINA.
- La Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2019). Capital Flows to Latin America and the Caribbean. Washington, D.C.: La Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- Lanche Bode, M. (2015). Análisis de las consecuencias de la Inflación en el Mercado de Capitales Argentino. Rosario.
- Levy, L. (2003). Arrendamiento Financiero. Sus repercusiones fiscales y financieras. Mexico: ISEF Empresa Líder.
- Macesich, G. (2000). Issues in Money and Banking. London: PRAEGER.
- Marichal, C., & Gambi, T. (2017). Historia bancaria y monetaria de América Latina (siglos XIX y XX) Nuevas perspectivas. EDICIONES UNIVERSIDAD CANTABRIA.
- Marshall, W. (2007). Estructura de mercado, racionamiento crediticio a las Pymes, y la banca pública. Economía Informa, 38.
- Mercado Argentina de Valores S.A. (2018). Comunicación - Negociación de CPD segmento Directo MAV Cadena de Valor. Rosario.
- Mercado Argentino de Valores S.A. (2019). MAV. Obtenido de <http://www.mav-sa.com.ar/productos/cpd/>
- Mirkin, G. (2019). Las Obligaciones negociables convertibles en Acciones. Bepress, 21.
- Paolantonio, M. (2012). Reforma del Mercado de Capitales. La Ley, 6.
- Pavel, C. (1989). Securitization: The Analysis and Development of the Loan-Based/Asset-Backed Securities Markets. Chicago: PROBUS PUBLISHING.
- Peire, J. M. (2017). El contrato de fideicomiso financiero. Antecedentes. Legislación argentina (Parte 1ª). EL DERECHO. Diario de Doctrina y Jurisprudencia, 8.
- Pérez Ramírez, J. (2011). Vidas paralelas la banca y el riesgo a través de la historia. Madrid: MARCIAL PONS.
- Proyecto de Ley: Modificaciones a la carta orgánica del BCRA. (2019). Buenos Aires.

- Resolución General 696/2017. (2017). Buenos Aires.
- Resolución General 761/2018 CNV. (2018). Buenos Aires.
- Resolución General 790/2019 CNV. (2019). Buenos Aires.
- Rosario Fiduciaria. (2019). Rosfid. Obtenido de <https://www.rosfid.com.ar/securitizacion/>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2012). Finanzas Corporativas. MC GRAW-HILL.
- Salloum, C. D., & Vigier, H. P. (1997). LOS PROBLEMAS DEL FINANCIAMIENTO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA: LA RELACION BANCOS - PYMES. 24.
- Sánchez, C. O. (2016). PLANIFICACIÓN FINANCIERA DE EMPRESAS AGROPECUARIAS. Visión de Futuro, 20.
- Secretaría de Simplificación Productiva. (2019). Régimen de Factura de Crédito. Buenos Aires: Ministerio de Producción y Trabajo.
- Temiño Aguirre, I. (2007). El mercado hipotecario en Latinoamérica: una visión de negocio. Antecedentes y oportunidades de desarrollo. Madrid: ESIC.
- Terranova, I. (2011). Fideicomiso como herramienta financiera. Mendoza.
- Van Horne, J., & Wachowicz, J. (2010). Fundamentos de Administración Financiera. Reino Unido: Pearson.
- Weatherford, J. (1997). The History of Money. New York: CROWN PUBLISHERS, INC.