



Federico Magnin

Contador Público

Trabajo Final de Grado

**Alternativas de financiamiento para Pequeñas y Medianas Empresas en el
Mercado de Capitales como servicio diferencial de la Consultora Focus
Investment Management de la Ciudad de Córdoba, Año 2018**

2018

Resumen Ejecutivo

En el presente Trabajo Final de Grado se propone el desarrollo de un servicio para la inclusión de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) en el mercado bursátil. Para lograr esto se realizó un análisis del macrocontexto y el mercado de las PyMEs argentinas particularmente, detectando que solo el 6% tienen participación efectiva en el mismo (Comisión Nacional de Valores, CNV, 2018).

Se realizó también un análisis pormenorizado de cada una de las alternativas de financiamientos disponibles: Cheque de Pago Diferido, Caución Bursátil, Pagaré Bursátil y Obligación Negociable Garantizada, dejando de lado las herramientas como el Fideicomiso y Acciones PyME por la complejidad en su estructura y exigencias hacia las empresas.

De las herramientas antes mencionadas, se realizó un análisis de virtudes, beneficios financieros, económicos y operativos, como los requerimientos establecidos para acceder a las mismas. Todo lo cual puede llegar a agregar valor a este segmento empresarial.

Finalmente, se realizó una propuesta de servicio de asesoramiento financiero, describiendo los procesos, procedimientos e instrumentos para la gestión de herramientas bursátiles para PyMEs y la gestión de clientes, como una estructura de servicios bajo la modalidad de consultoría.

Palabras Claves: Mercado Bursátil – PyMEs – Herramientas de Financiamiento – Asesoramiento Financiero.

Abstract

In this Final Degree Project it is proposed the development of a service for the inclusion of Small and Medium-sized Enterprises (SMEs) in the stock market. In order to achieve this, an analysis of the macrocontext and the market of Argentine SMEs was carried out in particular, detecting that only 6% have an effective participation in it (Comisión Nacional de Valores, CNV, 2018).

A detailed analysis was also carried out of each of the financing alternatives available: Deferred Payment Check, Securitization Bond, Promissory Note and Guaranteed Negotiable Obligation, leaving aside tools such as the Trust and SMEs Shares due to the complexity of their structure and requirements, towards companies.

From the aforementioned tools, an analysis of virtues, financial, economic and operational benefits was carried out, as well as the requirements established to access them. All of which can add value to this business segment.

Finally, a financial advisory service proposal was made, describing the processes, procedures and instruments for the management of stock market tools for SMEs and customer management, as a structure of services under the consultancy modality.

Key Words: Stock Market - SMEs - Financing Tools - Financial Advice.

ÍNDICE

<i>INTRODUCCIÓN</i>	8
1.1. Introducción	8
<i>OBJETIVOS</i>	11
2.1. Objetivo General	11
2.2. Objetivos Específicos	11
<i>MARCO TEÓRICO</i>	12
3.1. Las PyMEs en Argentina.....	12
3.1.1. Clasificación de las PyMEs en Argentina.....	14
3.2. Gestión Financiera.....	15
3.2.1. Fuentes de Financiamiento en las PyMEs	16
3.2.2. El Capital de Trabajo	16
3.2.3. Financiamiento a corto y largo plazo	18
3.3. Fuentes de financiamiento en el Mercado de Capitales	19
3.3.1. El rol de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).....	20
3.3.2. Descuento de cheques en el mercado de valores	21
3.3.3. Caución bursátil	23
3.3.4. Pagaré bursátil.....	23
3.3.5. Obligaciones Negociables PyMEs.....	24
3.3.6. Fideicomisos Financieros.....	25
3.3.7. Acciones PyMEs	27
3.4. Herramientas de Análisis de Contexto	29
3.4.1. Análisis PEST	29
<i>MARCO METODOLÓGICO</i>	32
<i>DIAGNÓSTICO</i>	34
5.1. Análisis de Macrocontexto: Análisis PEST	34
5.1.1- Político – Económico	34
5.1.2- Social – Cultural	39
5.1.3- Tecnológico.....	43
5.2. Análisis del sector PyME	44
5.2.1- Análisis geográfico de las MiPyME.	44
5.2.2- Las PyMEs y el Financiamiento	46
5.2.2-1. Causas que originan en las PyMEs problemas financieros	46

5.2.2-2.	Aspectos que condicionan a las PyMEs en el acceso al crédito.....	47
5.2.2-3.	Sistema Financiero Tradicional.....	49
5.2.3-	Análisis del sector PyME en el Mercado de Capitales.	51
5.2.4-	Análisis de Alternativas de Financiamiento para PyMEs en el Mercado Bursátil	54
5.2.4-1.	Descuento de cheques de pago diferido avalados	54
5.2.4-2.	Caución Bursátil.....	55
5.2.4-3.	Pagaré Bursátil	56
5.2.4-4.	Obligaciones Negociables PyME.....	57
5.3.	Conclusiones Diagnosticas.....	59
	<i>PROPUESTA PROFESIONAL</i>	62
6.1.	Etapa Estratégica	62
6.1.1.	Introducción	62
6.1.2.	Objetivos	63
6.2.	Etapa Táctica	64
6.2.1.	Herramientas Actuales del Mercado Bursátil	64
6.2.1.1.	Proceso de obtención de aval en una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR)	64
6.2.1.2.	Descuento de Cheque Avalado	67
6.2.1.3.	Cadena De Valor	76
6.2.1.4.	Caución.....	79
6.2.1.5.	Pagare Bursátil	88
6.2.1.6.	Obligación Negociable Garantizada.....	98
6.2.2.	Comparación de Herramientas de Financiamiento	109
6.3.	Etapa Presupuestaria	113
6.3.1.	Agente prestador de Servicios	113
6.3.2.	Desarrollo del Servicio	115
6.3.2.1.	Contacto	115
6.3.2.2.	Análisis Financiero Preliminar:.....	116
6.3.2.3.	Apertura de cuenta en Sociedad de Bolsa	121
6.3.2.4.	Negociación en mercado	123
6.3.2.5.	Seguimiento de cliente	124
6.3.3.	Estimación de Ingresos y Costos	125
	<i>CONCLUSIONES FINALES</i>	126

<i>BIBLIOGRAFÍA</i>	130
8.1. Bibliografía Impresa.....	130
8.2. Bibliografía Digital	131
<i>ANEXOS</i>	142
9.1. Anexo I: Modelo de reseña de actividad.....	142
9.2. Anexo II: Declaración Jurada de la deuda bancaria, financiera y con otras S.G.R	144
9.3. Anexo III: Manifestación de bienes de los socios.....	145
9.4. Anexo IV: Modelos de Pagarés (Peso/Dólar)	148
9.5. Anexo V: Formulario “solicitud de registro y emisión bajo el régimen PyMECNV garantizada”	150
9.6. Anexo VI: Prospecto de emisión ON PyME Garantizada	152
9.7. Anexo VII: Modelo de Certificado Global de ON Garantizada.....	155
9.8. Anexo VIII: Modelo de Certificado de Garantía otorgado por la Entidad de Garantía	157
9.9. Anexo IX: Minuta Reunión FocusInvestment Management.....	158
9.10. Anexo X: Anexo E – Formulario Descriptivo Del Trabajo Final De Graduación	161

ÍNDICES COMPLEMENTARIOS

Ilustración 1: Cantidad de empresas por habitantes 2015.....	12
Ilustración 2: Clasificación de las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina por facturación.....	14
Ilustración 3: Clasificación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina por cantidad de empleados.....	15
Ilustración 4: Evolución del Mercado de capitales Argentino, en relación a países sudamericanos en relación al valor total de acciones negociadas como % del PBI)...	19
Ilustración 5: Índice Precio al Consumidor - Mayo 2016-Junio 2017.....	35
Ilustración 6: Demanda de crédito de PyME industriales para financiar proyectos de inversión frenados por falta de financiamiento (Millones de USD de 2016)	41
Ilustración 7: Distribución de empresas por provincias (Miles de empresas, año 2016)	44
Ilustración 8: Cantidad de empresas PyME por provincia en 2014.....	45
Ilustración 9: Preguntas a tener en cuenta al momento de solicitar un crédito bancario.	48
Ilustración 10: Solicitud y otorgamiento de descubierto en cuenta corriente y otros créditos excepto leasing (% de empresas). Año 2015.....	49
Ilustración 11: Evolución de tasas en el Mercado de Capitales vs Sistema Financiero	50
Ilustración 12: Total de Financiamiento PyME: Sistema Bancario y Mercado de Capitales (En millones de Pesos y en porcentaje sobre total).....	51
Ilustración 13: Utilización de canales alternativos de Financiamiento (En % de empresas PyMEs) Encuesta Estructural a PyME industriales 2015.	52
Ilustración 14: Financiamiento total en el Mercado de Capitales por instrumento y por Año.....	52
Ilustración 15: Evolución del Financiamiento PyME (En M de USD)	53
Ilustración 16: Integración de Obligación negociable dentro de estructura contable ..	57
Ilustración 17: Operatoria de Descuento de Cheques a través del Mercado Bursátil ..	67
Ilustración 18: Operatoria de Descuento de Cheques a través del Mercado Bursátil – Cadena de Valor.....	76
Ilustración 19: Operatoria Locación Títulos Públicos	80
Ilustración 20: Operatoria Pagaré Bursátil.....	88

Ilustración 21: Operatoria Emisión Obligación Negociable Garantizada.....99

Tabla 1: Resumen de Objetivos y Resultados Esperados	33
Tabla 2: Resumen costos/tiempos ingreso PyMEs como Socio Participe.....	68
Tabla 3: Resumen operatoria de descuento de cheque avalado en Mercado Bursátil 07/2018	68
Tabla 4: Simulador descuento de cheque de pago diferido en Mercado Bursátil.....	69
Tabla 5: Simulador descuento de cheque de pago diferido en Mercado Bursátil y en Banco 07/2018. Caso 1	73
Tabla 6: Simulador descuento de cheque de pago diferido en Mercado Bursátil y en Banco 07/2018. Caso 2	74
Tabla 7: Simulador Caución Tomadora el Pesos en Mercado Bursátil 07/2018	82
Tabla 8: Simulador Caución Tomadora el Dólares en Mercado Bursátil 07/2018.....	83
Tabla 9: Resumen costo financiero caución bursátil con alquiler de títulos 07/2018..	85
Tabla 10: Simulador Pagaré Bursátil el Pesos	90
Tabla 11: Simulador Pagaré Bursátil el Dólares	93
Tabla 12: Comparación de Herramientas de Financiamiento para PyMEs	111
Tabla 13: Recomendación sobre el uso de Herramientas de financiamiento para PyMEs en base al destino de los fondos	112
Tabla 14: Check List documentación SGRs	117
Tabla 15: Semáforo para seguimiento de carpetas.....	120

INTRODUCCIÓN

1.1. Introducción

Es de público conocimiento el valor agregado que aporta el sector de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) al desarrollo económico de la República Argentina, tal es así que es considerado el motor productivo del país, sumado a que es una importante fuente generadora de empleo.

Dichas características produjeron que el gobierno del actual presidente Mauricio Macri apuntara a la promoción del mismo a través de distintos medios, como por ejemplo la Ley 27.264 de recuperación productiva.

Si a lo antedicho, se le suma la relevancia que debería tener una adecuada gestión financiera en la vida de una empresa, para evitar llegar a situaciones de crisis en donde se restrinja el manejo de tesorería, disminuya el espacio para la planificación y gerenciamiento, concluyendo con una caída en el valor de empresa, es que este trabajo propone analizar distintas alternativas de financiamiento.

En la actualidad, existen numerosas herramientas financieras, consideradas tradicionales, tales como el Leasing, Warrant, Fideicomiso y líneas bancarias entre otros, que han sido ampliamente desarrollados tanto en trabajos académicos como así también por especialistas de la materia.

Por otro lado, el primer semestre de 2018 se caracterizó por una fuerte inestabilidad cambiaria que llevo a un aumento generalizado de las tasas de interés, tal como se puede apreciar en la Ilustración 11 (Ilustración 11: Evolución de tasas en el Mercado de Capitales vs Sistema Financiero), en donde tasas de instrumentos como el descubierto bancario, llegaron a superar el 60%.

A partir de esta situación, es que en el presente trabajo se pretende desarrollar alternativas apuntadas a abrir el abanico de fuentes de financiamiento a las empresas PyMEs, puntualmente a través de herramientas bursátiles, que le faciliten el acceso, le permita diversificar las fuentes y principalmente terminen agregándole valor a la empresa.

Desde consultora Focus IM, empresa radicada en la ciudad de Córdoba, cuyo objeto es el asesoramiento financiero tanto a personas humanas como a instituciones, se va a acercar a las empresas del sector PyME las distintas herramientas que dispone el Mercado de Capitales, dejando en claro las virtudes y oportunidades que rodean al mismo.

Entre los instrumentos que se desarrollaran, se puede mencionar: el descuento de Cheque de Pago Diferido, emisión de Obligaciones Negociables PyMEs, Cauciones, Pagarés bursátiles y el rol de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).

A modo de síntesis se pueden citar a las Sociedades de Garantía Recíproca, que a través de un fondo de riesgo compuesto por aportes de individuos y sociedades, otorgan avales a las PyMEs para que estas por ejemplo puedan descontar cheques de pago diferido en la bolsa. Este instrumento, además de poseer tasas atractivas, una gran liquidez y plazos propicios para las empresas, otorga la posibilidad de evitar el mercado financiero informal, al que tanto acude este sector y que termina llevando al detrimento del valor de las empresas.

Otra de las posibilidades de obtener financiamiento en el mercado de capitales es a través de la emisión de obligaciones negociables PyMEs. La cualidad de la misma frente a otras alternativas, es que permite reducir el costo financiero total, aporta grandes ventajas impositivas, exhibe a la empresa frente a potenciales clientes, etc.

Hay que tener en cuenta que la emisión de estas Obligaciones Negociables (ONs) es aprobada por la Comisión Nacional de Valores (CNV), lo cual conlleva un mayor grado de fiscalización y control sobre las sociedades, exhibiendo la necesidad de contar una buena estructura administrativa, es decir información contable confeccionada y presentada a la perfección, sumado a canales que permitan dar respuesta inmediata a consultas de los organismos de contralor.

Por los citados motivos, en el año 2017 se introdujo una nueva alternativa que consiste en la emisión obligación de negociables PyMEs garantizadas. Este régimen diferencial redujo significativamente los requisitos de emisión, ya que la introducción de la sociedad avalista logra simplificar el proceso, reduce los trámites y de esta manera permite bajar costos.

Las citadas herramientas, sumadas a otras como la caución bursátil y pagaré bursátil, serán detalladas y tratadas en el desarrollo de este trabajo, con la finalidad de acercar un abanico de posibilidades a estas empresas, brindando un adecuado asesoramiento y acompañamiento desde la consultora Focus IM, siempre velando por los intereses de las empresas de dicho sector.

OBJETIVOS

2.1. Objetivo General

Identificar alternativas viables para diversificar fuentes de financiamiento en las PyMEs, a través de los instrumentos disponibles en el Mercado de Capitales en 2018, para ampliar la cartera de clientes de la consultora Focus Investment Management.

2.2. Objetivos Específicos

1. Definir los distintos tipos de problemas/necesidades financieras por los que puede atravesar una PyME.
2. Esclarecer los temores de los empresarios PyMEs en relación al acceso al mercado de capitales.
3. Identificar y definir las principales herramientas de financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales al sector.
4. Determinar la fuente más idónea de acuerdo a la necesidad financiera que deba cubrir la empresa.
5. Establecer el protocolo de acción para brindarle acceso a las herramientas bursátiles a las PyMEs.

MARCO TEÓRICO

3.1. Las PyMEs en Argentina

No es novedad la importancia que tienen las pequeñas y medianas empresas en la evolución económica/productiva de cualquier país, debido a que son consideradas importantes fuentes generadoras de empleo, grandes aportantes al valor agregado de una Nación, entre otros factores no menos relevantes.

Puntualmente en Argentina, según la entidad nacional sin fines de lucro, llamada Fundación Observatorio PyME, cuyo objeto es promover la valorización cultural del rol que cumple dicho sector, elaboró un informe donde determinó que en el periodo 2015-2016, la participación de las PyMEs en el PBI fue del 44% y en el empleo del 51% (Observatorio PyME, 2016).

El aporte de las PyMEs Argentinas a la producción de la riqueza y a la generación de empleo, se asemeja a la de los países más ricos del mundo. Sin embargo, la diferencia se puede apreciar en la densidad de empresas. Mientras que en Argentina el promedio es de 27 empresas por cada mil habitantes, en los países más desarrollados se duplica o triplica.

País	Empresas activas cada 1000 hab.
Australia	88
Corea del Sur	66
Italia	63
Chile	58
Francia	51
Uruguay	48
México	45
Argentina	27

*Ilustración 1: Cantidad de empresas por habitantes 2015.
(Fuente: Fundación Observatorio PyME, 2016).*

El dato de la baja cantidad de empresas es preocupante, debido a que está comprobada la estrecha relación entre la densidad poblacional y el nivel de desarrollo territorial, impactando en la distribución de la riqueza y evidenciando la potencialidad de los territorios.

Las causas expuestas, son las que han llevado al actual gobierno a poner foco en el sector, implementando una serie de políticas de promoción y fomento productivo.

Entre los medios utilizados, se destaca la nueva Ley PyME (Ley 27.264), la cual establece un tratamiento impositivo especial hacia aquellos sujetos que encuadren dentro de la categoría de Micro, Pequeña y Mediana empresas, así como también se creó un Régimen de Fomento de Inversiones para dicho sector.

Dentro de los aspectos impositivos más destacados se pueden mencionar (Ley N°27.264, 2016):

- En los casos de un micro o pequeña empresa, se puede pagar el IVA a 90 días.
- Desde el 1 de enero de 2017, tampoco se tiene que pagar más el Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.
- Se puede descontar el impuesto al cheque de lo que se paga en el Impuesto a las Ganancias: hasta un 100% para micro y pequeñas empresas y 50% para PyMEs medianas industriales manufactureras tramo 1, este último modificado por el Decreto N° 409/2018.

Y por el lado del Régimen de Fomento de Inversiones, se destaca la posibilidad de descontar del Impuesto a las Ganancias hasta el 10% de lo que se invierta en maquinaria o infraestructura, desde el 1 de julio de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2018 y la creación de un bono de crédito fiscal para cancelar impuestos nacionales y aduaneros (Ley N°27.264, 2016).

Si bien las políticas detalladas anteriormente junto con las iniciativas del anterior gobierno son un buen punto de partida para el fomento y progreso del sector, es sabido que las trabas para alcanzar determinados beneficios son muchas, es por el ello que queda un largo camino por recorrer para llegar a tener en argentina un desarrollo del sector PyME similar al de países de primer mundo.

3.1.1. Clasificación de las PyMEs en Argentina

Los criterios de clasificación adoptados en este país se encuadran bajo las especificaciones de la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa (SEPyME), que distingue a las entendidas en base al sector que pertenecen y en categorías, de acuerdo al monto de ventas totales expresadas en pesos, actualizado en Mayo del 2018 a través Resolución General 154/18(SEPyME, 2018).

Actividad Categoría	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y minería	Agropecuario
Micro	\$ 5.900.000,00	\$ 4.600.000,00	\$ 15.800.000,00	\$ 13.400.000,00	\$ 3.800.000,00
Pequeña	\$ 37.700.000,00	\$ 27.600.000,00	\$ 95.000.000,00	\$ 81.400.000,00	\$ 23.900.000,00
Mediana tramo 1	\$ 301.900.000,00	\$ 230.300.000,00	\$ 798.200.000,00	\$ 661.200.000,00	\$ 182.400.000,00
Mediana tramo 2	\$ 452.800.000,00	\$ 328.900.000,00	\$ 1.140.300.000,00	\$ 966.300.000,00	\$ 289.300.000,00

*Ilustración 2: Clasificación de las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina por facturación
(Fuente: SEPyME, 2018)*

Dicho monto, se obtiene en base a la determinación del promedio de ventas anuales de los últimos tres Estados Contables, establecido por el artículo 2 de la Resolución General 154/18 (SEPyME, 2018). A su vez, agrega que para la determinación del cálculo se excluirá el Impuesto al Valor Agregado, el Impuesto Interno que corresponda y se podrá deducir hasta el 75% del monto de las exportaciones.

El aludido artículo aclara que en el caso que la empresa no cumpla con la antigüedad requerida, el promedio se fijara en base a los ejercicios comerciales o años fiscales completos, o en su defecto, considerando el promedio de ventas acumuladas desde la fecha de inicio de actividades hasta la fecha de solicitud, sumando los periodos fiscales mensuales vencidos.

A fin de determinar el sector al que pertenece cada PyME, el artículo 4 de la precitada Resolución deja en claro que se adopta el “Clasificador de Actividades Económicas (CLAE) - Formulario N° 883” aprobado por el Artículo 1° de la Resolución General N° 3.537 de fecha 30 de octubre de 2013 de la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS”.

Una modificación importante introducida por esta nueva resolución en su artículo 2 bis (SEPyME, 2018), para la determinación de la categoría a la cual pertenecerá cada PyME, es la incorporación de personal ocupado de acuerdo al promedio de los últimos tres ejercicios comerciales o años fiscales, según la información brindada por la empresa mediante el formulario de ‘Declaración jurada’ F. 931 de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

Actividad Categoría	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y minería	Agropecuario
Micro	12	7	7	15	5
Pequeña	45	30	35	60	10
Mediana tramo 1	200	165	125	235	50
Mediana tramo 2	590	535	345	655	215

*Ilustración 3: Clasificación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina por cantidad de empleados
(Fuente: SEPyME, 2018)*

3.2. Gestión Financiera

Una de premisas adoptadas en materia de finanzas es que el principal objetivo de la gestión financiera es aumentar el valor de la empresa.

Las dificultades provocadas por los constantes cambios sociales, políticos, tecnológicos y económicos conllevan un desafío constante para cualquier individuo, así como también para las sociedades, que requiere de una adaptación continua de las estrategias empresariales.

A lo antedicho hay que sumarle el factor distorsivo llamado “Inflación”, más teniendo en cuenta que argentina lidia con este problema desde hace más de 50 años, lo cual hace que aumentar el valor de los accionistas sea una tarea complicada.

Estar actualizados e informados es una labor fundamental de las personas que desempeñan roles directivos en las empresas, sumado a una adecuada estructura financiera y alternativas que les permitan tener diversos cursos de acción ante determinadas situaciones societarias o contextuales.

Una herramienta que disponen los responsables de la dirección de una sociedad, es la información que proporcionan los distintos análisis e interpretaciones de los estados contables, que a través de diversos índices y ratios demuestran la posición/situación financiera de la empresa, como así también su solvencia, capacidad de cancelar deudas, rentabilidad, etc.

3.2.1. Fuentes de Financiamiento en las PyMEs

Las distintas fuentes de financiamiento por las que pueden optar las pequeñas y medianas empresas de acuerdo a las necesidades/circunstancias por las cuales atraviesen, se pueden clasificar, tal como lo remarca (Pérez, Bertoni, Sattler, & Terreno, 2015) en:

- ❖ Pasivos operativos: Generalmente compuesto por proveedores, anticipos de clientes y deudas fiscales y de la seguridad social.
- ❖ Pasivos financieros: Integrado por entidades financieras (Bancos, Mutuales, etc), el mercado de capitales y la situación menos recomendada/deseada para cualquier empresa el “mercado informal”, debido a la ilegalidad de la actividad y los elevados costos.
- ❖ Aportes de Capital: el cual se puede dividir en aportes de los propietarios y en la posibilidad de nuevos inversores.
- ❖ Resultados No Distribuidos: autofinanciación proveniente de la no distribución de resultados.

3.2.2. El Capital de Trabajo

El capital de trabajo, también conocido como capital corriente, es el conjunto de recursos necesarios para hacer frente a las obligaciones de corto plazo, es decir el que permite llevar adelante el ciclo operativo a una empresa, compuesto por el proceso de compra-producción-venta-cobranza (Pérez, Análisis de Estados Contables: un enfoque de gestión., 2005).

Tal como los destaca Gitmany Zutter en su libro de Principios de Administración Financiera, “la administración eficiente del capital de trabajo es incuestionable, ya que la

viabilidad de las operaciones de la empresa depende de la capacidad del gerente financiero para administrar con eficiencia las cuentas por cobrar, el inventario y las cuentas por pagar” (2012, p. 543).

La mala administración del capital de trabajo, conlleva una serie de trastornos, entre los que Pérez destaca (Pérez, Análisis de Estados Contables: un enfoque de gestión., 2005):

- El desaprovechamiento de oportunidades de negocio, a causa de la indisposición de fondos.
- Dificultad de hacer frente a las obligaciones, lo que lleva a un aumento de los costos financieros.
- Por último, y como resultado de la falta de consideración de alternativas, inadecuada o falta de asesoramiento, entre otros, la cesación de pagos.

El capital de trabajo neto surge de considerar la diferencia entre el activo y el pasivo corriente (Gitman & Zutter, 2012).

$$\text{Capital de Trabajo} = \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$$

De acuerdo a Escribano Martínez, (Escribano Martínez, 2013) el activo corriente se compone de aquellos activos que se realizan dentro del corto plazo, siendo sus elementos más comunes: disponibilidades, créditos por ventas, otros créditos, bienes de cambio, inversiones transitorias y otros activos de corto plazo.

Por su parte, el pasivo corriente está formado por todas aquellas obligaciones vencidas o que vencerán, dentro de los 12 meses siguientes a la fecha de cierre de balance. Al mismo lo integran: deudas comerciales, deudas bancarias, deudas financieras, deudas sociales y fiscales, deudas con socios, entre otros.

Un adecuado equilibrio en dicha relación, permite obtener un margen de cobertura adecuado para afrontar las obligaciones de corto plazo de manera efectiva, y les permite a las empresas ante condiciones complejas y cambiantes, lograr una actividad operativa normal soportando posibles desvíos que la pudieran comprometer, lo cual contribuye a aumentar el valor de la empresa.

En las PyMEs la administración correcta del mismo adquiere una relevancia aún mayor, debido a que en muchas ocasiones se provocan ahogos financieros que llevan a crisis institucionales muy difíciles de revertir.

3.2.3. Financiamiento a corto y largo plazo

Lograr una adecuada distinción de los periodos de financiamiento permite obtener pautas de que herramientas son de mayor utilidad para cada caso.

Establecer qué periodo de tiempo es corto y largo lleva conlleva cierto grado de subjetividad, pero en términos generales y sobre todo contables, se adopta por corto plazo el año calendario.

Una cuestión asociada a los plazos, es la necesidad de financiamiento temporal y permanente. Gitman y Zutter (Gitman & Zutter, 2012) realizan una distinción interesante en relación a la forma de financiar dichas necesidades.

La primera habla de una estrategia agresiva de financiamiento donde las necesidades estacionales se cubren con deuda a corto plazo y las permanentes, con deuda a largo plazo. En la segunda, hablan de una estrategia conservadora, donde ambas necesidades se financian con deuda a largo plazo.

Los beneficios de la primer estrategia, radican en que en principio los costos financieros deberían ser menores para plazos más cortos, debido al riesgo asociado al mismo.

Dicha reducción de costos permite optimizar las operaciones y aumentar el valor de la empresa, pero lleva consigo un riesgo implícito de que la empresa no pueda conseguir los fondos necesarios para cumplir con las obligaciones urgentes o de corto plazo, lo que provocaría una ruptura del ciclo operativo normal.

Una de las herramientas que tienen las empresas para diagramar una planificación financiera, es el flujo de fondos. Siendo el principal problema de este instrumento, la dificultad para determinar con cierto grado de certeza los plazos de las cobranzas.

3.3. Fuentes de financiamiento en el Mercado de Capitales

El desarrollo del mercado de capitales argentino dista de asemejarse al de países sudamericanos y más aun de países desarrollados. En el informe realizado por la Fundación Observatorio PyME para el año 2016, se evidencia dicha diferencia demostrada en relación al valor total de acciones negociadas como % del PBI, en contraposición a países como Chile e Italia.

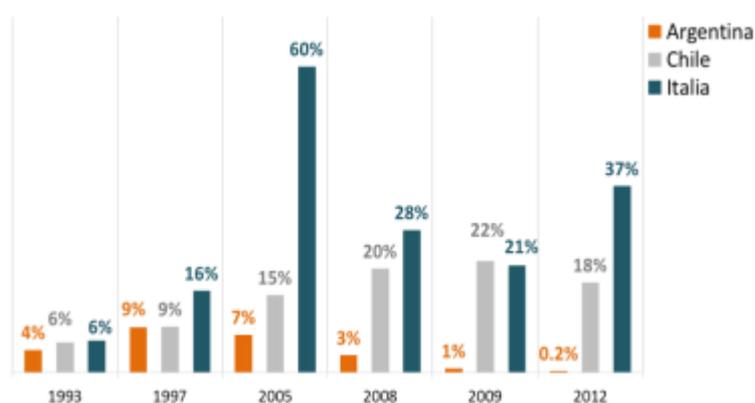


Ilustración 4: Evolución del Mercado de capitales Argentino, en relación a países sudamericanos en relación al valor total de acciones negociadas como % del PBI). (Fundación Observatorio PyME, 2016).

De acuerdo a dicho informe, el mayor acercamiento del sector PyMEs al mercado de capitales se canaliza vía descuento de cheques de pago diferido principalmente para afrontar obligaciones de corto plazo (Observatorio PyME, 2016).

Tal como lo remarca dicho informe, resulta necesario para el desarrollo del mercado una mayor asistencia técnica y asesoramiento al sector de empresas menos desarrolladas e instruidas, para lograr que tomen dimensión de las ventajas que podrían obtener a través de instrumentos bursátiles.

3.3.1. El rol de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)

Las Sociedades de Garantía Recíproca cumplen una función fundamental actuando como nexo entre las PyMEs y el Mercado de Capitales / Sector Bancario, teniendo por objeto facilitar el acceso al crédito a través del otorgamiento de avales, a las entidades de dicho sector.

Las mismas están constituidas por dos tipos de socios, protectores y partícipes.

Los socios protectores están integrados por individuos y sociedades que realizan aportes al fondo de riesgo, el cual oficia como respaldo financiero en caso de incumplimiento de la PyME avalada.

Los aportes al fondo de riesgo no se realizan por cuestiones de caridad, sino por un aspecto impositivo. El beneficio de aportar radica en que del total del monto aportado, se puede deducir el 35% del Impuesto a las Ganancias del ejercicio fiscal en cual fue efectivizado, sumado que a su vez que el fondo genera una rentabilidad. La limitante se encuentra en que el capital debe permanecer dentro del Fondo de Riesgo por un plazo mínimo de 2 años.

Los partícipes, son aquellas PyMEs que se asocian con el objetivo de obtener un aval que le permita mejorar las condiciones y el acceso a financiamiento.

Dentro de la documentación necesaria para ser incorporado como socio partícipe se solicita, entre otras:

- ❖ Documentación Societaria
 - Estatuto y/o sus modificaciones
 - Nómina o Registro de accionistas
 - Acta de designación de cargos y nómina de directorio
 - Reseña de la empresa
 - Copia del certificado PyME
 - Balances certificados ante el CPCE
 - Ventas post-balance actualizadas
 - DDJJ deudas bancarias actualizadas
 - DDJJ Iva (form.731) | DDJJ SUSS (form.931)

- Manifestación de socios
- Referencias comerciales y bancarias
- Detalle de clientes y/o proveedores

Es necesario tener en cuenta que hay sociedades de garantía recíproca donde su objeto se centraliza en determinados sectores, como por ejemplo el agro, y que también algunas son más idóneas que otras, de acuerdo a la necesidad financiera que se desea cubrir.

Los avales están direccionados tanto para créditos bancarios como para el mercado de capitales, y destinados a financiar capital de trabajo, proyectos de inversión, bienes de capital, entre otros.

3.3.2. Descuento de cheques en el mercado de valores

El instrumento a desarrollar en los próximos párrafos es utilizado principalmente para la financiación de capital de trabajo, debido a que el plazo máximo es de 360 días.

Existen tres modalidades para el descuento de los valores en el mercado de capitales, entre los que se encuentran: patrocinado, directo y avalado.

Bajo la modalidad de patrocinado, el Bolsa de Comercio autoriza a las sociedades comerciales legalmente constituidas (cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones), las cuales pueden ser una gran empresa o PyME, emisoras de los cheques de pago diferido utilizados exclusivamente para el pago a proveedores, para que los mismos puedan ser negociados en el mercado de valores (B.C.B.A, 2015).

Una vez que la empresa logra la autorización, se debe enviar los valores a un Agente o Sociedad de Bolsa para que esta los deposite en Caja de Valores SA, debidamente endosados por el beneficiario a favor de esta última entidad.

Es necesario remarcar que bajo dicho sistema la calificación de los valores se hace sobre la empresa emisora y que al existir el riesgo de incumplimiento de pago por parte de la compañía, las tasas de descuento son mayores que en la modalidad de avalado.

En el caso del descuento de cheques directo, no se requiere la autorización de Bolsa de Comercio ni aval de una SGR, en este caso quien autoriza es Mercado de Valores, previo a una calificación crediticia exhaustiva para permitir a los beneficiarios el descuento de valores de terceros.

Tal como lo destaca la Resolución General N° 480 (2005) de la CNV en el artículo 15 inc. a, “sólo se admitirá la negociación de cheques de pago diferido en el segmento directo, cuando sean presentados por sus beneficiarios, comitentes vendedores, cuyo asiento principal de negocios registrado, se encuentre localizado dentro del ámbito geográfico del Mercado en que se negocie, o su zona de influencia”.

Dicha cláusula fue establecida como filtro, ya que en teoría el mercado donde se negocia dicho valor posee un conocimiento mayor de la entidad beneficiaria de los cheques.

Dentro de la modalidad de avalado, quien otorga el aval a la PyME para el descuento de cheques, ya sean propios o de terceros, es una sociedad de garantía recíproca.

La condición excluyente es ser calificado como pequeña y mediana empresa, de acuerdo al nivel de ventas y personal ocupado, detallado anteriormente en el apartado clasificación de PyMEs en argentina, de este marco teórico.

Una vez realizado el proceso de calificación para ser incorporado como socio participe, y de acuerdo al aval obtenido, la PyME puede acceder al Mercado a negociar sus cheques, con la virtud de que no es calificado por quien compra estos cheques, ya que el riesgo crediticio fue evaluado y asumido por la SGR.

Así mismo, para ampliar el cupo de aval, se puede realizar el trámite de incorporación como socio participe en varias SGRs, incrementando la capacidad de financiamiento.

Resulta necesario para negociar los cheques en la bolsa, abrir una cuenta en una sociedad de bolsa, que es la institución que actúa como intermediario entre la PyME y el mercado.

Un punto importante a destacar es que las cuentas de las Sociedades de Bolsa se encuentran exentas del Impuesto a los Créditos y Débitos bancarios, tal como lo remarca el Decreto 380/2001 en su Artículo N° 10 (Inciso a) aspecto que implica un ahorro impositivo más que interesante. Dicho punto se tratara de manera más profunda en el desarrollo de este trabajo.

3.3.3. Caución bursátil

Dicho instrumento se compone de dos participes necesarios. Por un lado quien coloca fondos (Caución colocadora) y por otro, quien toma dichos fondos (Caución Tomadora), siendo el menor plazo posible de 7 días.

La principal característica del instrumento se haya en que un individuo, ya sea persona física o humana, puede obtener liquidez prácticamente de manera inmediata, en pesos o dólares.

La salvedad que conlleva dicha obtención de fondos es que necesariamente se deben dejar en garantía títulos, los cuales pueden ser titularidad de la empresa o de un tercero. Tal garantía, surge de multiplicar el valor de aforo de los títulos por la cotización de estos en el mercado de contado.

Al momento que se decida cancelar la caución, se debe devolver el capital más los intereses y comisiones que pudieran resultar.

3.3.4. Pagaré bursátil

Dentro de las características de esta herramienta se pueden destacar la utilización tanto para financiamiento de bienes de capital así como también de trabajo, debido a que el plazo para la emisión va desde los 180 días a los 3 años.

Los documentos para poder ser negociados en la bolsa precisan del aval de una sociedad de garantía recíproca, la cual en el caso que la empresa no responda por el pago del pagaré, actúa haciendo frente a tal obligación.

La operatoria de negociación de este instrumento es idéntica a la del cheque de pago diferido.

Esta fuente es una buena alternativa de financiamiento a tener en cuenta, ya que permite además de los plazos, el acceso a tasas competitivas, debido a que el riesgo de incumplimiento de la obligación es reducido por el aval de la SGR.

Además de lo mencionado en el anterior párrafo, la posibilidad de emisión en dólares le ofrece a aquellas PyMEs con flujo de caja en moneda extranjera, una alternativa de financiación muy adecuada.

Los datos que se incluyen dentro del documento son (Caja de Valores SA, 2014):

- Nombre del Librador
- CUIT del Librador
- Identificación de la Cuenta Depositante y Subcuenta Comitente en la cual se deberá registrar el saldo del Pagaré
- Fecha de emisión
- Monto
- Moneda de emisión.
- Fecha de pago
- Lugar de pago
- Identificación del Avalista
- CUIT del Avalista

3.3.5. Obligaciones Negociables PyMEs

Las obligaciones negociables representan valores de deuda privada, emitidas por sociedades por acciones, cooperativas y asociaciones civiles, que no implican participación societaria alguna y donde el inversor es un mero acreedor (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, B.C.B.A, 2015).

Es una importante fuente de financiamiento para el sector de las pequeñas y medianas empresas que les permite el acceso al mercado de capitales, con la posibilidad de obtención de fondos por un plazo de hasta 5 años y a tasas muy competitivas para la realización de proyectos de inversión, mejoramiento de tecnologías, etc.

Dentro de los aspectos a mencionar se destaca que el importe en circulación no podrá ser superior a cien millones de pesos, o su equivalente en otras monedas. Otra característica es la posibilidad de realizar emisiones en forma individual o bajo un programa global, el cual

da la posibilidad de realizar emisiones individuales divididas en una o más series, no pudiendo exceder el pazo de cinco años (Comisión Nacional de Valores, 2015).

Dentro del prospecto se especificaran los términos particulares de la emisión, donde se detallara tipo de título a emitir, monto, moneda de denominación y pago, régimen de amortización, intereses, vencimiento y pago de los servicios de interés, etc, sumado a información societaria, calificaciones de riesgo (en caso de corresponder), entre otras exigencias.

Una novedad es la posibilidad de emisión de Obligación Negociables PyMEs avalada por una sociedad de garantía recíproca, cuyo objetivo es facilitar el acceso de las empresas pertenecientes a dicho sector al mercado de capitales, con la posibilidad que conlleva plazos y costos de financiación ventajosos, que se reducen por la participación de las SGR lo cual disminuye riesgos para los inversores de estos instrumentos.

3.3.6. Fideicomisos Financieros

El artículo 1666° del Código Civil y Comercial de la Nación establece que habrá “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” (Ley 26.994, 2014).

El fideicomiso financiero se constituye a través de un patrimonio separado del de la empresa, compuesto por el aporte de determinados activos de la sociedad, en general créditos por ventas, documentados con cheques o pagarés, los cuales son cedidos para la administración por parte del fiduciario.

Esta alternativa constituye una herramienta financiera importante para el sector PyMe que le da la posibilidad de financiar sus operaciones o inversiones disminuyendo el riesgo, debido a que los bienes cedidos quedan exentos de los acreedores de la sociedad, lo cual mejora las calificaciones de riesgo traduciéndose en una disminución del costo de financiamiento.

Dentro de las formalidades de este contrato se encuentra que el fiduciario debe ser una sociedad debidamente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Los llamados beneficiarios en este tipo de contrato son aquellos sujetos titulares de los valores negociables garantizados con los bienes transmitidos, los cuales se pueden clasificar en valores representativos de deuda o certificados de participación.

Los valores representativos de deuda (VRD) son derechos de cobro del flujo de fondos que vaya generando el fideicomiso y se encuentran garantizados por los activos que componen el patrimonio. La principal característica de estos títulos, es que otorgan una renta fija la cual viene establecida en el prospecto de emisión, sumado a la moneda, plazos, etc.

La diferencia con los certificados de participación (CP), radica en que estos también otorgan un derecho de cobro sobre los flujos de fondos futuros pero una vez que se hayan cancelado los compromisos asumidos por los valores representativos de deuda y cumplido con la liquidación del fideicomiso.

Las emisiones se pueden realizar en tipos o series, ya sea de valores representativos de deuda o de certificados de participación, en donde pueden existir diferentes preferencias o beneficios.

Como una forma de asegurar el cumplimiento de las obligaciones, es posible realizar emisiones respaldadas además del patrimonio del fideicomiso por “otras garantías, entre ellas: asignación de bienes adicionales al fideicomiso de manera que exista una sobre cobertura de riesgos, garantías personales por parte del fiduciante o un tercero, garantías reales y/o afectación de bienes a un fideicomiso de garantía o la conjunción de varias PyMEs como fiduciantes de un mismo FF” (CNV, Comisión Nacional de Valores, 2017).

En relación al párrafo anterior, también está la posibilidad de utilizar un aval de una SGR para mejorar la calificación crediticia y así reducir los costos financieros.

3.3.7. Acciones PyMEs

Las PyMEs en Argentina cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización de acciones, que les permite el acceso a fuentes de financiamiento para sus actividades y proyectos.

Las acciones representan una participación en el capital de una empresa, la cual se encuadra bajo la forma jurídica de Sociedad Anónima, donde una nueva emisión representa la incorporación de nuevos socios a través de un aumento del capital.

Las empresas que acceden a esta alternativa de financiamiento, donde realizan oferta pública de sus acciones, les otorgan el derecho a los accionistas a participar de los resultados y a votar en las asambleas de accionistas, entre otros aspectos (CNV, Comisión Nacional de Valores, 2017).

Dentro del prospecto de emisión se deben detallar las distintas clases de acciones, como así también monto, moneda y valor nominal unitario, forma de colocación y plazo, precio o su forma de determinación, etc, sumado a la descripción de la empresa emisora y su información contable.

Es necesario remarcar que las acciones PyMEs sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados, los cuales de acuerdo al artículo 12 de la Resolución General 640 de la CNV se deben encontrar en las siguientes categorías (RG 640, 2015):

“a) el Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.

b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.

c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.

d) Agentes de negociación.

e) Fondos Comunes de Inversión.

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

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

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

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

No se exigirá el patrimonio neto mínimo fijado en los incisos f) y g) en los supuestos de emisiones garantizadas en un SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%), como mínimo, por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) o Fondo de Garantía Ley 24.467, Comunicación BCRA A 5.275 y sus respectivas modificatorias”

Aquellas empresas que realicen una emisión de acciones bajo oferta pública, las mismas serán objeto de negociación en el mercado de capitales en el mercado primario, una vez que se haya realizado la colocación.

Posterior a la primer negociación en el mercado primario, el precio de los títulos se determinara en base a la interacción de la oferta y la demanda entre los inversores, en el mercado secundario (B.C.B.A, 2015).

Pese a la existencia del régimen simplificado, la realidad es que debido a los requisitos para las emisiones, sumado quizás al poco desarrollo de esta herramienta debido a desconocimientos y falta de promoción por parte del mercado de capitales, las emisiones de estos instrumentos en Argentina son muy bajas.

3.4. Herramientas de Análisis de Contexto

3.4.1. Análisis PEST

Toda empresa requiere tener información de su macrocontexto y de cómo las variables involucradas, pueden afectar su normal funcionamiento. Para lograr la sistematización de esta información, Kotler (2012), plantea que una de las herramientas más idóneas es el Análisis PEST. El mismo, permite analizar todas las fuerzas por separado, pero sin descuidar la importancia de su interacción, ya que de esta forma darán lugar a nuevas amenazas y oportunidades.

A continuación se plantean las variables que se consideran más significativas para el presente trabajo:

I. Político

Este factor contempla todas las decisiones a nivel de gobierno nacional, provincial, municipal y/o comunal, que puedan afectar positiva o negativamente el desarrollo de un sector del mercado o toda una industria. De acuerdo con Chapman (2004), las empresas deben poder observar la relación que existe entre las políticas de Estado y el sector o industria a la que pertenecen, ya que le permitirá poder detectar tanto oportunidades como amenazas de manera más eficiente.

II. Entorno económico

Ayala Ruiz y Aras Amaya (2011) hacen referencia a que el resultado y consecuencias de las políticas públicas, la variación del comportamiento de los consumidores, decisiones a nivel mundial, entre otros, son variables que pueden afectar la situación económica de la región en la cual trabajan y de la industria particular.

Factores económicos como la tasa impositiva, de interés, los niveles inflacionarios, el índices de precios consumidor, la política monetaria nacional y provincial, los costos de

insumos, entre otros, son factores económicos que pueden afectar a la población (Ayala Ruiz y Aras Amaya, 2011).

A lo antes mencionado, Kottler y Keller (2012) agregan que el poder adquisitivo de una economía depende del ingreso, precios, ahorros, endeudamiento y facilidades de crédito que puede ofrecer un contexto determinado a la sociedad. Y, en relación a estas variables, las empresas que dedican sus esfuerzos a consumidores finales o que son sensibles al precio, deben tener en cuenta las tendencias en este ámbito para poder ser efectivas y competitivas en el mercado.

III. Entorno socio-cultural

En este entorno, de acuerdo a Kottler y Keller (2012), se observan las características de la población sobre la cual se pretende trabajar o implementar acciones, sean comerciales o bien de desarrollo empresarial. Indicadores como la evolución demográfica, composición de segmentos del mercado o industrias específicas, tendencias en la forma de consumo, pueden ayudar a las empresas a determinar los cursos de acción a futuro y adelantarse a los cambios venideros.

Por su parte, Chapman, (2004) y Ayala Ruiz y Aras Amaya (2011) agregan que dentro de esta variable es importante observar las fuerzas de la sociedad que afectan a los individuos, ya que esto tendrá un impacto directo en las empresas, sus ventas, su posibilidad de posicionamiento, de adquisición de recursos claves, entre otros.

IV. Entorno tecnológico

Finalmente, en lo que respecta a tecnología, Chapman (2004) plantea que es un factor fundamental en todas las empresas cualquiera sea la industria, ya que permitirá no solo mejorar su competitividad, precios y calidad, sino optimizar su rendimiento y costos.

Ayala Ruiz y Aras Amaya (2011) hacen referencia a este factor se deben tener en cuenta cuestiones como impacto de las nuevas tecnologías, impacto y velocidad de las transferencias de tecnología, tasa de obsolescencia tecnológica, el tamaño de las inversiones

en investigación y desarrollo tecnológico, capacidad para obtener nuevas tecnologías, todo lo cual puede afectar no solo los resultados sino también la capacidad de la empresa de sostenerse en el mercado.

Finalmente, Kottler y Keller (2012), acorde a lo anterior, mencionan que los avances tecnológicos impactan directamente en el crecimiento económico del país, y agregan que las consecuencias de los avances tecnológicos pueden ser a largo plazo y no previsibles. Es necesario que las empresas tengan en cuenta y observen de cerca tendencias tecnológicas como: el ritmo de cambio, las oportunidades ilimitadas de innovación, los cambiantes presupuestos destinados a investigación y desarrollo, y una mayor regulación de los cambios tecnológicos.

MARCO METODOLÓGICO

El tipo de investigación utilizada es de tipo descriptiva, la que tal como su nombre lo indica busca describir, en este caso el estado de situación, que permita observar el comportamiento de las variables presentes, tanto en el macro como microcontexto, y colaboren con la observación de la relación entre PyME y mercado bursátil, sobre lo cual a priori se detectó un escaso vínculo, con el objetivo primordial de ayudar a incrementar valor a las empresas a través del aprovechamiento de herramientas bursátiles.

Los instrumentos requeridos para la recolección de datos responden a información de tipo secundaria, ya que no es creada por el analista sino que es recolectada del contexto del Mercado de Capitales, como también de documentos oficiales o no oficiales, públicos y/o privados, que posean validez académico/científico o bien empresarial.

La metodología a implementar responde a una estrategia de tipo cualitativa y para la obtención de los datos se recurrirá a páginas web como la de las instituciones: Comisión Nacional de Valores, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Bolsa de Comercio de Rosario, Bolsa de Comercio de Córdoba, Secretaria de la Mediana y Pequeña Empresa, entre otras fuentes e instituciones que dispongan de contenido relacionado.

Para realizar un diagnóstico certero sobre la situación actual y las necesidades y/o problemas que poseen las PyME respecto de aspectos financieros, se llevaran a cabo dos análisis, en primera instancia el Análisis de Macrocontexto, mediante la herramienta Análisis PEST; y en segundo lugar un análisis de sector PyME, mediante el relevamiento de documentación relacionada al mismo.

Para esto se utilizará una metodología de tipo cualitativa, mediante un diseño de investigación Descriptivo, mediante una recolección bibliográfica crítica y Análisis Documental.

Posteriormente, se realizará el análisis de las herramientas bursátiles, de acuerdo a la información brindada tanto por las entidades especializadas mencionadas en el anterior párrafo y por expertos en la materia, como Nicolas Alfonso, Director de Focus IM, a quien

se le realizará una entrevista a los fines de aclarar aspectos puntuales sobre el sector bursátil de Argentina y las herramientas disponibles en el mismo.

Objetivo	Objeto de estudio	Resultado Esperado
1. Definir los distintos tipos de problemas/necesidades financieras por los que puede atravesar una PyME.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Identificar problemas habituales relacionados a la situación financiera de las PyMEs. ▪ Caracterizar el comportamiento de las PyMEs en relación al uso de herramientas financieras. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Análisis cualitativo del contexto actual de las PyME como patrones de comportamiento financiero. 2. Causas de los problemas financieros. 3. Aspectos condicionantes para el acceso crediticio. 4. Motivos por las cuales las PyMEs no acceden al mercado de capitales.
2. Identificar y definir las principales herramientas de financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales al sector.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Caracterizar las herramientas disponibles para en el mercado de capitales, en base a la accesibilidad para las PyMEs. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Detallar la operatoria de cada una de las herramientas identificadas. 2. Análisis financiero de las herramientas seleccionadas 3. Beneficios y desventajas de cada herramienta.
3. Determinar la fuente más idónea de acuerdo a la necesidad financiera que deba cubrir la empresa.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Comparar las diferentes herramientas en función de los aspectos propios, plazos y destinos. ▪ Comparar las herramientas con el Sistema Bancario. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Identificar la viabilidad de cada herramienta en función del contexto macroeconómico y específico a cada empresa. 2. Identificar la idoneidad de las herramientas para la implementación en PyMEs.
4. Establecer el protocolo de acción para brindarle acceso a las herramientas bursátiles a las PyMEs.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Diseñar una estructura de servicios para la venta de consultoría financiera. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Establecer un protocolo de venta de consultoría financiera. 2. Diseñar herramientas propias para optimizar el servicio de consultoría.

*Tabla 1: Resumen de Objetivos y Resultados Esperados
 (Fuente: Elaboración Propia)*

DIAGNÓSTICO

5.1. Análisis de Macrocontexto: Análisis PEST

5.1.1- Político – Económico

En los siguientes párrafos se desarrollarán dichas variables de manera conjunta, debido a su estrecha relación e impacto. El gobierno argentino, actualmente presidido por el Ing. Mauricio Macri, al momento de asunción se planteó junto a su equipo una serie de objetivos tendientes a la recuperación económica y al crecimiento del país, luego de varios años de crisis.

Dentro de las medidas y circunstancias político-económicas acaecidas durante el periodo de gestión del actual gobierno, se pueden remarcar:

Incertidumbre-Desestabilización efecto elecciones en el segundo semestre de 2017

Pese a quedarle por delante más de dos años de gestión al actual gobierno, el segundo semestre de 2017 viene siendo algo turbulento como consecuencia del proceso eleccionario donde se vota diputados y senadores, renovándose la mitad de las bancas de ambas cámaras, lo cual termina otorgando las minorías y mayorías.

Agosto fue el mes en el que se llevó a cabo las elecciones primarias abiertas simultáneas y obligatorias (PASO), cuya función es determinar los partidos habilitados a presentarse en las elecciones definitivas de octubre, como así también los representantes de cada uno de ellos.

La incertidumbre del mes de agosto fueron producto de las encuestas privadas, en donde se daba ganadora por más de 5 puntos a la ex Presidenta Cristina Fernandez de Kirchner (El Cronista, 2017 a; Perfil.com, 2017), lo cual implicaría la vuelta de un partido con políticas y perspectivas totalmente contrarias a las del actual gobierno.

En las semanas previas a dicho comicios se pudo ver una escalada de la moneda dura (Dólar), la cual llegó a superar la barrera de los 18 pesos (Marino, 2017). Tal circunstancia,

provocó la intervención por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA), llegando a vender en las 11 ruedas anteriores a las PASO más de 1.800 millones de dólares para contener la demanda y evitar la depreciación del tipo de cambio (Lanación.com, 2017).

Post elecciones primarias y con un buen resultado en las manos de Cambiemos, el gobierno encaraba un nuevo y gran vencimiento de Letras del Banco Central (Lebac), lo que en el caso de una mala elección como se había pronosticado, hubiese sido un grave problema debido a que los inversores de este instrumento en pesos se habrían volcado al dólar y el BCRA tendría que haber seguido liquidando divisas y disminuyendo sus reservas para hacer frente a la demanda de este billete (Jaimovich, 2017).

Desaceleración de la inflación – evolución de 2016 a 2017

Uno de los principales objetivos adoptados por el gobierno de Macri al momento de asumir la presidencia fue velar por la estabilidad monetaria, para lo cual se establecieron metas inflacionarias tendientes a llegar a un dígito en el año 2019.

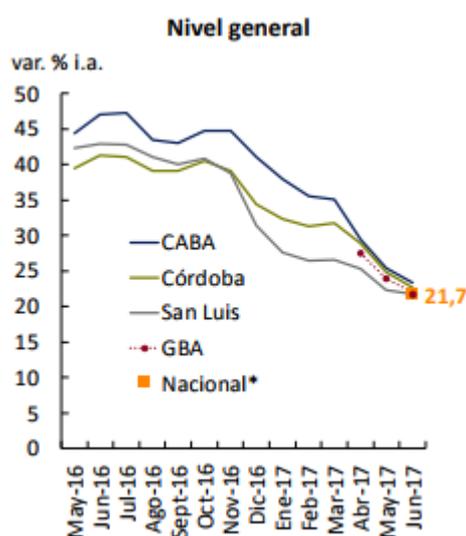


Ilustración 5: Índice Precio al Consumidor - Mayo 2016-Junio 2017
(Fuente: BCRA, 2017)

La desaceleración de la inflación, tal como se aprecia en el anterior grafico es un hecho que se está logrando. Sin embargo, la quita de subsidios a determinados servicios provoca un descontento en el común de la gente que ve afectado su poder adquisitivo.

Pese a que las medidas de liberación del cepo cambiario y actualización de tarifas retrasadas han sido sobrellevadas relativamente de buena manera, la reactivación económica tan añorada requiere de medidas de fondo como por ejemplo, reducción de gasto público, del costo laboral, cambios impositivos, etc.

Tasa de Referencia

Hasta el Enero de 2017, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) utilizaba como mecanismo regulador de la política monetaria la tasa de referencia de las Letras del Banco Central (Lebac) para mudarse a la tasa de pases, la cual se forma semanalmente en referencia a la tasa pasiva (se da cuando en BCRA vende) y la tasa activa (cuando el banco central compra, es decir la tasa que paga a las entidades financieras) (Arias, 2017).

Esta herramienta es utilizada para inyectar o extraer liquidez, es decir sacar o poner pesos de la calle y de esa forma controlar la base monetaria y la inflación, en el caso de producirse eventualidades que requieran intervención.

Se pudo ver en el mercado que ante la ocurrencia de datos que alertaban sobre una posible suba en el Índice de Precios, el BCRA aumentaba inicialmente la tasa de pases para luego incrementar la tasa de Lebac y evitar así la pérdida de valor del peso lo que llevaría a inversores a posicionarse sobre dólar (Arias, 2017).

Ley de Blanqueo de Capitales

En Junio de 2016 con los objetivos puestos en reducir la evasión fiscal, ampliar la base impositiva y obtener fondos para nutrir al mercado, se sanciono la Ley 27.260 llamada "Régimen de Sinceramiento Fiscal" (Presidencia de la Nación, 2016)

Desde el Ministerio de Hacienda y Finanzas de la Nación salieron a afirmar el éxito de la misma, destacando que fue el blanqueo más importante de la historia Argentina y que está en el ranking mundial de los más exitosos (Iprofesional, 2017a).

Dicha inyección de dólares a la economía fue el puntapié para comenzar con las inversiones y así empezar a dar los pasos iniciales para un proceso de recuperación productiva, fomento de empleo, etc.

Nueva Ley PyME

Con el objetivo de fomentar el empleo y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas, consideradas el motor económico del país se promulgo la Ley 27264, llamado “Programa de Recuperación Productiva”.

La aludida norma establece un tratamiento impositivo especial hacia aquellos sujetos que encuadren dentro de la categoría Micro, Pequeña y Mediana empresas, así como también creo un Régimen de Fomento de Inversiones para dicho sector.

Dentro de los aspectos impositivos más destacados se pueden mencionar

(Ley N°27.264, 2016):

- En los casos de una micro o pequeña empresa, se puede pagar el IVA a 90 días.
- Desde el 1 de enero de 2017, tampoco se tiene que pagar más el Impuesto a las Ganancia Mínima Presunta.
- Se puede descontar el impuesto al cheque de lo que se paga en el Impuesto a las Ganancias: hasta un 100% para micro y pequeñas empresas y 60% para PyMEs medianas industriales tramo 1, este último modificado por el Decreto N° 409/2018.

Y por el lado del Régimen de Fomento de Inversiones, se destaca la posibilidad de descontar del Impuesto a las Ganancias hasta el 10% de lo que se invierta en maquinaria o infraestructura, desde el 1 de julio de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2018 y la creación de un bono de crédito fiscal para cancelar impuestos nacionales y aduaneros (Ley N°27.264, 2016).

Liberación del cepo

Una de las primeras medidas adoptadas por el equipo económico de la gestión de Cambiemos, presidido en ese momento por Alfonso Prat-Gay fue la eliminación del cepo cambiario impuesto en Noviembre de 2011 por la ex presidenta Cristina Fernandez de Kirchner (Infobae, 2015).

La adopción de un único tipo de cambio fue hecho bajo el esquema de flotación sucia. Es decir, dejaron que el dólar fluctúe de manera libre pero interviniéndolo a través del BCRA para evitar subas o bajas que estén fuera de los parámetros (Infobae, 2015).

La decisión política-económica tratada en estos párrafos fue con el claro objetivo de recuperar la competitividad principalmente de las economías regionales y también en relación a los países limítrofes, normalizar la economía y encarar la senda del crecimiento (Franco, 2015).

Pago a fondos buitres

El acuerdo llevado a cabo en Abril de 2016 con el Club de Paris le permitió a la Argentina dejar atrás un litigio de más de 15 años, el cual la había llevado al default en 2014.

El fin del conflicto legal con estos fondos le dio la posibilidad a la Argentina de ingresar a los mercados internacionales de capitales y a la reinserción a la economía mundial (Mathus Ruiz, 2016)

Desde este momento, y gracias a la posibilidad de obtener crédito internacional debieron salir a buscar divisas para cubrir parte del arreglo legal, cubrir el déficit e impulsar la actividad económica (Zlotnik, 2016).

Quita de aranceles y retenciones

Otra de las medidas llevadas a cabo en Abril de 2016 fue la eliminación de los aranceles a la importación con el objetivo de reactivar a la industria y al comercio, y de esta manera captar inversiones en Argentina (Wasilevsky, 2016).

La política adoptada por el Gobierno kirchnerista nos llevó a que países de la Unión Europea, como así también Estados Unidos y Japón elevaran una denuncia ante la Organización Mundial del Comercio (OMC) por prácticas desleales.

Tal como lo destacó Miguel Braun, Secretario de Comercio, “las Declaración Jurada Anticipada de Importación (DJAI) representaban una barrera arbitraria y poco transparente al comercio internacional. Lejos de resguardar al empleo argentino, contribuyeron al estancamiento de la inversión y del comercio que sufrimos en los últimos cuatro años” (Wasilevsky, 2016).

La quita de retenciones a las exportaciones del campo (excepto a la soja, que se redujo a 30% la alícuota) en Diciembre de 2015 (Iglesias, 2015), fue otra de las medidas tomadas por el actual gobierno tendientes a recuperar la capacidad productiva y la competitividad de los sectores.

Pese a que la decisión fue controvertida, aseguran que gracias a la medida represento un mayor beneficio para el país debido a que "aumentó la producción, se generó mayor demanda de insumos, de viajes de camión, de compra de maquinaria agrícola, y un incremento en el comercio" (El Cronista, 2017 b).

5.1.2- Social – Cultural

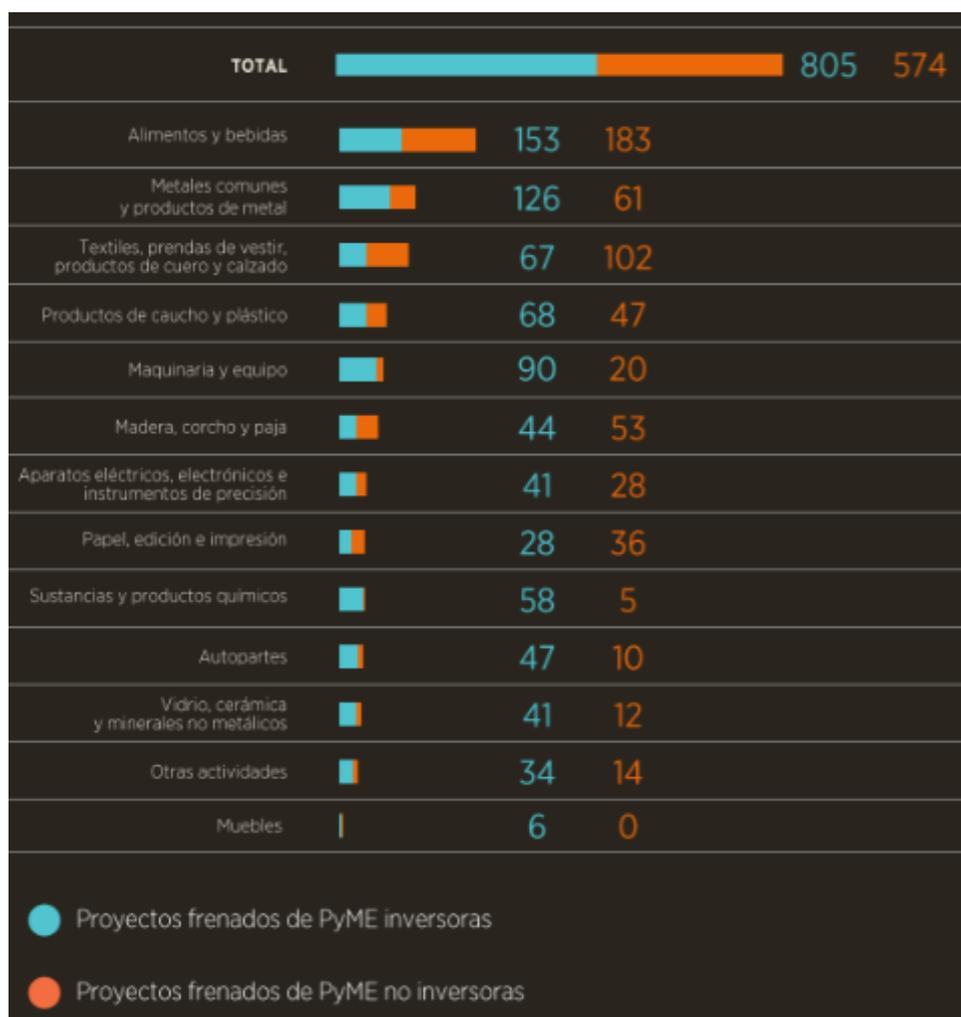
No es novedad el aporte que realiza el sector de las pequeñas y medianas empresas argentinas al desarrollo económico y a la generación de empleo del país. Tal es así que el actual presidente Mauricio Macri las llegó a calificar como el corazón productivo del país (Telam, 2017).

Según datos del Ministerio de Producción de la Nación en el año 2016 más del 99% de las empresas en argentina entraron dentro de la calificación PyMEs, aportando poco más del 70 % del empleo privado formal y dentro de esta clasificación, alrededor del 85% perteneció al sector Microempresa y contribuyendo en el 20% del empleo (Ministerio de Producción de la Nación, 2016a).

Los factores enunciados en el anterior párrafo son las causas por las cuales el gobierno hizo hincapié en la promoción del sector a través de diversos medios, como por ejemplo la Ley 27264 de Recuperación Productiva o la Ley de Emprendedores. Pese al esfuerzo mencionado, en 2016 según informe del INDEC alrededor de 4.500 empresas cerraron sus puertas (Iprofesional.com, 2017b)

Una de las características principales que destacan a este sector de acuerdo a Silvera (2017) es la orientación a la resolución de lo inmediato, es decir toma de decisiones rápidas y sin planificación que impactan en la gestión de la empresa. Obstáculos como la presión ejercida por los costos laborales e impositivos, derivan en una contabilidad en algunos casos ficticia que termina impactando-condicionando el acceso a fuentes de financiamiento.

Un relevamiento elaborado por la Fundación Observatorio PyME en el año 2016 (Observatorio PyME, 2017), informa que la proporción de PyMEs Industriales con proyectos de inversión frenados por falta de financiamiento es del 26%.



*Ilustración 6: Demanda de crédito de PyME industriales para financiar proyectos de inversión frenados por falta de financiamiento (Millones de USD de 2016)
 (Observatorio PyME, 2017)*

El gobierno presidido por Mauricio Macri en post de desarrollar y potenciar los ecosistemas emprendedores, llevo adelante un proyecto de ley aprobado por el senado en Marzo de 2017, llamado Ley de Emprendedores. Los principales objetivos del mismo, de acuerdo a Barreiro (2017), son eliminar las barreras burocráticas para la creación de empresas y el fomento del mismo a través de la creación de herramientas financieras.

Garau (2017) plantea que dentro de los puntos más destacados se pueden mencionar:

- **Empresas en un día**

La ley prevé la creación de empresas de una manera más rápida y menos costosa. Es decir, la constitución de una sociedad en 24 hs, lo que implica que puedan constituir el CUIT, abrir una cuenta bancaria y la integración de un capital mínimo equivalente a dos salarios básicos, entre otros.

- **Sociedades por Acciones Simplificadas (SAS)**

Este tipo societario admite la posibilidad de que la empresa sea de un solo socio, la determinación del valor de la emisión de las acciones, la posibilidad de utilizar firma, libros y poderes digitales, y la posibilidad de que el objeto del negocio no sea tan específico, para en caso que desee ampliar sus negocios, el trámite de actualización no sea complicado.

- **Financiamiento conjunto**

La ley creó una nueva forma de financiación para el desarrollo de proyectos, la cual se integra a través del aporte de fondos del Estado junto con fondos privados.

- **Capital Semilla**

Creación de 12 aceleradoras y préstamos a tasa cero para ayudar a crecer a los startups que recién empiezan.

El mercado de capitales es una herramienta que le permite a las empresas diversificar las fuentes de financiamiento. Particularmente para las PyME dispone de distintos instrumentos que en general se ajustan a la necesidad por la que atraviesan.

Muchas veces por desconocimiento de los individuos encargados de la dirección de las empresas y de quienes los asesoran, no se llega a evaluar las alternativas disponibles en el mercado de capitales.

Sin embargo, diversos estudios vienen señalando un incremento del financiamiento de las empresas a través de este mercado. Siendo el instrumento preferido por los empresarios PyMEs el descuento de cheques de pago diferido.

5.1.3- Tecnológico

La adaptación de las empresas a las nuevas tecnologías, hoy en día es una necesidad de primer grado. El desarrollo de actividades de innovación, ya sea a través de la adquisición de nuevas tecnologías o desarrollo del conocimiento mediante contratación de consultorías, son algunas de las actividades que ayudan al posicionamiento de las empresas.

Un estudio realizado por la Universidad Nacional de Lomas de Zamora - Facultad de Ingeniería, definió como actividades de innovación a aquellas que a través de una adecuada gestión tecnológica logran un aumento de la capacidad de la empresa para captar más demanda (Cristi y López, 2013).

La optimización de procesos administrativos permite realizar un uso adecuado de los recursos con que cuentan las empresas, arrojando la posibilidad de reducir costos y poder destinar esos capitales a actividades que ayuden a aumentar el valor de estas entidades.

Una cuestión clave a la hora de tomar una decisión sobre la adquisición de nueva tecnología en una empresa es la realización de un análisis pormenorizado del retorno de esa inversión, y así definir si eso genera un impacto cuantificable mayor a la erogación que conlleva (Banco COMAFI, s/f). Sin embargo, actualmente para cualquier tipo de empresa resulta fundamental la automatización y tecnologización, principalmente comprendiendo los cambios sociales generacionales que se van dando.

En relación a lo antedicho y según un estudio citado por La Nación en relación al uso de Internet, Argentina se ubica al tope del ranking de los países de la región, con un 69,4 por ciento de los individuos que acceden a la Red, seguido por Uruguay con 64,6 por ciento y Chile (64,29%) (lanación.com, 2016).

Esta característica que se presenta generalmente en la mayoría de los países, representa una oportunidad y una nueva forma de consumo. A su vez dispone de diversas herramientas para promocionar empresas, productos o servicios, que sin duda se deben aprovechar.

A modo de referencia se puede citar la plataforma virtual GoDaddy, la cual entre los diversos servicios que presta se encuentra la posibilidad de armar campañas de mails, para por ejemplo captar clientes o promocionar determinado bien o servicio, a un costo relativamente bajo.

5.2. Análisis del sector PyME

En los siguientes párrafos se llevara a cabo un análisis del sector PyME en donde se irá desde la distribución geográfica para identificar la potencialidad de las distintas provincias, siguiendo por las causas que generan problemas financieros y los aspectos que condicionan el acceso al crédito, sumado a las medidas de financiamiento tradicionales más utilizadas por estas empresas y concluyendo con un diagnóstico de los instrumentos bursátiles de mayor alcance y utilidad actual, en comparativa con las herramientas tradicionales.

5.2.1- Análisis geográfico de las MiPyME.

De acuerdo al relevamiento llevado a cabo por el Ministerio de Producción en el año 2016 en relación a cantidad de empresas a nivel nacional, se puede apreciar la potencialidad de la provincia de Córdoba, la cual se ubica en el tercer lugar, representando casi el 10% del total de la República Argentina.

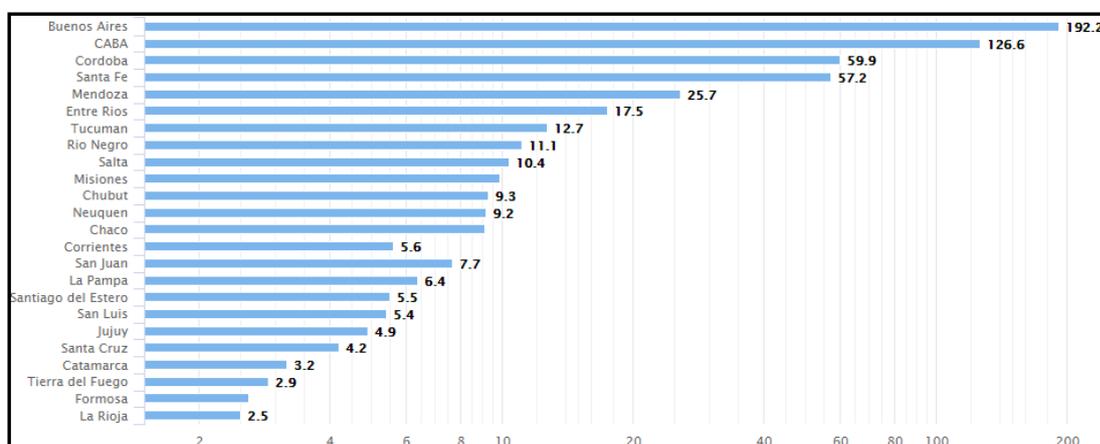


Ilustración 7: Distribución de empresas por provincias (Miles de empresas, año 2016)
(Fuente: Ministerio de Producción de la Nación, 2017a).

Si se puntualiza la visión en el sector de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, a través del informe elaborado por la Universidad de Avellaneda (UNDAV, 2015), se puede observar que en todas las provincias Argentinas el porcentaje de MiPyMEs supera el 85% de

las empresas registradas, donde se destaca que en Córdoba dicha participación se aproxima al 96%.

Si se realiza un desglose de este último dato, surge otro factor que resulta muy relevante, donde trasciende que prácticamente el 72% del total de empresas registradas son Micro Empresas.

PROVINCIA	Grandes	Medianas	Pequeñas	Micro	% Mipymes
CABA	4.244	9.327	32.471	87.156	96,81%
BUENOS AIRES	5.795	10.516	38.669	118.387	96,66%
CORDOBA	1.810	2.541	9.683	35.675	96,36%
SANTA FE	1.751	2.985	9.874	33.087	96,33%
ENTRE RIOS	694	752	2.633	10.272	95,16%
MENDOZA	1.161	1.327	4.723	12.750	94,18%
MISIONES	563	589	1.790	5.194	93,08%
RIO NEGRO	658	585	1.863	6.237	92,96%
LA PAMPA	364	210	815	3.714	92,87%
CHUBUT	579	488	1.592	5.204	92,64%
TUCUMAN	890	793	2.452	7.238	92,17%
CHACO	548	464	1.303	4.603	92,08%
NEUQUEN	666	585	1.806	5.299	92,03%
CORRIENTES	570	444	1.389	4.631	91,90%
SALTA	674	576	1.801	5.250	91,88%
SAN JUAN	534	454	1.305	3.811	91,25%
SANTIAGO DEL ESTERO	428	314	930	3.064	90,96%
JUJUY	391	251	738	2.664	90,33%
SANTA CRUZ	382	323	842	2.393	90,30%
FORMOSA	250	136	417	1.558	89,41%
SAN LUIS	495	336	858	2.963	89,36%
TIERRA DEL FUEGO	299	198	562	1.550	88,54%
CATAMARCA	345	192	515	1.837	88,06%
LA RIOJA	289	169	451	1.404	87,51%

*Ilustración 8: Cantidad de empresas PyME por provincia en 2014
 (Fuente: UNDAV, 2015).*

Los datos mencionados en el último párrafo, permiten obtener una visión más clara del potencial que tiene el sector al cual se apunta, debido a que los distintos tipos de empresas que lo integran, por lo general están en constante transformación y transitando procesos de crecimiento, lo cual les demanda la búsqueda de alternativas que le permitan financiar y sostener sus proyectos.

5.2.2- Las PyMEs y el Financiamiento

5.2.2-1. *Causas que originan en las PyMEs problemas financieros*

Entre el abanico de posibilidades que pueden llevar a las empresas a atravesar problemas financieros, un estudio de investigación elaborado por la Universidad Nacional de La Plata, desarrollado por Galan, Giusti, Mollo Brisco y Nobile (2007), cita a modo de referencia algunas circunstancias, entre las que se destacan:

- **Información imperfecta o poco confiable**, la cual se origina por falta de conocimiento por parte del dueño de los beneficios de la contabilidad, sumado a falta de exigencia por parte del contador de la firma.
- **Escaso control administrativo**, basado en excesivo optimismo en los planes de crecimiento, falta de consideración de alternativas por carecer de personal especializado (Suelen trabajar solo con uno o dos bancos).
- **La toma de decisiones depende de una sola persona**, en este caso del dueño de la empresa, sumado a la falta de separación entre dirección y propiedad, lo cual genera subjetividades al momento de tomar decisiones.
- **Desviación de las obligaciones fiscales** a causa de los grandes niveles de informalidad y falta de planeación fiscal.
- **Escasa o nula planificación financiera**, donde la mirada está puesta en la operatoria diaria de la empresa y la resolución de cuestiones inmediatas, arrojando una inadecuada estructuración del fondeo.
- **Deficiente manejo de las situaciones de stress financiero.**

En la generalidad de los casos la función financiera en tiempos de crisis se remite al manejo de la Tesorería o simplemente a la obtención de fondos para cubrir las necesidades de capital de trabajo. Dicha circunstancia, deja poco espacio para el planeamiento y gerenciamiento, lo que lleva a acceder a fuentes mucho más costosas dando como resultado una caída del valor de la empresa.

5.2.2-2. *Aspectos que condicionan a las PyMEs en el acceso al crédito*

La discrepancia que existe en el acceso al financiamiento entre las PyMEs y las grandes empresas es sustancial, por motivos obvios como lo son las grandes estructuras societarias consolidadas que implican un menor riesgo del crédito.

Entre las principales carencias en relación a financiamiento que deben afrontar las pequeñas y medianas empresas, de acuerdo a Galan, Giusti, Mollo Brisco y Nobile (2007), se encuentran:

- **Elevadas tasas de interés y costos** asociados a las líneas de crédito.
- **Falta de acceso a créditos de largo plazo**, lo cual dificulta la inversión y desencadena un apalancamiento peligroso, ya que terminan financiando inversiones a largo plazo con créditos de corto plazo.
- **Dificultades asociadas a la constitución de garantías**, ya sea por los costos en la constitución, indisponibilidad de bienes relacionados a la estructura de la empresa, por liquidez de los activos, etc.

Más allá de la irreprochabilidad de los obstáculos mencionados, y de acuerdo al trabajo elaborado por Galan, Giusti, Mollo Brisco y Nobile (2007), se puede arribar a la conclusión de que en Argentina el problema fundamental de las PyMEs en relación al acceso al financiamiento, tiene su origen en la “Información Imperfecta” de quien solicita el crédito y quien presta, generando entre otras limitaciones:

- **Dificultad para la entidad prestadora** al momento de identificar la intención de pago de quien solicita el crédito. En la medida que estos datos surjan de los balances, información financiera, cash-flow, etc, la decisión final termina basándose en el vínculo personal entre el oficial de crédito-cliente potencial PyME.
- **Escasa confiabilidad en la información financiera** por falta de transparencia, lo que complica el análisis de la real capacidad de pago de la PyME.

- **Necesidad de las entidades crediticias de obtener información de los dueños/socios de la PyME**, el mercado donde se desempeña, clientes, proveedores, etc., termina siendo un aspecto concluyente a la hora de otorgar o no el crédito.

La heterogeneidad de los segmentos en que se desempeñan este tipo de empresas, sumado a la incorrecta presentación de la información al momento de gestionar una línea crediticia, termina dando como resultado que los proveedores sean los principales prestamistas y no sorprende que así sea, dado a que estos si conocen en profundidad al empresario, la empresa, su capacidad de pago, etc., información muchas veces no plasmada en documentos.

A modo de referencia se pueden citar una serie de preguntas a tener en cuenta al momento de solicitar un crédito bancario, las mismas fueron elaboradas por el Banco de la Provincia de Córdoba:

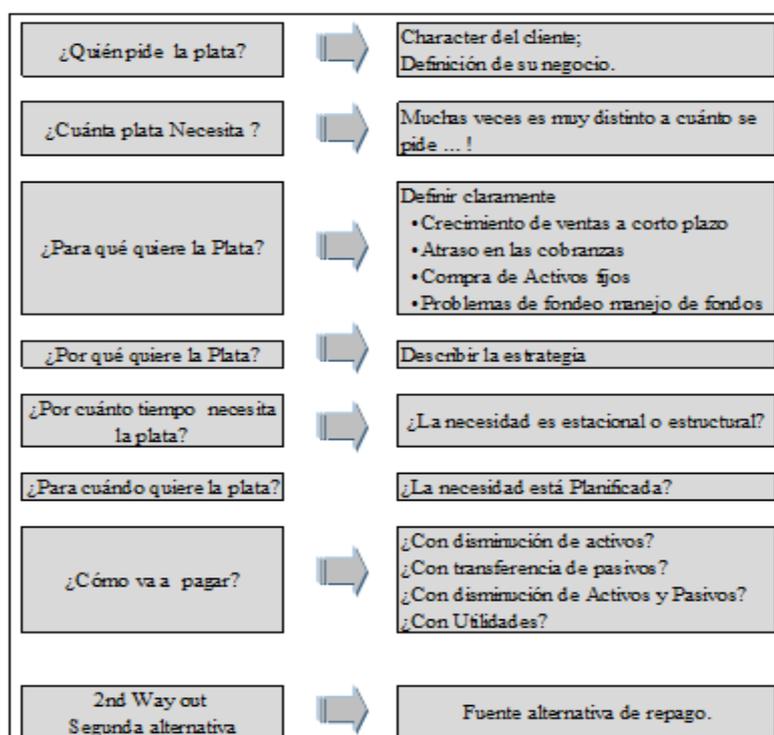


Ilustración 9: Preguntas a tener en cuenta al momento de solicitar un crédito bancario.
 (Fuente: Santiago Nisi – Sub Gerente del Banco de Córdoba. Curso Financiamiento en PyMEs. Instituto Argentino de Ejecutivos en Finanzas. Córdoba 05/2017).

5.2.2-3. *Sistema Financiero Tradicional.*

A la hora de realizar un análisis sobre el sistema financiero tradicional, la mirada sin lugar a duda se centra en las entidades bancarias.

En relación a los instrumentos de financiamiento que ofrecen las entidades bancarias al sector PyME, se le pueden destacar algunos rasgos estructurales, entre ellos surge del informe elaborado por la Fundación Observatorio PyME, el dato que sólo el 29% de las PyMEs industriales obtuvo un crédito bancario diferente al descubierto en cuenta corriente (Observatorio PyME, 2017).

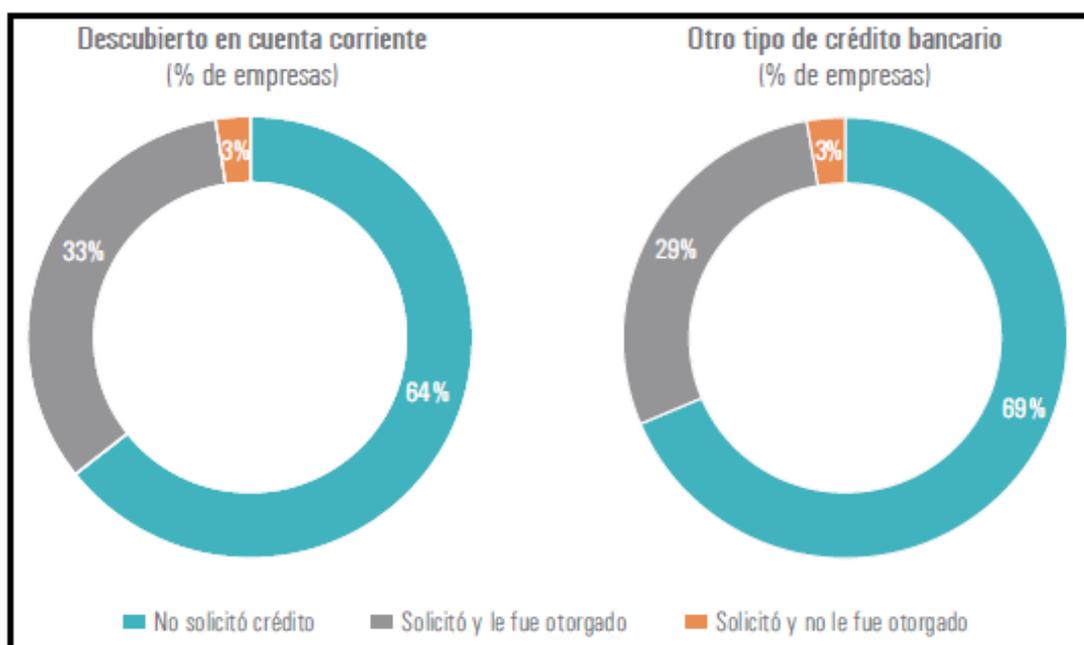


Ilustración 10: Solicitud y otorgamiento de descubierto en cuenta corriente y otros créditos excepto leasing (% de empresas). Año 2015
(Fuente: Observatorio PyME, 2017).

En base a dicho dato, se puede citar el relevamiento llevado a cabo por Comisión Nacional de Valores (2017a), en donde se encuentra graficada la evolución de tasas de financiamiento a través de descubierto en comparación a otras alternativas, donde podemos apreciar que el costo financiero que afronta una empresa al trabajar con este instrumento, es realmente muy elevado.

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la consultora Focus IM
 de la ciudad de Córdoba, Año 2018.

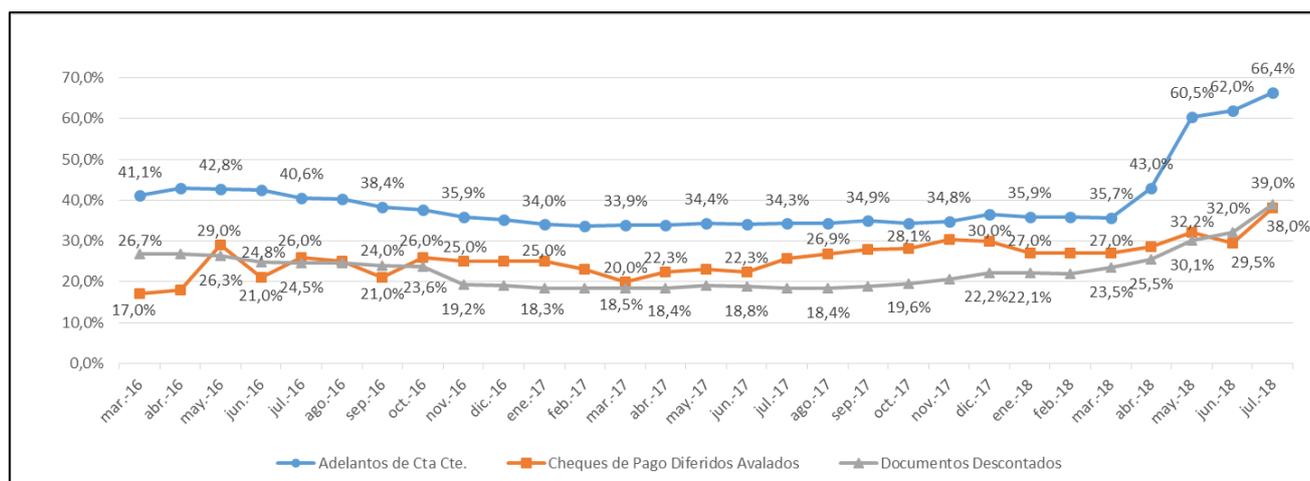


Ilustración 11: Evolución de tasas en el Mercado de Capitales vs Sistema Financiero
 (Fuente: Elaboración propia en base a CNV, 2018).

En relación a las cuentas corrientes bancarias, se debe considerar que las mismas se encuentran gravadas por el Impuesto a los Débitos y Créditos, y que pese a que la nueva Ley PyME estableció la posibilidad de computar como pago a cuenta en la declaración jurada anual del Impuesto a las Ganancias y de sus anticipos (En un 100% para Micro y Pequeñas independientemente de la actividad que desarrollan y 60% para medianas industriales tramo 1), en el momento en que se acreditan o debitan los fondos ya sea de actividades de financiación u operativas, se produce la retención de dicho impuesto. Esta imposición implica un costo a tomar en consideración, ya que se puede eludir a través de la utilización de una cuenta bursátil y de esta manera reducir el costo financiero total y la presión impositiva.

En relación a las líneas de créditos subsidiadas, impuestas desde el gobierno en post de impulsar la inversión y el desarrollo de las PyMEs, se puede citar la línea aún operativa gestada en el 2012 por el kichnerismo, a través de la ex presidenta del BCRA, Mercedes Marcó del Pont, la cual imponía a las entidades bancarias destinar el 18% de sus depósitos a financiar préstamos tomados por pequeñas y medianas empresas, a una tasa real negativa del 17% Anual (Pedotti, 2017), apodada Línea Crédito Inversión Productiva (LICIP).

De acuerdo a Pedotti (2017), y en base a una comunicación difundida por el Central en relación a este tema, citada por el autor, se puede apreciar una reducción gradual de esta

línea, para eliminarse por completo hacia fines del 2018. Esta política es totalmente lógica, debido a que los bancos están prestando a una tasa negativa en relación a la inflación, pudiendo colocar sus fondos por ejemplo en Lebac (Letras del Banco Central) a una tasa del 27%/28% (10 puntos más que la LIP) y eliminando el riesgo Pyme.

Dicha medida ya se puede apreciar en el mercado financiero, donde ya no se ven ese nivel de tasas debido a que las entidades bancarias tienen los cupos cubiertos para este tipo de créditos, lo cual generó un aumento gradual de las tasas de descuento de documentos en los bancos y con ello la consideración de alternativas financieras por parte de las empresas.

Esta política lleva a un mercado de financiamiento mucho más competitivo, lo que genera grandes expectativas ya que se cree que gran parte del caudal de Pymes que se vienen financiando mediante esta herramienta, pueden volcarse al Mercado de Capitales.

5.2.3- Análisis del sector PyME en el Mercado de Capitales.

De acuerdo al informe elaborado por la Comisión Nacional de Valores, se puede apreciar que pese a venir en claro aumento la utilización de financiamiento a través del Mercado de Capitales, casi la totalidad de las empresas utilizan el sistema bancario.

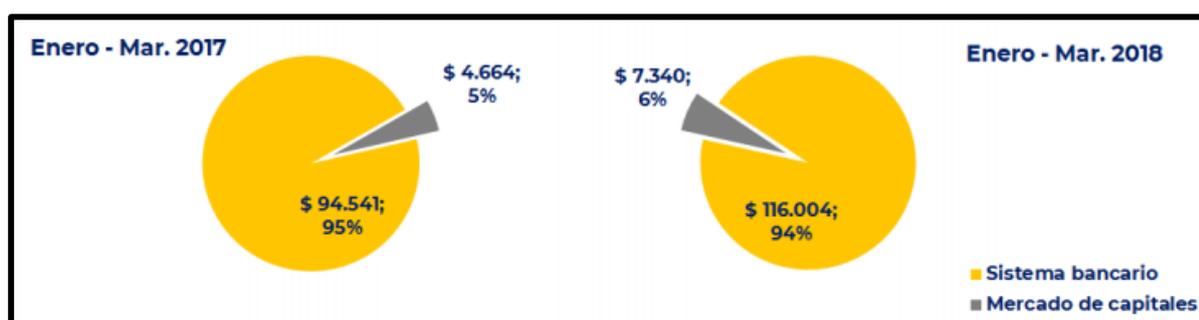


Ilustración 12: Total de Financiamiento PyME: Sistema Bancario y Mercado de Capitales (En millones de Pesos y en porcentaje sobre total)
(Fuente: CVN, 2018)

Por otro lado, un informe elaborado por la Fundación Observatorio PyME establece que los canales alternativos de financiamiento que utilizan 3 de cada 10 empresas es el descuento de cheques y/o facturas; y 2 de cada 10, el descuento de cheques en Mercado de Valores.

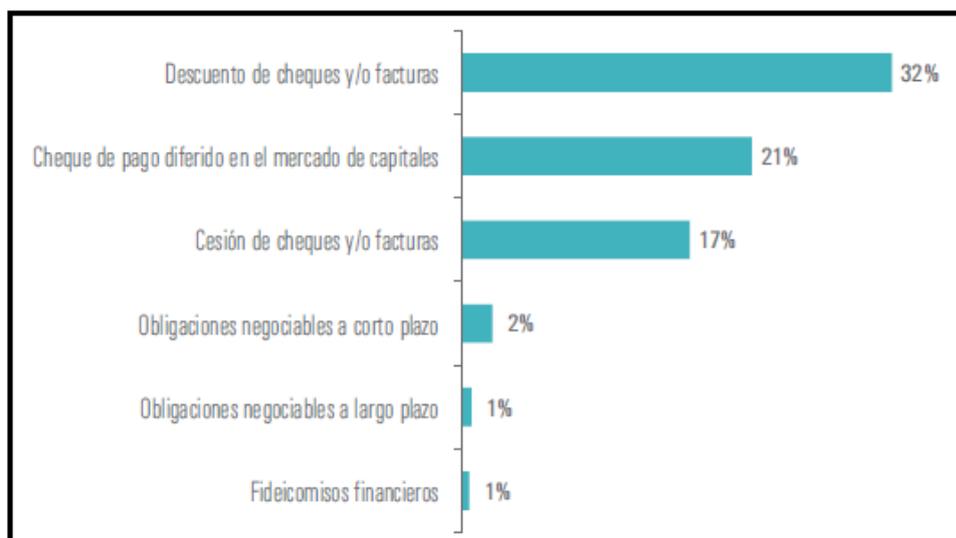


Ilustración 13: Utilización de canales alternativos de Financiamiento (En % de empresas PyMEs) Encuesta Estructural a PyME industriales 2015. (Fundación Observatorio PyME, 2016).

En sintonía con que lo que se viene exponiendo y para dejar evidencia del incremento de los volúmenes negociados por PyMEs en el mercado, se referencia el informe mensual de Junio 2018, elaborado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), en donde se muestra en azul el aumento en la participación de las PyMEs en el mercado bursátil.

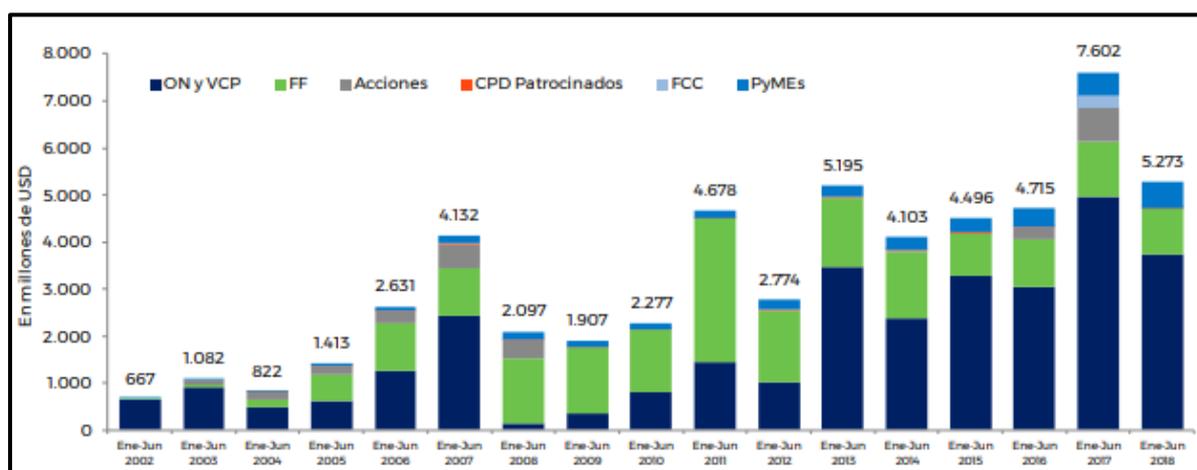


Ilustración 14: Financiamiento total en el Mercado de Capitales por instrumento y por Año (Fuente: IAMC, 2018).

Este incremento se puede caracterizar en base a la utilización de los distintos instrumentos por parte de las PyMEs, en donde se desprende del informe citado en el párrafo anterior que del total del volumen negociado, aproximadamente el 85,1% corresponde a descuento de cheque de pago diferido. A su vez se destaca el incremento constante de la utilización pagare bursátil, integrado principalmente por empresas PyMEs con flujos de fondos de dólares.

Una novedad es el nuevo sistema para que las pymes puedan acceder al mercado de capitales generado en el marco de la política de fortalecimiento del mercado de bursátil que lleva adelante el Gobierno nacional. El mismo consta en la autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores a la emisión de obligaciones negociables garantizadas, con el objeto de simplificar el régimen de oferta pública existente a la fecha.

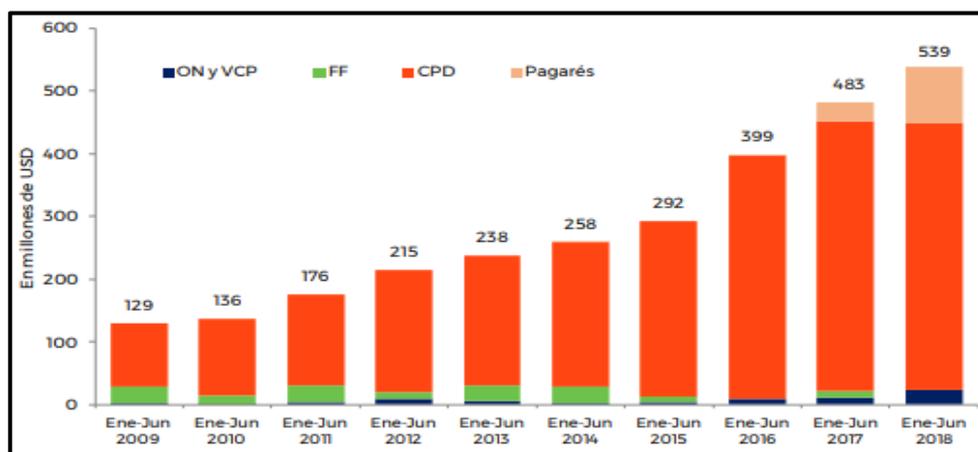


Ilustración 15: Evolución del Financiamiento PyME (En M de USD)
(Fuente: IAMC, 2018)

5.2.4- Análisis de Alternativas de Financiamiento para PyMEs en el Mercado Bursátil

A continuación, se realizará un análisis de aquellos instrumentos financieros más empleados por las PyMEs para financiarse, considerando este parámetro ya sea por mayor alcance, versatilidad, utilidad y consecuentemente volúmenes operados, tal como se viene exponiendo.

5.2.4-1. Descuento de cheques de pago diferido avalados

Se comenzará por la herramienta preferida por las PyMEs, el Descuento de Cheque de Pago Diferido, que de acuerdo al Instituto Argentino de Mercado de Capitales mencionado en la Ilustración 13 (Ilustración 13: Evolución del Financiamiento PyME (En M de USD)), el volumen operado en bolsa llega a representar casi el 95% del total de fondos.

El cheque de pago diferido de acuerdo a la Ley 24.452, representa una orden pura y simple de pagar a una fecha determinada posterior a la de su emisión, librada a favor de una persona determinada, con la posibilidad de emitirse con la cláusula "no a la orden" (esta limita la transmisibilidad del cheque mediante endoso) o al portador.

Este instrumento, de acuerdo al informe elaborado por la Fundación Observatorio PyME (Ilustración 12), es el primer canal alternativo de financiamiento utilizado por este tipo de empresas, para suplir la utilización de descubierto bancario que se ubica en primer lugar.

A través del informe elaborado por la Comisión Nacional de Valores (2017a) en donde se realiza un relevamiento de tasas de descuento de cheque a través del sector bancario, del mercado de capitales y también de descubierto en cuenta corriente (Ilustración 14), se puede apreciar que estas últimas son realmente superiores a los otros dos instrumentos lo que representa un elevado costo de financiamiento para la empresa y un desperdicio de fondos. Pese a que la mejor opción pareciera ser el descuento a través de banco, las tasas bursátiles, cuando son considerados todos los costos financieros, son realmente competitivas y representan una buena opción al momento de analizar fuentes alternativas de financiamiento.

Que esta herramienta represente una atractiva alternativa económica/financiera para las PyMEs, se debe puntualmente a la intervención de una Sociedad de Garantía Recíproca, la

cual emite avales para que puedan negociarse los valores en el Mercado. Dicho aval, reduce el riesgo crediticio de las PyMEs ya que ante la imposibilidad de pago por parte de las empresas, quien responde por los cheques son las SGRs, para lo cual disponen de un fondo de riesgo creado para tal fin.

Realizando una mirada general sobre esta fuente de financiamiento, se puede apreciar que además de las virtudes económicas/financieras posee además varios aspectos positivos, entre los que se pueden remarcar la posibilidad de elección de plazos de los cheques, eventualmente ofrecer financiamiento a clientes, mejorar el ciclo efectivo de la empresa, etc.

5.2.4-2. Caución Bursátil

La caución bursátil es una operación financiera donde intervienen dos personas, quien tiene excedentes de fondos e invierte dicho dinero través del mercado (Caución Colocadora) y quien necesita fondos y accede al mercado en busca de liquidez (Caución Tomadora).

Analizando la operatoria desde el punto de vista de quien requiere fondos, para que el Mercado le otorgue dinero necesariamente se debe poner en garantía títulos. Estos últimos tienen un valor de aforo, el cual es fijado por el Mercado de Valores.

El valor de aforo es un porcentaje que indica un límite de fondos que puede obtener un agente tomador, de acuerdo a los títulos que entrego para garantizar la operación.

La gran virtud de este instrumento es que permite realizar una cobertura ante necesidades temporales de fondos ya sea en pesos o en dólares, siendo el plazo mínimo de 7 días.

Hay una salvedad en torno a la propiedad de los títulos, no necesariamente los mismos tienen que ser de la empresa, sino que la titularidad puede ser de otra persona, ya sea el propietario de la sociedad, socio, o no tener vínculo alguno (Aprovechando la menor carga impositiva en cabeza de Persona Física) y firmar un contrato de alquiler, que permita poner los títulos en garantía por los fondos tomados.

Vale aclarar que es factible garantizar una operación de caución con acciones, Lebac, títulos públicos, obligaciones negociables, etc.

5.2.4-3. *Pagaré Bursátil*

El pagaré bursátil es al igual que el cheque de pago diferido, un compromiso de pago a una fecha futura determinada. Un aspecto que lo caracteriza como bursátil, es la intervención de una Sociedad de Garantía Recíproca, la cual responde (Avalista) en caso de no afrontar la obligación de pago el emisor de título (Avalado).

Uno de los objetivos de este instrumento es acercar a los grandes inversores institucionales (Fondos Comunes de Inversión, Fondos de Pensión, etc) y las PyMEs, y así abrir las posibilidades de financiamiento y desarrollo para estas empresas.

Al estar la negociación de estos títulos avalada por una SGR, se logra una disminución en la tasa de financiación, debido a la baja de riesgo de incumplimiento de pago.

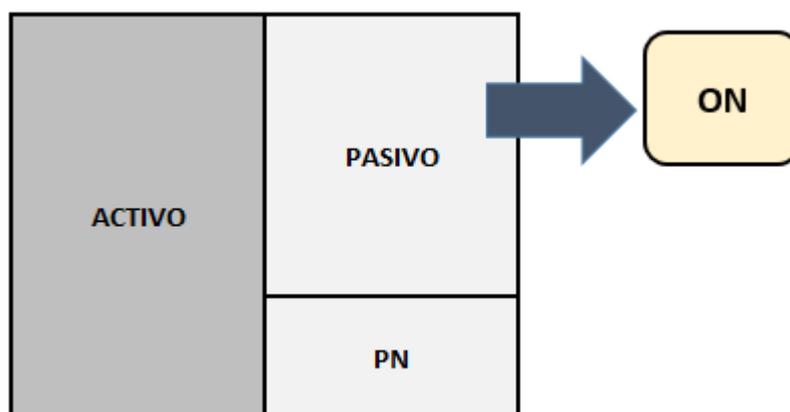
La autorización de emisión de pagare bursátil al sector PyME, viene a resolver el problema de las empresas que accedían al mercado en busca de financiamiento y se encontraban con la limitante del plazo de vencimiento de 1 año, haciendo referencia al cheque, ya que la emisión de una obligación negociable era muy costosa e implicaba una planificación financiera mucho más compleja. Por lo cual, a través del pagaré se estiraron los plazos dando la posibilidad de emisión de 180 días a tres años, junto a la opción de realizar dicho lanzamiento en series, a efectos de armarlo en base a los flujos de fondos.

La posibilidad de obtener financiamiento en pesos y dólares es otra característica de valor dentro de esta fuente de financiamiento. Puntalmente las bajas tasas en dólares a las que pueden acceder las empresas PyMEs, resultan de gran utilidad para aquellas que cobran en dólares o el desarrollo de su negocio está ligado a dicha moneda, donde se pueden mencionar a exportadores, el agro, desarrollistas, etc.

Este instrumento también es útil en el caso de aquellas empresas que no tengan un flujo de fondos en dólares, pero que quieran obtener financiamiento en esta moneda, por considerar que en el futuro próximo no habrá una gran devolución y por ende un dólar sin grandes movimientos, pero que si en algún momento empieza a subir el tipo de cambio, pueden realizar una cobertura mediante un futuro de dólar y así eliminar el riesgo tipo de cambio, conservando el atractivo de la tasa en dólares.

5.2.4-4. *Obligaciones Negociables PyME*

La obligación negociable es otro de los instrumentos de financiamiento disponible en el mercado y consiste en la emisión de deuda privada para financiarse con aportes de terceros, sin la necesidad de incrementar el patrimonio.



*Ilustración 16: Integración de Obligación negociable dentro de estructura contable
(Fuente: Elaboración Propia)*

Posterior a haber transitado el proceso para la emisión, donde resulta necesario remarcar que implica una planificación más profunda en comparación a los instrumentos desarrollados con antelación, la entidad emisora se compromete, según los términos y condiciones de emisión, a devolver al inversor, quien no tiene participación alguna en la sociedad sino que reviste carácter de simple acreedor, en una fecha determinada el monto recibido en préstamo más intereses estipulados.

A causa de la complejidad que tenía este instrumento, en junio de 2017 se abrió una nueva posibilidad de emisión de obligaciones negociables en el marco de la política de promoción y fortalecimiento de mercado de capitales, con el objetivo de facilitar el acceso, ampliar el abanico de herramientas y estirar plazos de financiamiento al sector PyME.

Este nuevo instrumento consta en la emisión de una obligación negociable garantizada (Avalada) por una sociedad de garantía recíproca, entidades financieras o fondos de garantía.

La introducción de la sociedad avalista logra simplificar el proceso, reduciendo trámites burocráticos y de esta manera bajar costos.

Dentro de las modificaciones que se pueden destacar, se encuentran:

- El trámite se gestiona de forma digital, la documentación requerida es poca y estandarizada, se descargan los formularios desde la página de la CNV.
- En lo que respecta a la emisión, se eliminó la obligación de presentar de información contable y evaluaciones de riesgo ante la CNV, pasando la evaluación económica y financiera de la emisora a quedar en manos de las entidades que garantizan la emisión.
- En cuenta al "Régimen Informativo Periódico", solo se debe presentar ante la CNV los estados contables anuales, generando un gran ahorro de tiempo y recursos.
- Se relevó a la emisora de la necesidad de contar con un Código de Protección al Inversor o Código de Conducta.
- Se redujo los hechos relevantes a informar, limitándolos a circunstancias vinculadas al concurso preventivo o quiebra y acontecimientos que afecten las actividades.

Otra reforma clave vinculada a la disminución de requisitos y tendiente a la reducción de costos y tiempos introducida por la Ley 27.440 de Financiamiento Productivo, que establece la eliminación de la obligación que tenían las Sociedades Anónimas de presentar sindicatura para el caso de emisiones ONs garantizadas.

La emisión de obligaciones negociables bajo este nuevo régimen Pyme CNV Garantizada obligatoriamente deben ser simples no convertibles en acciones, por un monto máximo de \$100.000.000, o su equivalente en otras monedas y no podrán exceder el plazo de 5 años.

Otra cuestión importante a tener en consideración es que aquellas PyMEs que cuenten con valores negociables de deuda en circulación emitidos bajo otros regímenes, les será de aplicación el régimen informativo más riguroso.

5.3. Conclusiones Diagnósticas

El diagnóstico realizado sobre la situación actual de las PyMEs y el financiamiento al que acceden mayoritariamente, permite dilucidar que la mayor parte de este grupo de empresas se enfoca en la resolución de aquellas circunstancias que surgen del día a día, con lo cual la toma de decisiones se realiza sin planificación teniendo un impacto directo en la gestión de la empresa.

En lo que respecta puntualmente en las fuentes de financiamiento, va de la mano con la característica mencionada anteriormente, ya que quedó demostrado la utilización del descubierto en cuenta corriente como principal instrumento para financiar la operatoria de las PyMEs. Esto se debe a la versatilidad con que cuenta dicha fuente, pese a ser claramente la más costosa.

Otra característica estructural del financiamiento PyME, es la falta de consideración de alternativas y la canalización de la estructura financiera de la empresa a través del sistema bancario, utilizando solo una o dos entidades. Esto provoca que ante un cambio en las condiciones crediticias que impliquen aumentos en los costos, las empresas no tengan poder ni margen de negociación, lo cual concluye en una caída del valor de la empresa.

Se pudo apreciar que el cheque de pago diferido es utilizado por las empresas PyMEs como segunda fuente de financiamiento, tal como se referencia en la Ilustración 12 previamente expuesta. Actualmente en el 2018 se está saliendo de un periodo de tasas subsidiadas las cuales implicaron una excelente oportunidad para las empresas, ya que a tasas nominales anuales del 17% en pesos, se lograron financiar por un largo periodo a tasas reales negativas.

La reducción gradual de dicha línea provocó, tal como se esperaba, un aumento significativo en las tasas de descuento bancarias y con ello un gran problema para aquellas empresas que no tenían en consideración otras alternativas.

En este contexto, el Mercado de Capitales representa una excelente posibilidad para diversificar las fuentes de financiamiento en las PyMEs, mediante herramientas bursátiles como el descuento de cheques de pago diferido, pagares, obligaciones negociables, etc, cada uno con sus virtudes tanto operativas como financieras. Cada una de estas herramientas

requiere un análisis para determinar su aplicabilidad en cada PyME específica, sin embargo en términos generales se presentan como una posibilidad sostenible.

A pesar de esto, en la actualidad, existe una baja tasa de participación de PyMEs en el mercado bursátil, situación que Gavito (2017), Director de la Comisión Nacional de Valores, explica en el VIII Congreso de Mercado de Capitales realizado en Córdoba en Octubre de 2017, señalando las siguientes causas:

- **Desconocimiento** del mercado de capitales y sus productos.
- Visión como algo “**complejo**” y orientado a grandes empresas.
- **Desconfianza** y temores de ingresar a un ámbito desconocido.
- Sensación de “lejanía” ante los Mercados, Agentes y ante la Comisión Nacional de Valores por falta de **federalización**.

En base a la visión que tiene el organismo de contralor, se puede apreciar que tres de las cuatro deficiencias se relacionan con cuestiones “culturales”, lo cual implica un trabajo profundo en conjunto con los empresarios y sus asesores, para la capacitación y conocimiento de las posibilidades que brinda el Mercado de Capitales y el valor que les puede generar a sus empresas.

Para resolver la falta de federalización, la Comisión Nacional de Valores junto con los Entes gubernamentales, trabajan a diario promoviendo cambios en pos de solucionar este tema. Un claro ejemplo de esto, es la creación de la obligación negociable PyME garantizada, la que entre otros cambios implemento la digitalización del trámite de gestión.

Queda claro, que es cada vez más enérgico el fomento a la participación de las PyMEs en el mercado bursátil, a través de las diferentes instituciones relacionadas al mismo. Esto lo vuelve un mercado útil para incluir a estas empresas en una nueva forma de gestión financiera, que les permita no solo mejorar su rendimiento actual, sino también potenciar el futuro.

Es importante tener en cuenta que las empresas no están en la dicotomía de elegir entre el mercado bursátil o el sistema bancario tradicional, sino que deben poder complementar las herramientas brindadas por ambos, logrando optimizar los resultados y mejorar el valor de las mismas.

No se busca desplazar al sistema bancario, sino brindar a las empresas PyMEs información que le permita abrir el abanico de alternativas de financiamiento, además de lograr mayor competitividad en el mercado y aumentar su poder de negociación con las grandes entidades bancarias, en definitiva que posicione y empodere a este grupo de empresas.

PROPUESTA PROFESIONAL

6.1. Etapa Estratégica

6.1.1. Introducción

El objeto primordial de la propuesta a desarrollar en los siguientes párrafos, es el análisis y viabilidad de los principales instrumentos de financiamiento disponibles en el Mercado de Capitales para las empresas PyMEs.

En ella, se detallarán los procesos, procedimientos y herramientas que facilitan y sistematizan la operatoria habitual de cada una de las alternativas financieras antes analizadas, así como beneficios y aportes de valor a la estructura empresarial PyME.

El segmento de las PyMEs se caracteriza por un crecimiento constante y uno de los de mayor envergadura en lo que refiere al mercado empresarial. Sin embargo, el crecimiento y mutación que sufre el mercado en general, como las empresas particularmente, plantea la necesidad de brindarle herramientas que le permitan ser eficientes en la gestión de los recursos económicos y financieros.

Por otro lado, en contextos de cambios e incertidumbre, donde las pequeñas y medianas empresas se ven más afectadas por las variables del macrocontexto, se requiere de recursos sólidos que les permitan hacer frente y sostenerse a mediano y largo plazo, permitiendo que se sobrepongan a crisis y evitando situaciones de estrés financiero o empresarial.

Es por esto, que a continuación se presenta el proceso relacionado a cada una de las herramientas puntuales, el proceso de obtención de un aval, como también una propuesta de prestación de servicios adaptado a las características y necesidades de este tipo de organizaciones.

6.1.2. Objetivos

- Caracterizar las herramientas bursátiles disponibles en el mercado para PyMEs.
- Identificar la operatividad y accesibilidad de las herramientas bursátiles.
- Realizar un análisis financiero de las herramientas, teniendo en cuenta costos y beneficios de cada una.
- Diseñar un servicio de asesoramiento a PyMEs para incluirse en el mercado bursátil.

6.2. Etapa Táctica

6.2.1. Herramientas Actuales del Mercado Bursátil

6.2.1.1. *Proceso de obtención de aval en una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR)*

A continuación, se desarrollara una guía con el paso a paso para la incorporación de una empresa PyME como socio participe a una Sociedad de Garantía Recíproca y de esta manera obtener un aval que le permita acceder a financiamiento tanto en el Mercado de Capitales como en el sector bancario, logrando reducir costos financieros por contracción del riesgo crediticio.

- 1) La PyME presenta a la SGR la documentación requerida para la precalificación.

En el proceso de precalificación, prácticamente la totalidad de las SGRs únicamente solicitan los datos comerciales (CUIT, razón social, datos de contacto, etc), último balance, ventas post balance y nómina de accionistas, además de la línea a avalar.

La mayoría de las SGRs tienen formularios modelos para informar, por ejemplo: las deudas bancarias y financieras, reseña histórica, etc. Lo recomendable al momento de contacto con estas entendidas, es solicitar asesoramiento en la forma de presentación de la documentación, para no incurrir en pérdidas de tiempo.

Importante: Comunicar a la SRG el instrumento a avalar (Cheque propio, Cheque de terceros, Pagaré u Obligación Negociable) e informar el destino de fondos (Financiar capital de trabajo, Proyectos de corto o largo plazo, etc.).

Documentación Societaria

- Copia del **Estatuto o Contrato Social**, con sus modificaciones, cambios de composición societaria y su correspondiente inscripción en la IGJ o RPC o

Direcciones de Personas Jurídicas provinciales y acreditación del domicilio inscripto en la IGJ o en el registro correspondiente.

- Copia del **Acta de Asamblea** vigente con designación de autoridades, con la respectiva rubrica de los libros correspondientes.
- Copia del **Acta de Directorio** vigente con distribución de cargos y duración de mandato, con la respectiva rúbrica de los libros correspondientes.
- **Constancia de Inscripción** ante la AFIP (detallando la categoría inscripta).
- **Composición accionaria** con CUIT.
- **Certificado MiPyME** emitido por AFIP.
- **Breve reseña** sobre la actividad de la empresa (Anexo I).

Información Económica / Financiera

- Copia con firma certificada por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de los **últimos 3 Estados Contables** comparativos (balances) auditados cerrados.
- **Detalle de las ventas y compras mensuales** netas de IVA de los últimos seis meses, con una antigüedad no mayor a los 90 días.
- **Declaración Jurada de la deuda bancaria, financiera y con otras S.G.R** con una antigüedad no mayor a los 90 días al momento de su ingreso a riesgos (Anexo II).
- IVA, fotocopia de las DD.JJ. mensuales y los comprobantes de pago de los últimos 6 meses.
- SUSS, fotocopia de las DD.JJ. mensuales y los **comprobantes de pago** de los últimos 6 meses.
- **Referencias comerciales y bancarias** (con contacto y teléfono).
- **Manifestación de bienes de los socios** firmada por titulares y acompañada por DDJJ de Bienes Personales o Manifestación de bienes de los socios firmados por titulares y contador público (Anexo III).
- **Garantía**
 - Hipoteca
 - Prenda

- Caución
 - Warrant
 - Activos Financieros
 - Fianza de los socios
 - 3ro Fiador (Adjuntar manifestación de bienes)
- 2) El comité de riesgo de la SGR analiza a documentación y realiza la evaluación crediticia de la PyME.

Suele ocurrir en algunas ocasiones, que las empresas presentan la documentación incompleta o el comité de riesgo solicita información adicional para poder expedirse en la línea a otorgar.

- 3) Realizada la calificación, se le comunica a la PyME el monto de línea o la imposibilidad de otorgar el aval. En caso de ser factible se establece tipo de garantía que debe brindar, se detallan las comisiones y gastos de aval, entre otros.
- 4) La PyME realiza una evaluación de la línea otorgada y con ello la conveniencia o no, de firmar el contrato de aval.
- 5) Previa firma del contrato se debe:
- Completar formulario de adhesión como socio participe.
 - Suscribir una acción de la SGR (El valor de la acción es mínimo)
 - Constitución de las contragarantías requeridas.
- 6) La SGR realiza la emisión del aval.
- 7) La PyME planifica la metodología de financiamiento de acuerdo al instrumento avalado. En este punto es donde entran en consideración el flujo de fondos, ciclo efectivo, etc.

6.2.1.2. Descuento de Cheque Avalado

a) Operatoria

En el siguiente cuadro se detallará la operatoria de descuento de cheque a través del Mercado Bursátil.

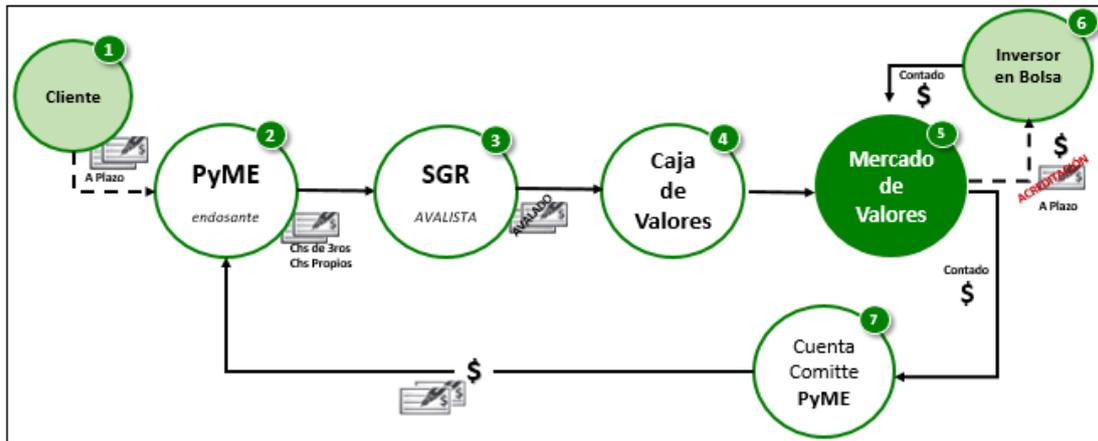


Ilustración 17: Operatoria de Descuento de Cheques a través del Mercado Bursátil
(Fuente: Elaboración Propia)

- 1) El Cliente de la PyME le entrega Cheques de Pago Diferido (CPD) por la operación comercial.
- 2) Previa firma de un contrato de aval con la Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), la PyME entrega los CPD a la SGR, ya sean de 3ros o propios (emitidos para hacer frente a alguna necesidad financiera o proyecto).
- 3) La SGR avala el CPD y envía a Caja de Valores.
- 4) Caja de Valores carga los CPD para que pueda operarlos el agente bursátil.
- 5) El agente bursátil concierta por orden de la PyME la venta de los CPD, que es adquirido por otro agente bursátil por orden de un Inversor. La operación se negocia y pacta una Tasa de Interés, quedando determinado el precio de la operación y por ser liquidada en 24hs.
- 6) La operación se liquida a través del Mercado de Valores, el agente bursátil recibe el importe y acredita en la cuenta comitente de la PyME los fondos netos de los intereses y comisiones.

7) La PyME indica al agente bursátil como retirará los fondos;

(a) Transferencia a cuenta banco propia.

(b) Cheque/s endosable.

Ingreso como Socio Partícipe	
Costos	
* Suscripción de acción	\$ 100,00
* Certificación de Documentos	\$ 2.000,00
Tiempo hasta lograr la operatividad de la línea	
* Desde la presentación de la doc.	20 días
Tiempo de acreditación de cheques negociados	
* Desde la presentación en la SGR	48 hs hábiles

Tabla 2: Resumen costos/tiempos ingreso PyMEs como Socio Partícipe
 (Fuente: Elaboración Propia)

Simulación operación de descuento						
Monto del cheque *	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000
Vencimiento (Días)	30	60	90	120	180	360
Valor Neto	\$ 96.830,65	\$ 93.895,83	\$ 91.170,89	\$ 88.502,28	\$ 83.516,10	\$ 70.554,30
CFT Anual	38,56%	37,13%	35,81%	34,97%	33,43%	29,85%
Tiempo de acreditación de los fondos						48 hs hábiles
* Desde la presentación de los cheques en la SGR						

* No existen montos mínimos/máximos

Tabla 3: Resumen operatoria de descuento de cheque avalado en Mercado Bursátil 07/2018
 (Fuente: Elaboración Propia)

b) Análisis Financiero

A través del siguiente simulador, se realizará un análisis integral de los costos de descuento para luego poder comparar efectivamente con otras alternativas y dejar en evidencia las virtudes operativas de este instrumento.

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
 de la Ciudad De Córdoba, Año 2018.

		Operación CPD							
		Fecha de la Operación	27/7/2018					Promedio Ponderado Operación	
		Fecha Cheque	26/8/2018	25/9/2018	25/10/2018	24/11/2018	23/1/2019	22/7/2019	
Datos Operación		Valor cheque	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 600.000,00
		Tasa interés (anual)	36,00%	35,50%	35,00%	35,00%	35,00%	35,50%	
		Tasa de descuento equivalente (anual)	34,97%	33,54%	32,22%	31,39%	29,85%	26,29%	
		Días Descuento	30	60	90	120	180	360	140
Resultados	1,20% sobre VN	Interés	\$ 2.873,87	\$ 5.513,85	\$ 7.944,51	\$ 10.319,41	14.719,63	25.933,44	\$ 67.304,71
		Aranceles Agente de Bolsa	\$ 98,63	\$ 197,26	\$ 295,89	\$ 394,52	\$ 591,78	\$ 1.183,56	\$ 2.761,64
		IVA s/ Arancel AB	\$ 20,71	\$ 41,42	\$ 62,14	\$ 82,85	\$ 124,27	\$ 248,55	\$ 579,95
		Comisión SGR	\$ 164,38	\$ 328,77	\$ 493,15	\$ 657,53	\$ 986,30	\$ 1.972,60	\$ 4.602,74
	0,120% anual	Derechos de Mercado	\$ 9,71	\$ 18,90	\$ 27,62	\$ 35,87	\$ 51,17	\$ 88,88	\$ 232,15
		IVA s/ Derechos de Mdo	\$ 2,04	\$ 3,97	\$ 5,80	\$ 7,53	\$ 10,75	\$ 18,66	\$ 48,75
		Valor Efectivo	\$ 96.830,65	\$ 93.895,83	\$ 91.170,89	\$ 88.502,28	\$ 83.516,10	\$ 70.554,30	\$ 524.518,81
		Tasa Total para el plazo	3,17%	6,10%	8,83%	11,50%	16,48%	29,45%	12,58%
	Tasa Anualizada (CFT)	38,56%	37,13%	35,81%	34,97%	33,43%	29,85%	32,80%	
Impacto por ahorro IDC	1,20% sobre Valor Efectivo	Impacto Eventual Débito/Crédito	\$ 1.161,97	\$ 1.126,75	\$ 1.094,05	\$ 1.062,03	\$ 1.002,19	\$ 846,65	\$ 6.293,64
		Tasa Anualizada con Impacto	24,42%	30,28%	31,37%	31,74%	31,39%	29,00%	30,06%

Tabla 4: Simulador descuento de cheque de pago diferido en Mercado Bursátil
 (Fuente: Elaboración Propia)

1) La tasa de interés nominal anual (TNA) se negocia diariamente en el mercado y surge de la interacción entre la oferta/demanda.

2) La Tasa Nominal Anual de Descuento (TNAD) es la utilizada generalmente por las entidades bancarias. Por fórmula matemática, una determinada tasa de interés implica una menor tasa de descuento.

$$\text{Tasa de Descuento (d)} = \frac{\text{Tasa de Interés}}{(1 + \text{Tasa de Interés})}$$

3) Días de descuento es el periodo comprendido entre la fecha en que se negocia el valor y la fecha de vencimiento del mismo.

4) Calculo del interés:

$$\text{Interés} = \text{Capital Final} * \left(1 - \frac{1}{(1 + \text{TNA} * \text{Días de Descuento} / 365)}\right)$$

O su equivalente, utilizando la Tasa de Descuento:

$$\text{Interés} = \text{Capital Final} * (\text{TNAD} * \text{Días de Descuento} / 365)$$

5) Todos los gastos se calculan en términos anuales, proporcionales para el plazo de días de descuento.

Los derechos de mercado son los únicos gastos que no son negociables, en cambio la comisión de la SGR y del Agente de Bolsa, son discutibles de acuerdo a los volúmenes que vaya a negociar cada empresa.

6) Valor efectivo: es el dinero neto que le va a ingresar a la PyME en la cuenta comitente de la Sociedad de Bolsa.

7) La Tasa total para el plazo, es el descuento efectivo total que le van a aplicar sobre cada documento.

A partir de la tasa de descuento de la operación, se anualiza la misma y se obtiene el CFT, siendo este el más idóneo para comparar contra otras fuentes de financiamiento.

Vale remarcar que el Costo Financiero Total, es un porcentaje que refleja el costo anual de la operación y se compone de la suma de la TNA más todos los gastos adicionales, es decir es el costo efectivo que va a pagar la empresa en términos anuales.

Para ejemplificar lo detallado anteriormente, vamos a tomar el caso del descuento del cheque que vence el 23/01/2019, es decir el quinto documento. Se puede apreciar que para un descuento de un cheque a 180 días, el costo efectivo será de 16,48% o su equivalente en pesos, \$16.483,90 (Valor Nominal del documento menos Valor Efectivo que ingresa a la cuenta comitente).

Luego, para lograr una medida que sirva para cotejar con otro instrumento, se debe realizar la anualización del costo efectivo, para lo cual se lo multiplica por 365 días y divide por el plazo de días hasta el vencimiento.

(CFT anual= Costo efectivo x 365 / días de descuento).

8) El impacto del eventual ahorro del Impuesto a los Débitos y Créditos (IDC), muestra que en caso de realizar las extracciones de los fondos a través de cheque cruzado para pagar algún proveedor y de esta forma no tocar la cuenta banco, el impacto en la tasa cuando se anualiza implica un ahorro para la empresa y una reducción importante en el Costo Financiero Total.

Con la promulgación de la Ley 27264 y posterior modificación a través del Decreto N° 409/2018, se estableció que este impuesto podrá ser computado como pago a cuenta de ganancias en un 100% en el caso de “micro” y “pequeñas” empresas, y 60% en industrias manufactureras consideradas “medianas tramo 1”, dejando fuera al resto de las medianas empresas. Más allá de la posibilidad de computo como pago a cuenta, esta imposición implica un costo de oportunidad para las sociedades, ya que cuando ingresa/egresan fondos

de la cuenta corriente se les retiene el mismo, no sucediendo lo mismo cuando se utiliza la operatoria mencionada a través del Mercado de Capitales.

c) Ventajas y Desventajas

Dentro de los beneficios que este instrumento financiero puede aportar a las empresas del sector PyME, se pueden hacer una distinción entre virtudes económicas, comerciales, operativas e impositivas a mencionar.

Beneficios Económicos:

- Permite adelantar cobranzas, evitando costos inflacionarios.

En estos tiempos, donde la inflación se encuentra aproximadamente entre el 2,5-3% mensual, cuando una empresa recibe un cheque a por ejemplo 90 días, se encuentra insumiendo indirectamente esta pérdida real de poder de compra.

- Posibilidad de negociar cheques de Terceros y Propios.

Es importante remarcar que los análisis de riesgo sobre líneas para descuento de cheques propios suelen ser bastante exhaustivos, debido a que el riesgo crediticio es asumido solo por la empresa avalada y en ocasiones su aceptación se asocia a la posibilidad de ofrecer una garantía real. En cambio, cuando la línea es para cheques de terceros, hay como mínimo un garante de pago adicional en contraposición a la de cheque propio, por lo cual el riesgo de incumplimiento de pago se reduce.

- El Costo Financiero Total es menor que a través del sistema de descubierto bancario.

Queda evidenciado a través del análisis financiero realizado a través del simulador, que el descuento de cheques en el Mercado de Capitales posee un costo financiero total muy inferior al descubierto bancario y en ocasiones al descuento en bancos.

Vale remarcar que solo menciona el descubierto, porque sin lugar a dudas que el descuento de cheques avalados es más barato que esta última alternativa. Por otro lado, si la comparación se realiza contra el descuento en bancos, algunas empresas obtienen muy

buenas tasas por poseer buenas relaciones comerciales o simplemente porque la línea bancaria es en ocasiones la mejor opción.

Más allá de que la comparación entre alternativas es una buena forma de persuadir a un potencial cliente, en donde se le puede mostrar la mejor opción a ese momento, el objeto de este trabajo es abrir el abanico de instrumentos financieros a las PyMEs, no se está buscando reemplazar al sistema bancario, sino una sinergia que contribuya a aumentar el valor de este grupo de empresas.

Pese a lo mencionado, para dejar evidencia de la incidencia de los impuestos sobre el descuento de cheque, se adjuntan dos simulaciones en donde se compara el CFT de la misma operación, descontando en Banco y en Mercado Bursátil.

Descuento de cheque en Mercado Bursátil		Descuento de cheque en Banco	
Valor cheque	\$ 100.000	Valor cheque	\$ 100.000
Tasa interés (anual)	35,00%	Tasa interés (anual)	39,00%
Días Descuento	90	Días Descuento	90
Interés	\$ 7.944,51	Interés	\$ 8.772,81
Aranceles Agente de Bolsa (1,2%)	\$ 295,89	IVA Responsable Inscripto Diferencial (10,5%)	921,14
IVA s/ Arancel AB	\$ 62,14	IVA Percepción RG 2408 (1,5%)	\$ 131,59
Comisión SGR	\$ 493,15	Comisión por custodia (0,4% s/ VN)	\$ 400,00
Derechos de Mercado	\$ 27,62	IVA Responsable Inscripto Diferencial (10,5%)	\$ 42,00
IVA s/ Derechos de Mdo	\$ 5,80	IVA Percepción RG 2408 (1,5%)	\$ 6,00
Valor Efectivo	\$91.170,89	Sub-Total	\$ 89.726,46
Tasa Total para el plazo	8,83%	Impuestos a los creditos (0,6%)	\$ 538,36
Tasa Anualizada (CFT)	35,81%	Valor Efectivo	\$89.726,46
		Tasa Total para el plazo	10,81%
		Tasa Anualizada (CFT)	43,85%

Tabla 5: Simulador descuento de cheque de pago diferido en Mercado Bursátil y en Banco 07/2018. Caso 1
 (Fuente: Elaboración Propia)

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
de la Ciudad de Córdoba, Año 2018.

Descuento de cheque en Mercado Bursátil		Descuento de cheque en Banco	
Valor cheque	\$ 100.000	Valor cheque	\$ 100.000
Tasa interés (anual)	39,00%	Tasa interés (anual)	34,00%
Días Descuento	90	Días Descuento	90
Interés	\$ 8.772,81	Interés	\$ 7.735,09
Aranceles Agente de Bolsa (1,2% anual)	\$ 295,89	IVA Responsable Inscripto Diferencial (10,5%)	812,18
IVA s/ Arancel AB (21%)	\$ 62,14	IVA Percepción RG 2408 (1,5%)	\$ 116,03
Comisión SGR (2% Anual)	\$ 493,15	Comisión por custodia (0,2% mensual)	\$ 400,00
Derechos de Mercado (0,12% anual)	\$ 27,37	IVA Responsable Inscripto Diferencial (10,5%)	\$ 42,00
IVA s/ Derechos de Mdo (21%)	\$ 5,75	IVA Percepción RG 2408 (1,5%)	\$ 6,00
Valor Efectivo	\$90.342,90	Sub-Total	\$ 90.888,70
Tasa Total para el plazo	9,66%	Impuestos a los créditos (0,6%)	\$ 545,33
Tasa Anualizada (CFT)	39,16%	Valor Efectivo	\$90.343,37
		Tasa Total para el plazo	9,66%
		Tasa Anualizada (CFT)	39,16%

Tabla 6: Simulador descuento de cheque de pago diferido en Mercado Bursátil y en Banco 07/2018. Caso 2
(Fuente: Elaboración Propia)

En este segundo caso, se muestra que incluso siendo 5 puntos más alta la Tasa Nominal Anual (TNA) en el Mercado Bursátil, el Costo Financiero Total (CFT) es equivalente en las dos modalidades.

Beneficios Comerciales:

- Permite ofrecer financiamiento a clientes.

Las características de este instrumento le brindan a la PyME la posibilidad de armar un esquema de ventas financiadas a través del Mercado, donde se le traslada el costo financiero al cliente.

- Permite mejorar el Ciclo de Efectivo del negocio.

Lo mencionado en relación a la liquidez y flexibilidad, permite a las empresas calzar las operaciones y de esta manera efectivizar el ciclo.

Beneficios Operativos:

- Funciona como canal complementario de financiamiento.

La línea de cheque propio es una alternativa muy adecuada para reemplazar el uso excesivo del descubierto producto del desfasaje en el ciclo de efectivo del negocio.

Por el lado de las líneas de descuento de cheque de terceros, sumado a que en ocasiones el CFT suele ser menor a las líneas bancarias, es de gran utilidad en los casos de aquellas entidades financieras que no toman cheques a más de 180 días, en donde a la PyME no le queda otra alternativa que aguantar el cheque, sufriendo la pérdida de valor real producto de la inflación, sumado a los costos que generan el descalce de plazos.

- No utiliza el cupo de crédito bancario.

Se puede ir al Mercado a negociar un cheque y seguir manteniendo el margen de la línea bancaria. En el caso por ejemplo de tener la PyME una línea en banco para descontar cheque de tercero por un millón de pesos, esta puede ir al mercado a vender los cheques en el caso de conseguir un mejor costo y no se reduce el margen en el banco.

- No figura en registro de actividades financieras.

Otro aspecto interesante es que estos descuentos, ya sean cheques de terceros o propios, no figuran en el registro de BCRA, es decir cuando una entidad financiera accede al Banco Central o compra informes financieros (ejemplo Riesgo Online) no van a ver reflejadas estas líneas.

- Acceso rápido al Mercado de Capitales. Liquidez en 72hs.

Una vez que se dispone del aval, el proceso de negociación que va desde el envío de los cheques a la SGR, donde ésta lo avala y envía a Caja de Valores para que lo carguen y luego los pueda negociar el agente bursátil, no excede las 72 hs.

- Flexibilidad en la elección de los plazos del financiamiento (Máximo 360 días).

El volumen diario operado en los distintos plazos a través de este instrumento refleja la flexibilidad del mismo, ya que en cierto modo está asegurada la adquisición de los cheques por la otra parte, llámese inversor.

Beneficios Impositivos:

- Las cuentas bursátiles se encuentran exentas del Impuesto a los Débitos y Créditos bancarios, lo que permite optimizar los costos.
- Los costos de la operatoria son descontables del balance impositivo de la empresa (a diferencia de cuando se recurre al mercado informal).
- El IVA de la operación computable para la declaración jurada mensual.

6.2.1.3. Cadena De Valor

a) Operatoria

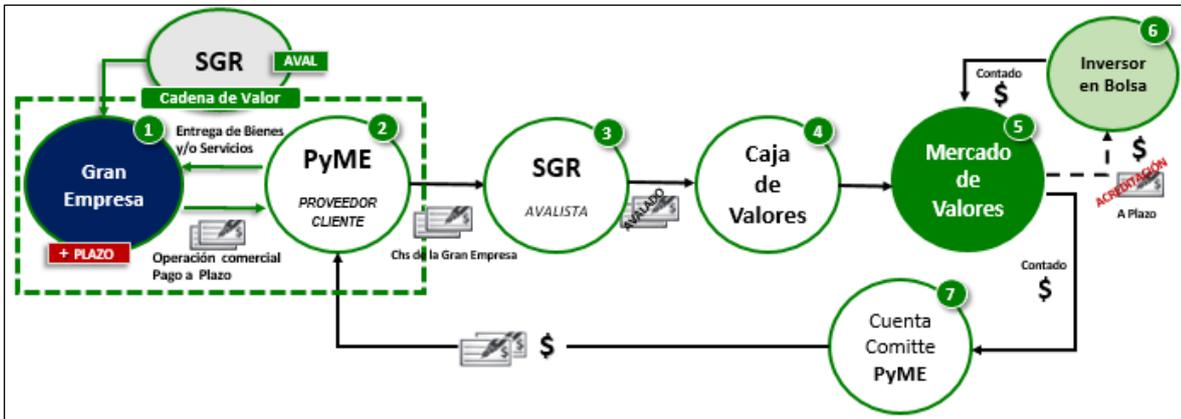


Ilustración 18: Operatoria de Descuento de Cheques a través del Mercado Bursátil – Cadena de Valor
(Fuente: Elaboración Propia)

- 1) La gran Empresa firma contrato de aval con SGR, constituye Garantías, y adhiere en la misma a las PyMEs que forman parte de su Cadena de Valor.
- 2) La gran Empresa le entrega Cheques de Pago Diferido (CPD) por la operación comercial a su proveedor/cliente PyME.
- 3) Previa presentación y alta en la Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), la PyME entrega los CPD a la SGR para su descuento en el Mercado de Valores.
- 4) La SGR avala el CPD y envía a Caja de Valores.
- 5) Caja de Valores carga los CPD para que pueda operarlos el agente bursátil.
- 6) El agente bursátil concertará por orden de la PyME la venta de los CPD, que es adquirido por otro agente bursátil por orden de un Inversor.

- 7) La operación se negocia y pacta una Tasa de Interés, quedando determinado el precio de la operación y por ser liquidada en 24hs.
- 8) La operación se liquida a través del Mercado de Valores, el agente bursátil recibe el importe y acredita en la cuenta comitente de la PyME los fondos netos de los intereses y de comisiones.
- 9) La PyME indica al agente bursátil como retirará los fondos (a) Transferencia a cuenta banco propia; (b) Cheque/s endosable

b) Análisis Financiero

El análisis del descuento del cheque desde el punto de vista financiero, es el mismo que en el caso de la PyME que se presenta directamente ante una SGR. Lo que cambia, tal como se detalla en el anterior apartado, es la operatoria.

Un punto importante a remarcar, es que la calificación crediticia exhaustiva se realiza sobre la gran empresa, lo cual facilita aún más el acceso de las pequeñas empresa a las distintas SGRs.

c) Ventajas y Desventajas

Beneficios Económicos:

- El Costo Financiero Total es menor que a través del sistema de descubierto bancario.
- No se necesita distraer recursos monetarios de la Empresa para financiar a Proveedores/Clientes.

Beneficios Comerciales:

- Alternativa para ofrecer financiamiento a (y con) Proveedores/Clientes.

En muchas ocasiones las empresas PyME dependen pura y exclusivamente de las operaciones comerciales ligadas a una gran empresa, la cual impone condiciones de pago a la cual se deben amoldar. Esta alternativa le permite a las pequeñas empresas adelantar las cobranzas a tasas competitivas y evitar el mercado informal, al que tanto acude este nicho.

Así mismo, por el lado de la gran empresa, se puede financiar a través de sus proveedores, para lo cual puede estirar plazos de pago asumiendo los costos financieros y sin incurrir en incumplimientos de contratos.

Se menciona también a los clientes porque en algunos negocios puntuales, como por ejemplo el agrícola, en donde se anticipan fondos contra el compromiso de venta futura de cereal, el mismo lo puede realizar la gran empresa con cheques propios con fecha de vencimiento próxima a la cosecha y brindarle a su cliente una alternativa viable para hacerse de efectivo, que en este caso sería el Mercado de Valores.

- Diferenciación frente a competidores.

El esquema de financiamiento ofrece la posibilidad de diferenciarse frente a competidores, ya que le brinda una herramienta financiera competitiva a su cadena comercial.

- Fidelización de la Cadena de Valor.

Los integrantes de la cadena se aseguran la continuidad del trabajo sin tener que preocuparse por quien será el que los provea de fondos, sumado a que mejora la competitividad y les permite realizar planificaciones a mayor plazo.

Beneficios Operativos:

- Canal complementario de financiamiento para las empresas proveedoras/clientes, donde no utilizan el cupo de crédito bancario.
- Adecuación de los plazos de pago al ciclo de producción, venta y cobro, por parte de las empresas.
- Acceso rápido al Mercado de Capitales. Liquidez en 72hs.
- Flexibilidad en la elección de los plazos del financiamiento (Máximo 360 días).

Beneficios Impositivos:

- Las cuentas bursátiles se encuentran exentas del Impuesto a los Débitos y Créditos bancarios, lo que permite optimizar los costos.
- Los costos de la operatoria son descontables del balance impositivo de la empresa (a diferencia de cuando se recurre al mercado informal), en este caso para la empresa proveedora de bienes o servicios.

6.2.1.4. Caución

a) Operatoria

Tal como fue mencionado en apartado de marco teórico y diagnóstico, la caución consiste en un préstamo que puede ser tomado en pesos o dólares a través del Mercado de Capitales, para el cual se deben disponer de títulos valores que ofician de garantía.

Cada título conlleva un valor de aforo, este implica un límite (medido en %) de fondos que puede obtener quien solicita el préstamo, de acuerdo a los títulos entregados. Por ejemplo, si se dispone de Valores Nominales (VN) 1.000.000 de LEBAC (Letras del Banco Central), el monto máximo de fondos a tomar ronda \$ 850.000, ya que el Valor de Aforo de este tipo de activo financiero ronda entre el 85/90% del valor del título.

En cuanto a la pertenencia de los activos, no es necesario que sean propiedad de la empresa, sino que estos pueden ser de un tercero con o sin vínculo alguno con la misma, para lo cual se firma un contrato de alquiler.

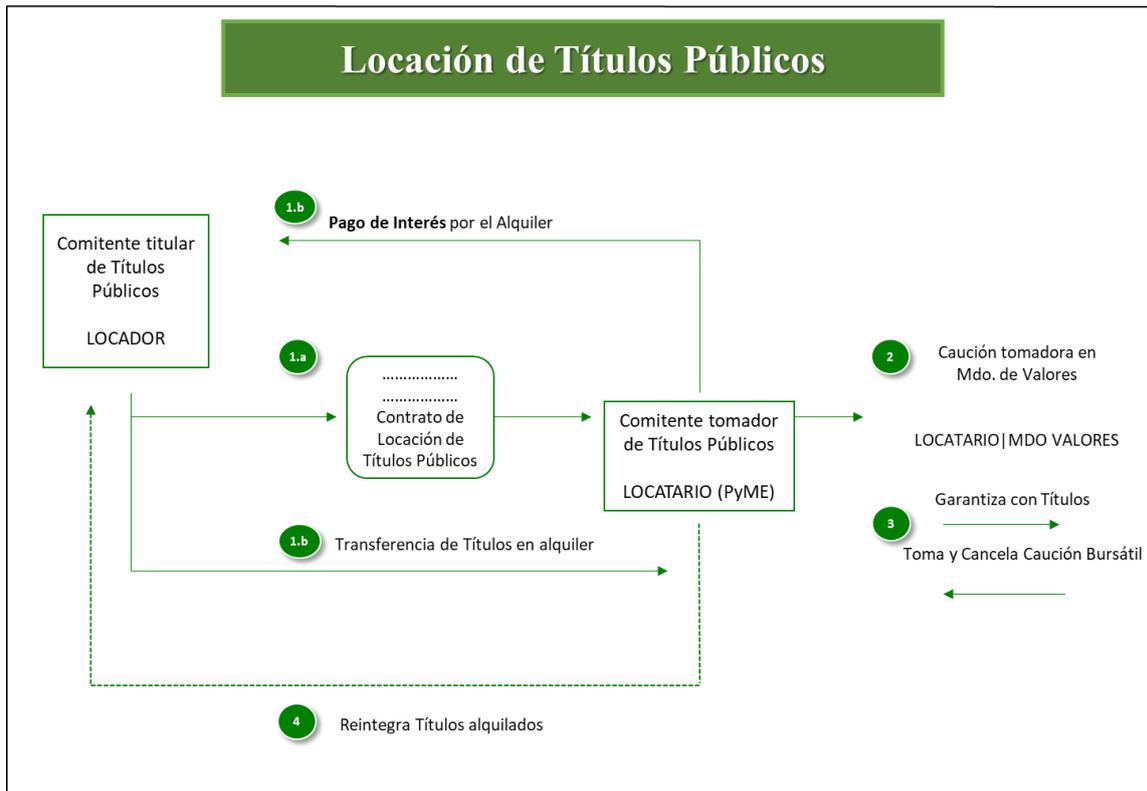


Ilustración 19: Operatoria Locación Títulos Públicos
(Fuente: Elaboración Propia)

1. a - El Locador es la persona física o jurídica propietario de los títulos públicos, quien firma un contrato de alquiler con la PyME (Locatario), en donde dichas partes se comprometen a:

Locador:

- Transferir los títulos acordados.

Locatario:

- Pago de los intereses convenidos en el contrato.
- Devolución de los títulos al vencimiento del contrato.
- Reintegro de los intereses o rentas que pudieran generar dichos activos.

1. b - Posterior a la firma del contrato y previo al pago de los intereses convenidos por parte de la PyME al titular de los activos, se produce la transferencia de los mismos desde la cuenta comitente del Locador a la del Locatario.

2- Una vez que ingresaron los títulos a la cuenta comitente de la PyME, la misma le da orden al agente bursátil para que realice la caución por determinado monto, pudiendo ser en pesos o dólares. A las 24hs de haberse tomado la caución, la PyME puede solicitar la extracción de fondos con transferencia a su cuenta banco o cheque/s a su nombre.

3- El plazo mínimo para tomar los fondos es de 7 días y el máximo 120, pero el mayor volumen está comprendido entre los 7 y 35 días. Sin embargo, al vencimiento se puede ir renovando.

A medida que le vayan ingresando fondos, la PyME puede ir bajando caución y reduciendo costos financieros. El ingreso de fondos a su cuenta comitente puede ser mediante transferencia bancaria o con cheque a la orden de la PyME (Al no depositarlo en su cuenta banco, evita el Impuesto al Cheque).

4- Al vencimiento del contrato, la PyME debe haber ingresado los fondos necesarios para la liberación de los activos que garantizaban la operación y así poder reintegrar los mismos a la cuenta comitente del Locador, finalizando en este punto la operatoria.

b) *Análisis Financiero*

En Pesos

Fecha de la operación - 16/07/18		
1- Monto Tomado		\$ 100.000,00
2- Interes (TNA)		36,50%
Interes p/ 7 Días		\$ 700,00
3- Vencimiento (Días)		7
4- Derechos de Mercados	(0,24% TNA)	\$ 4,70
IVA Der. De Mdo.		\$ 0,99
4- Arancel Agente de Bolsa	(3% TNA)	\$ 39,16
IVA Arancel		\$ 8,22
5- Monto Final		\$ 100.753,07
6- Costo Financiero		0,7531%
7- CFTA		47,88%

Tabla 7: Simulador Caución Tomadora el Pesos en Mercado Bursátil 07/2018
 (Fuente: Elaboración Propia)

1- Monto: Cantidad de dinero que solicita la PyME y que le va a ingresar a su cuenta comitente. Los mismos estarán disponibles al día hábil siguiente al de haber sido tomados y podrán ser extraídos mediante transferencia a su cuenta banco propia o mediante cheque cruzado a su orden.

2- Interés: Se negocia diariamente en el Mercado, es decir surge por interacción de oferta/demanda y condiciones de mercado, y es siempre expresado en términos de Tasa Nominal Anual de Interés (TNA).

Al estar expresada la tasa en términos de TNA, se debe contemplar para el cálculo del interés, los días comprendidos entre la apertura y cierre de la caución.

Cálculo:

$$\text{TNA (p/ 7 días)} * 7 / 365 = \text{Tasa de Interés (i) de la operación}$$

$$\text{Monto Tomado} * i = \text{Interés (en \$) de la operación}$$

3- Vencimiento: días comprendidos entre la apertura y cierre de la caución.

4- Los Derechos de Mercado y el Arancel del Agente de Bolsa se calculan en términos anuales, proporcionales para el plazo de días comprendidos entre la apertura y el cierre.

5- Monto Final: son los pesos necesarios para cancelar la caución y liberar los títulos que garantizan la operación.

6- El Costo Financiero de la operación es la suma del Interés, Derechos de Mercado más IVA y Arancel Agente de Bolsa más IVA sobre el Monto Tomado.

7- El Costo Financiero Total Anualizado parte del Costo Financiero de la operación y es una medida que sirve para comparar contra otras alternativas, como por ejemplo el descubierto en cuenta corriente, ya que son instrumentos que deberían servir para cubrir necesidades temporales. Así mismo, a continuación se adjunta un resumen del costo de la caución más el costo por el alquiler de los títulos.

En Dólares

Fecha de la operación - 16/07/18			
1- Monto		USD	10.000,00
2- Interes (TNA)			2,40%
Interes p/ 7 Días		USD	4,60
3- Vencimiento (Días)			7
4- Derechos de Mercados (0,18% TNA)		\$	9,73
IVA Der. De Mdo.		\$	2,04
4- Arancel Agente de Bolsa (1,6% TNA)		USD	3,89
IVA Arancel		USD	0,82
5- Monto Final		USD	10.011,71
6- Costo Financiero			0,0973%
7- CFTA			5,20%

Tabla 8: Simulador Caución Tomadora el Dólares en Mercado Bursátil 07/2018
 (Fuente: Elaboración Propia)

1, 2 y 3- IDEM a Caución en Pesos

4- Los Derechos de Mercado y el Arancel del Agente de Bolsa se calculan en términos anuales, proporcionales para el plazo de días comprendidos entre la apertura y el cierre. Pero los derechos de mercado se terminan cobrando en pesos, transformado al Tipo de Cambio Vendedor del Banco Nación al día anterior al cierre de la caución.

5- Monto Final: son los Dólares necesarios para cancelar la caución y liberar los títulos que garantizan la operación.

Al vencimiento, si la empresa no dispone de USD para cancelar, puede transferir pesos y comprar dólar bolsa (Comprar un bono en Pesos y vender ese mismo bono en USD) obteniendo una cotización entre 10/20 centavos más barata que la del Banco Nación.

6- El Costo Financiero de la operación es la suma del Interés, Derechos de Mercado más IVA dolarizado y Arancel Agente de Bolsa más IVA sobre el Monto Tomado.

7- El Costo Financiero Total Anualizado parte del Costo Financiero de la operación y es una medida que sirve para comparar contra otras alternativas, en este caso en moneda estadounidense.

c) Ventajas y Desventajas

Beneficios Económicos:

- El Costo Financiero Total en pesos es equiparable al del descubierto bancario.

Si bien el costo financiero total del instrumento es elevado, es una buena alternativa para reducir el uso habitual del descubierto, ya que en algunas entidades este es bastante superior al de la caución.

La alternativa de extracción de fondos mediante cheque y cancelación de caución con el mismo instrumento, también reduce la incidencia del IDC y gastos bancarios, que dicho sea de paso en algunos bancos suelen ser elevados.

CFT de la Caución Bursátil con alquiler de títulos	
* CFT caución en \$	47,88%
* Costo del alquiler en \$	4%
CFT en Pesos	51,88%
* CFT caución en USD	5,20%
* Costo del alquiler en USD	1%
CFT en Dólares	6,20%

Tabla 9: Resumen costo financiero caución bursátil con alquiler de títulos 07/2018
 (Fuente: Elaboración Propia)

- Posibilidad de financiarse en Pesos o Dólares.

En períodos de estabilidad en el tipo de cambio, da la posibilidad de financiarse en dólares a bajas tasas como se evidencia en el simulador.

Ejemplo tomando caución a 7 días por USD 10.000 y su equivalente en Pesos:

TC Dólar bolsa al 20/07 – \$ 27,671

TC Banco Nación al 20/07 - \$ 28,10

Interés p/ 7 días

❖ En Pesos: USD 10.000 x 27,671= \$276.710

Interés: \$202.000 x 0,7531%= \$ 2.083,90

❖ En Dólares: USD 10.000

Interés: USD 10.000 x 0,0973%= USD 9,73

Equivale en Pesos= USD 9,73 x 27,671 = \$ 269,24

El ejemplo plantea el caso para aquellas empresas o momentos en los que se considere que la estabilidad monetaria permita aprovechar tasas bajas en dólares para financiar desfasajes temporales a bajo costo en pesos, pero corriendo el riesgo de tipo de cambio sobre la deuda expuesta en moneda dura.

Beneficios Comerciales:

- Permite mejorar el Ciclo de Efectivo del negocio.

Como por ejemplo en el caso de una empresa que tiene que pagar proveedor/es en 7 días y tiene en cartera un cheque corriente, podría depositar el valor en la cuenta bursátil (Ahorrándose el IDC y demás gastos que cobran las entidades bancarias), colocar en una caución a 7 días y al vencimiento pedir la extracción con cheque cruzado para cancelar la obligación, ganándose el interés del plazo de la caución y el ahorro de los impuestos y gastos bancarios.

Lo mencionado se reflejara realizando una simulación con un cheque de \$100.000, que la PyME tiene en cartera y donde debe pagar proveedores por \$60.000 y \$30.000.

Depósito de cheque en cuenta bursátil	Depósito de cheque en cuenta bancaria
Monto del cheque * \$ 100.000,00	Monto \$ 100.000,00
Gs de depósito -\$ 181,50	Gs de depósito
<hr style="width: 50%; margin-left: 0;"/>	* Comisión (0,5%) -\$ 500,00
Neto \$ 99.818,50	* IVA comisión (10,5%) -\$ 52,50
Rdo neto de colocar los fondos en caución 7 días \$100.596,12	<hr style="width: 50%; margin-left: 0;"/>
Costo de extracción por cheque \$75	SUB-Total \$ 99.447,50
<i>Extracción de cheques corrientes</i>	* Impuesto a los Créditos -\$ 596,69
Monto 1 \$ 30.000,00	<hr style="width: 50%; margin-left: 0;"/>
Monto 2 \$ 60.000,00	Neto \$ 98.850,82
Gastos \$ 150,00	<i>Emisión de cheques corrientes</i>
<hr style="width: 50%; margin-left: 0;"/>	Monto 1 \$ 30.000,00
Total \$ 90.150,00	Monto 2 \$ 60.000,00
	* Impuesto a los Débitos \$ 540,00
	<hr style="width: 50%; margin-left: 0;"/>
	Total a debitar de Cta Cte \$ 90.540,00
Saldo en cuenta bursátil \$ 10.446,12	Saldo en cuenta banco \$ 8.310,82

* IMPORTANTE: los cheques tienen que estar a nombre de la PyME.

** Cheques cruzados de la sociedad de bolsa, a nombre de la PyME.

* Chequera de la PyME

Tal como se refleja en la simulación, se puede ver el menor costo que incurre la PyME al utilizar en este caso la cuenta bursátil, con la limitante de que deben si o si ser cheques que estén a nombre de la PyME, es decir el único cobrador debe ser la empresa PyME titular de la cuenta comitente.

O en el caso contrario, que necesite fondos para cubrir alguna necesidad temporal y quiera evitar usar descubierto por ser la alternativa más costosa, puede alquilarle títulos a un tercero o inclusive a su propio dueño (ya que los activos financieros en cabeza de una persona física tienen menor carga tributaria), tomar una caución por el período necesario y sacar cheque para cancelar la obligación que se le presente. Luego para cancelarla, puede ir ingresando cheques de terceros ahorrándose todos los gastos bancarios mencionados en el anterior ejemplo (impuesto al cheque, gastos por la gestión de cobro, etc).

Lo que hay que analizar en este segundo caso, sería el costo de la caución más el alquiler de los títulos y a esto restarle el ahorro de los gastos bancarios, en caso que se cancele con cheques de terceros, y así poder obtener una visión del costo que efectivamente incurrirá la empresa.

Beneficios Operativos:

- Alternativa para cubrir desfasajes temporarios de fondos, debido a la versatilidad para la elección de plazos (Mínimo 7 días y Máximo 120 días).

De acuerdo a lo ya citado, el volumen operado refleja que los plazos más habituales se encuentran entre los 7 y 35 días, sin embargo al vencimiento se puede ir renovando.

- Acceso rápido al Mercado de Capitales. Liquidez en 24hs.

Beneficios Impositivos:

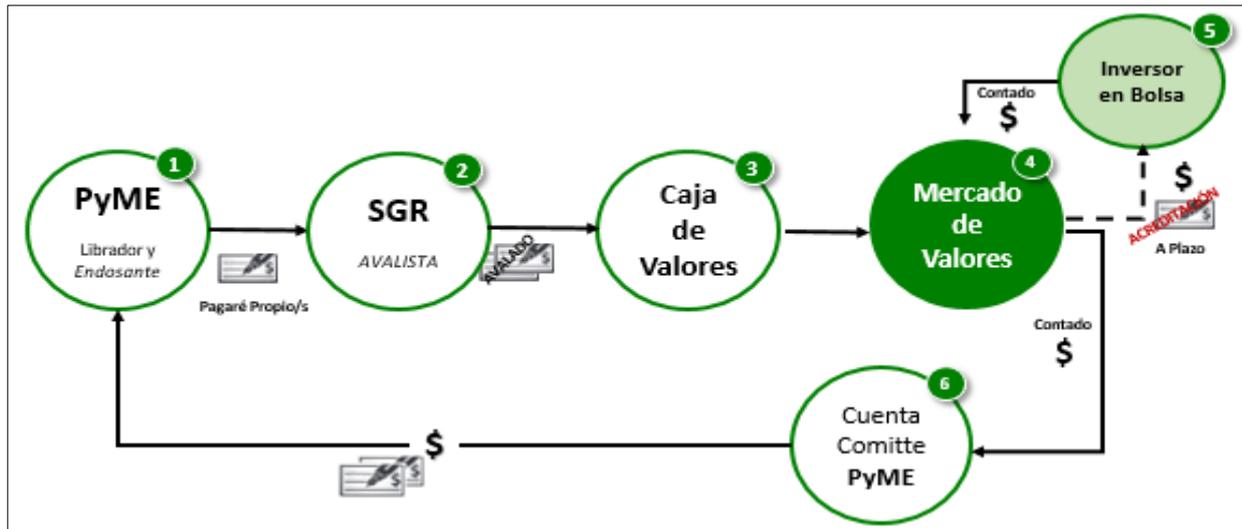
- Las cuentas bursátiles se encuentran exentas del Impuesto a los Débitos y Créditos bancarios, lo que permite optimizar los costos.
- Los costos de la operatoria son descontables del balance impositivo de la empresa (a diferencia de cuando se recurre al mercado informal).
- El IVA de la operación computable para la declaración jurada mensual.

DESVENTAJAS

- Necesariamente se debe disponer de una cartera de activos financieros o de un tercero dispuesto a alquilar sus títulos.

6.2.1.5. *Pagare Bursátil*

a) *Operatoria*



*Ilustración 20: Operatoria Pagare Bursátil
(Fuente: Elaboración Propia)*

1) Previa firma de un contrato de aval con la Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), la PyME planifica en base a sus necesidades financieras la emisión de los Pagare (Anexo IV) y en base a ello las fechas de vencimiento, para luego entregarlos endosados a la SGR.

Se remarcaran algunas cuestiones particulares del pagaré, a saber:

- Podrá estar nominado en pesos o en moneda extranjera, con un monto mínimo de \$100.000 o valor equivalente.
- Deberá contener (Ley N° 27644):
 - a) 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;
 - b) La promesa pura y simple de pagar una suma determinada;
 - c) El plazo de pago;

- d) La indicación del lugar del pago;
- e) El nombre de aquél al cual o a cuya orden debe efectuarse el pago, salvo que se trate de un pagaré emitido para su negociación en los mercados de valores, en cuyo caso este requisito no será exigible;
- f) Indicación del lugar y de la fecha en que el vale o el pagaré han sido firmados;
- g) La firma del que ha creado el título (suscriptor).

2) La SGR avala el Pagaré y envía a Caja de Valores.

3) Caja de Valores los carga para que pueda operarlos el agente bursátil.

4) El agente bursátil concierta por orden de la PyME la venta, que es adquirido por otro agente bursátil por orden de un Inversor.

La operación se negocia y pacta una Tasa de Interés, quedando determinado el precio de la operación y por ser liquidada en 24hs.

Un aspecto muy importante a remarcar, es que en la negociación de Pagarés en dólares, el líquido de la operación ingresara a la cuenta comitente de la PyME en Pesos, al tipo de cambio vendedor del Banco Nación del día anterior.

5) La operación se liquida a través del Mercado de Valores, el agente bursátil recibe el importe y acredita en la cuenta comitente de la PyME los fondos netos de los intereses y de comisiones.

6) La PyME indica al agente bursátil como retirará los fondos

(a) Transferencia a cuenta banco propia;

(b) Cheque/s endosable

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
 de la Ciudad De Córdoba, Año 2018.

b) *Análisis Financiero*

<i>En Pesos</i>		Operación Pagaré Bursatil						
Datos Operación	Fecha de la Operación	16/07/2018	16/07/2018	16/07/2018	16/07/2018	16/07/2018	Promedio ponderado de las operaciones	
	Fecha Pagaré	23/03/2019	20/08/2019	17/01/2020	15/06/2020	12/11/2020		
	Valor Pagaré en \$	\$100.000	\$100.000	\$100.000	\$100.000	\$100.000		\$500.000
	Tasa interés (anual)	37,50%	37,50%	37,50%	37,50%	37,50%		
	Tasa de descuento equivalente (anual)	29,84%	26,58%	23,96%	21,81%	20,02%		
	Días Descuento	250	400	550	700	850		550
Resultados	Interés	\$20.435,97	\$29.126,21	\$36.105,03	\$41.832,67	\$46.617,92	\$174.117,80	
	1,50% anual	Aranceles Agente de Bolsa	\$1.027,40	\$1.643,84	\$2.260,27	\$2.876,71	\$3.493,15	\$11.301,37
		IVA Aranceles	\$215,75	\$345,21	\$474,66	\$604,11	\$733,56	\$2.373,29
	2,00% anual	Comisión SGR	\$1.369,86	\$2.191,78	\$3.013,70	\$3.835,62	\$4.657,53	\$15.068,49
	0,030%	Derechos de Mercado	\$34,85	\$19,40	\$12,72	\$9,10	\$6,88	\$82,95
		IVA Derechos de Mercado	\$7,32	\$4,07	\$2,67	\$1,91	\$1,44	\$17,42
	Valor Efectivo	\$76.908,85	\$66.669,49	\$58.130,94	\$50.839,88	\$44.489,52	\$297.038,68	
	Tasa de Descuento Total	23,09%	33,33%	41,87%	49,16%	55,51%	40,59%	
Tasa de Descuento Anualizada (CFT)	33,71%	30,41%	27,79%	25,63%	23,84%	26,94%		

Tabla 10: *Simulador Pagaré Bursátil el Pesos*
 (Fuente: *Elaboración Propia*)

1- El Valor del Pagaré en Pesos es el monto que va a tener que ingresar el emisor del pagaré (PyME), para cancelar la obligación al vencimiento.

2- La tasa de interés nominal anual (TNA) se negocia diariamente en el mercado y surge de la interacción entre la oferta/demanda.

3- Al igual que en el caso del descuento de cheques se hace mención a la Tasa de Descuento equivalente anual, ya que es la utilizada generalmente por las entidades bancarias. Por fórmula matemática, una determinada tasa de interés implica una menor tasa de descuento.

$$\text{Tasa de Descuento (d)} = \frac{\text{Tasa de Interés}}{(1 + \text{Tasa de Interés})}$$

4- Días de descuento, es el periodo comprendido entre la fecha en que se negocia el Pagaré y la fecha de vencimiento del mismo.

5- Calculo del interés:

$$\text{Interés} = \text{Capital Final} * \left(1 - \frac{1}{(1 + \text{TNA} * \text{Días de Descuento} / 365)} \right)$$

6- Todos los gastos se calculan en términos anuales, proporcionales para el plazo de días de descuento.

Los derechos de mercado son los únicos gastos que no son negociables, en cambio la comisión de la SGR y del Agente de Bolsa, son discutibles de acuerdo a los volúmenes que vaya a negociar cada empresa.

El IVA del arancel del agente de bolsa y de los derechos de bolsa es computable para la declaración mensual.

7- Valor efectivo: es el dinero neto que le va a ingresar a la PyME en la cuenta comitente de la Sociedad de Bolsa.

8- La Tasa total para el plazo, es el descuento que le van a aplicar sobre cada documento y la anualización en términos de CFT es una medida que sirve para comparar contra otras fuentes de financiamiento.

Por ejemplo, en el descuento del cuarto documento, que vence el 15/6/2020, se puede ver que entre la fecha de negociación y vencimiento, hay 700 días. El costo efectivo que se aplica sobre al mismo es de \$49.160,12 (Valor Nominal del documento menos Valor Efectivo que ingresa a la cuenta comitente), lo cual representa el 49,16% (Costo del descuento= $1 - \text{Valor Efectivo} / \text{Valor Nominal}$).

Por otro lado, para lograr obtener una medida que sirva para comparar contra otros instrumentos, se debe llevar el costo efectivo a términos anuales, en donde a este último se multiplica por 365 días y se divide por el plazo de días hasta el vencimiento. (CFT anual= $\text{Costo efectivo} \times 365 / \text{días de descuento}$).

Para finalizar, resta mencionar que la última columna representa un promedio ponderado de todos los descuentos de pagarés.

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
 de la Ciudad De Córdoba, Año 2018.

En Dólares

Operación Pagaré Bursatil								
Datos Operación	Fecha de la Operación	16/07/2018	16/07/2018	16/07/2018	16/07/2018	16/07/2018	Promedio ponderado de las operaciones	
	TC Vendedor Banco Nacion Día anterior	27,70	27,70	27,70	27,70	27,70		
	Fecha Pagaré	23/03/2019	20/08/2019	17/01/2020	15/06/2020	12/11/2020		
	Valor Pagaré en USD	USD 10.000	USD 10.000	USD 10.000	USD 10.000	USD 10.000		
	Tasa interés (anual)	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%		
	Tasa de descuento equivalente (anual)	8,26%	7,98%	7,73%	7,49%	7,27%		
Días Descuento	250	400	550	700	850	550		
Resultados	Interés	\$15.662,36	\$24.237,50	\$32.267,78	\$39.803,52	\$46.889,05	\$158.860,20	
	1,00% anual	Aranceles Agente de Bolsa	\$1.897,26	\$3.035,62	\$4.173,97	\$5.312,33	\$1.897,26	\$16.316,44
		IVA Aranceles	\$398,42	\$637,48	\$876,53	\$1.115,59	\$398,42	\$3.426,45
	1,00% anual	Comisión SGR	\$1.897,26	\$3.043,21	\$4.181,56	\$5.319,92	\$6.458,27	\$20.900,22
	0,030%	Derechos de Mercado	\$53,70	\$83,10	\$110,63	\$136,47	\$160,76	\$544,66
		IVA Derechos de Mercado	\$11,28	\$17,45	\$23,23	\$28,66	\$33,76	\$114,38
	Valor Efectivo	\$257.079,72	\$245.945,65	\$235.366,29	\$225.283,52	\$221.162,47	\$1.184.837,65	
	Tasa de Descuento Total	7,19%	11,21%	15,03%	18,67%	20,16%	14,45%	
Tasa de Descuento Anualizada (CFT)	10,50%	10,23%	9,97%	9,74%	8,66%	9,59%		

Tabla 11: Simulador Pagaré Bursátil el Dólares
 (Fuente: Elaboración Propia)

1, 2, 3 y 4 – IDEM Pagaré en Pesos

5- Calculo del interés:

El cálculo del interés es exactamente igual al de los demás instrumentos, solo que al interés resultante en dólares, se lo multiplica por el tipo de cambio vendedor del Banco Nación del día anterior a la negociación.

Por ejemplo, en la negociación de primer pagaré, el interés será el resultante del siguiente cálculo:

$$\text{Interés} = \text{USD } 10.000,00 * \left(1 - \frac{1}{(1 + 8,75\% * 250 / 365)} \right)$$

Interés= USD 565,43 x \$27,70 (Tipo de cambio vendedor Banco Nación)

Interés= \$15.662,36

6- Los gastos de Arancel Agente de Bolsa y comisión de la SGR se calculan en términos anuales, proporcionales para el plazo de días de descuento y luego se los multiplica por el tipo de cambio vendedor del Banco Nación del día anterior a la negociación.

Los derechos de mercado, en cambio se obtienen luego de aplicar la tasa anual proporcional para el plazo de días de descuento, al valor nominal del pagaré en dólares convertido a pesos por el tipo de cambio menos los intereses del período.

Derechos de Mercado=

$$(\text{VN en USD} * \text{TC Vendedor} - \text{Intereses}) * (0,03\% * \text{Días de descuento} / 365)$$

Igual que en los demás instrumentos, los derechos de mercado son los únicos gastos que no son negociables, en cambio la comisión de la SGR y del Agente de Bolsa, son discutibles de acuerdo a los volúmenes que vaya a negociar.

7- Valor efectivo: es el dinero neto que le va a ingresar a la PyME en la cuenta comitente de la Sociedad de Bolsa.

Vale remarcar, que el dinero que le va a ingresar a la PyME está expresado en Pesos, pero al estar calculado sobre la punta vendedora del Banco Nación, le da la posibilidad de dolarizarse vía bolsa al día siguiente al de la negociación, sin haber sufrido una pérdida de valor por los tipos de cambio.

8- La Tasa total para el plazo, es el descuento que le van a aplicar sobre cada documento y la anualización en términos de CFT es una medida que sirve para comparar contra otras fuentes de financiamiento.

Para la obtención de la tasa total para el plazo y con ello el descuento que se aplica al documento, debemos al igual que en el caso del pagaré en pesos, restarle al Valor Nominal de Pagaré, el valor efectivo que ingresa a la cuenta comitente de la PyME, pero como ingresa en pesos, se deberá dolarizar dividiendo el monto por el tipo de cambio del banco Nación.

Siguiendo con el ejemplo del primer documento:

Costo efectivo= Valor Nominal – (Valor Efectivo / Tipo de cambio Banco Nación)

USD 10.000 – (\$257.079,72 / \$27,70)

USD 719,44

Lo que representa en términos de porcentaje, un 7,19%.

Luego, para poder ponerlo en comparación con alguna otra alternativa, utilizamos el mismo cálculo del documento del documento en pesos, donde procedemos a su anualización y obtención del CFT anual en dólares.

CFT anual= Costo efectivo x 365 / días de descuento

CFT anual= 7,19% x 365 / 250

CFT anual= 10,50%

c) Ventajas y Desventajas

Beneficios Económicos:

- Posibilidad de obtener financiamiento en Pesos y Dólares.

Alternativa que ofrece a aquellas empresas Pymes donde el desarrollo de su negocio está ligado al Dólar, obtener fondos a un costo financiero competitivo.

Beneficios Comerciales:

- Alternativa para financiar proyectos con periodo de recupero mayores al año.

Esta característica del Pagaré viene a suplir una deficiencia del cheque, ya que había empresas que necesitaban fondos a plazos superiores al año y se encontraban solamente con la alternativa de la Obligación Negociable, la cual requería de una planificación financiera bastante más compleja.

Beneficios Operativos:

- Funciona como canal complementario de financiamiento.

En ocasiones las líneas bancarias a las que tienen acceso las Pymes no llegan a suplir las necesidades crediticias de estas empresas, por lo cual este instrumento suple dichas necesidades a un buen precio y con la capacidad de adaptarse a los plazos del ente.

- Acceso rápido al Mercado de Capitales. Liquidez en 48 hs.

Para aquellas PyMEs que ya hayan transitado el proceso de obtención de aval ante una/s SGRs, el proceso de negociación de los pagarés e ingreso de dinero a su cuenta comitente no excede las 48 horas.

- Flexibilidad en la elección de los plazos del financiamiento (Mínimo 180 días/ Máximo 3 años).

Pese a no disponer de la liquidez con la cuenta el cheque de pago diferido, el volumen operado prácticamente asegura la de venta de los mismos, sumado a que en la mayoría de los casos son colocados por las mismas Sociedad de Bolsa a sus clientes o fondos con los

que operan. Esta característica le otorga además de la flexibilidad para adaptarlo a los flujos de la empresa, la liquidez adecuada para su negociación.

Beneficios Impositivos:

- Las cuentas bursátiles se encuentran exentas del Impuesto a los Débitos y Créditos bancarios, lo que permite optimizar los costos.

La posibilidad de cancelar la obligación con cheques de terceros sin tocar la cuenta bancaria (ahorrando gastos bancarios e incidencia de IDC) es un diferencial, sumado a la alternativa para caso del pagaré en dólares de comprar dólar bolsa, que generalmente se encuentra en 15 y 20 centavos más barato que la punta vendedora del Banco Nación.

- Los costos de la operatoria son descontables del balance impositivo de la empresa (a diferencia de cuando se recurre al mercado informal).
- El IVA de la operación computable para la declaración jurada mensual.

6.2.1.6. Obligación Negociable Garantizada

a) Operatoria

Requisitos para emisión de Obligación Negociable garantizada

- Empresa constituida en el país.
- Encuadrar como Pyme CNV de acuerdo a los montos máximos del total de ingresos totales anuales indicados en el cuadro sectorial incluido en el artículo 1º, Cap. VI, Tít. II Normas CNV.
- No ser una Entidad Bancaria, Compañía de Seguros, Mercado autorizado a funcionar por esta Comisión, o entidad que brinden Servicios Públicos.
- Control/Vinculación/Grupo control: No pueden estar controladas por o vinculadas a otra empresa o grupo económico que no revista condición de PYME CNV.
- Controladas: el VEINTE PORCIENTO 20% o más del capital y/o de los derechos políticos de la PYMES CNV no deben pertenecer a otras entidades que no encuadren como PYMES CNV.
- En el caso de Sociedades Anónimas, deberán contar con:
 - ❖ Directorio integrado por al menos 3 miembros (conf. Art. 255 y 299 LGS).
- En el caso de Sociedades de Responsabilidad Limitada, no se requiere contar con una Gerencia colegiada ni se exige sindicatura o síndico (opcional).
- Contar con al menos un Balance aprobado con una antigüedad no menor a 6 meses.
- Contar con una Garantía del 100% de la emisión por parte de una Entidad de Garantía (Banco, Sociedad de Garantía Recíproca o Fondo de Garantía Público listadas en la Autopista de Información Financiera – página web CNV).

Operatoria general para la emisión

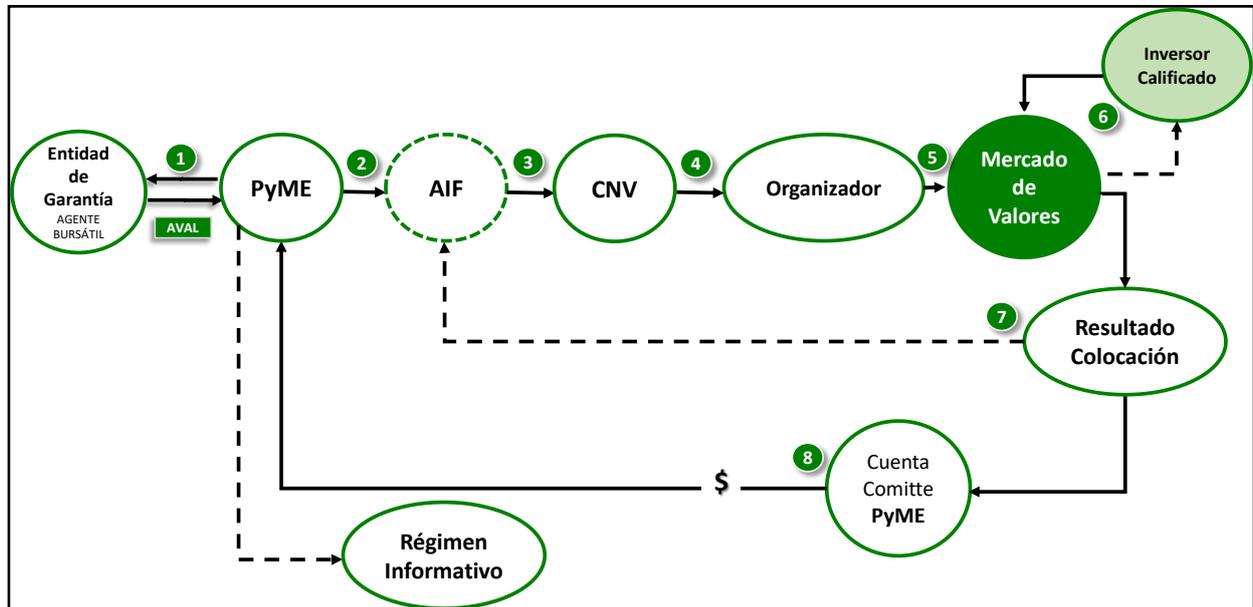


Ilustración 21: Operatoria Emisión Obligación Negociable Garantizada
(Fuente: Elaboración Propia)

1- La PyME presenta en la Entidad de Garantía la documentación requerida para que su Comité de Riesgo analice la misma y realice la evaluación crediticia, determinando a priori la viabilidad de la emisión.

La intervención del Agente Bursátil / Asesor Financiero desde el primer momento, ya sea en la preparación de la documentación y acompañamiento es de vital importancia, ya que le brinda a las PyMEs el marco de asesoramiento/respaldo necesario que requieren estas circunstancias.

2- Habiendo obtenido los avales de la/s Entidad/es de Garantía, la PyME debe remitir a la Comisión Nacional de Valores (CNV) la documentación, vía presentación electrónica a través de la Autopista de Información Financiera (AIF).

3- La documentación a presentar por la PyME solicitante para su ingreso en el régimen PyME CNV Garantizada, a través de Autopista de Información Financiera (AIF), es la siguiente:

- Solicitud de Habilitación de Operador y posterior solicitud de Credencial de Firmante
- Formulario “solicitud de registro y emisión bajo el régimen PyME CNV garantizada” (Anexo V) (Según modelo Anexo IV del Capítulo VI Título II de las Normas CNV).
- Acta del/de los órgano/s societario/s que dispusieron el ingreso a la oferta pública y la emisión de la ON y sus condiciones.
- Prospecto de emisión (Anexo VI) (según modelo Anexo V del Capítulo VI Título II de las Normas CNV).
- Certificado Global de la ON a emitir (Anexo VIII)
(Según modelo Anexo VI del Capítulo VI Título II de las Normas CNV).
- Certificado de Garantía otorgado por la Entidad de Garantía (Anexo IX)
(Según modelo Anexo VII del Capítulo VI Título II de las Normas CNV).
- Constancia de publicación en el Boletín Oficial conforme lo dispuesto por el art. 10 de la Ley 23.576 de Obligaciones Negociables.

4- La CNV analiza la documentación y en caso de estar todo en condiciones, autoriza la emisión de la Obligación Negociable PyME.

5- Concretada la autorización de emisión por parte de la CNV, por características propias de este régimen no es necesaria la intervención de un Agente Colocador sino que este puede

revestir la figura de Agente de Negociación (AN) o Agente de Liquidación y Compensación (ALyC) o de un Mercado autorizado.

Dicho organizador, a efectos de poder ingresar y listar los valores negociables al sistema informático, deberá realizarlo mediante el mecanismo de colocación primaria de subasta o licitación pública, donde no se podrá rechazar ninguna oferta cursada mediante el sistema informático de colocación.

Un aspecto importante a remarcar es que la tasa de interés a la cual se emitirá el instrumento surge de la subasta.

A modo de ilustración se puede mencionar un resumen de un aviso de emisión en donde se reflejan términos y condiciones:

Monto de emisión	Hasta V/N U\$S 550.000.-	Monto Mínimo	U\$S 1.000.- (Mil dólares estadounidenses) y múltiplos de U\$S 1 (un dólar estadounidense).											
Plazo	36 meses	Difusión	08, 09, Y 10 de Enero 2018											
Amortización	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Mes</th> <th>Amortización</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>18</td> <td>20%</td> </tr> <tr> <td>24</td> <td>20%</td> </tr> <tr> <td>30</td> <td>30%</td> </tr> <tr> <td>36</td> <td>30%</td> </tr> </tbody> </table>		Mes	Amortización	18	20%	24	20%	30	30%	36	30%	Colocación	Jueves 11 de Enero del 2018 de 10 a 16 hs
			Mes	Amortización										
			18	20%										
			24	20%										
			30	30%										
36	30%													
		Liquidación y emisión	Dentro de los 2 (dos) días hábiles siguientes al Período de Licitación Pública, o aquella otra fecha que se informe oportunamente en el Aviso de Suscripción.											
		Inversores Potenciales	Exclusivo inversores calificados*											
Interés	Semestral	Mecanismo de Adjudicación	Ofertas válidas con principio de proporcionalidad en la asignación (prórata)											
Tasa de interés	a licitar	Oferta Pública	Resolución CNV 19201 del 21/12/2017											
Precio de suscripción	100% del valor nominal	Listado y Negociación	En proceso de listado en el Mercado Argentino de Valores SA											
Ley aplicable	Argentina (Resolución General N°696, Régimen PyME CNV)													
Moneda de denominación y pago	USD													
Moneda de integración	USD o AR\$ al tipo de cambio "A 3500" publicado por el BCRA correspondiente al promedio aritmético simple de los valores de los últimos tres (3) Días Hábiles previos a la Fecha de Cálculo													
Garantía	Obligación negociable coavalada por Cardinal SGR Y Avals del Centro SGR.													

6- La operación se liquida a través del Mercado de Valores, y obligatoriamente debe ser adquirida por inversor que cumpla con las siguientes características:

“INVERSORES CALIFICADOS.

ARTÍCULO 4º.-Los valores negociables comprendidos en este régimen para Pymes, así como las cooperativas y mutuales que

califiquen como tales, sólo podrán ser adquiridos por los inversores calificados que se encuentren dentro de las siguientes categorías:

a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.

b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.

c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.

d) Agentes de negociación.

e) Fondos Comunes de Inversión.

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

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

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

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

No se exigirá el patrimonio neto mínimo fijado en los incisos f) y g) en los supuestos de emisiones garantizadas en un SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%), como mínimo, por una Sociedad de Garantía Recíproca o institución que reúna las condiciones establecidas por el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA para las entidades inscriptas en el Registro de Sociedades de Garantía Recíproca, o se trate de emisiones efectuadas por sociedades que ya negocien sus valores negociables en el mercado” (CNV, 2013: 25)

7- Dentro de los dos días hábiles de haberse cerrado la colocación, debe darse aviso a la CNV a través de la AIF el resultado de la misma.

En consonancia con el aviso de emisión expuesto anteriormente, se adjunta el resultado de la misma:

Obligación Negociable Clase ON PYME EMPRESA XXX SRL CLASE I		
Total de las ofertas recibidas: V\$N 1.147.450.		
Total de oferentes: 27		
Total de ofertas aceptadas en firme: 19		
Ofertas competitivas:		
Cantidad	Tasas licitadas	Nominales
19	6.10	732450.00
1	6.50	75000.00
1	6.60	50000.00
1	6.70	50000.00
2	6.75	110000.00
2	7.00	100000.00
1	7.10	30000.00
Ofertas no competitivas:		
Cantidad	Nominales	
0	0.00	
Total de valor nominal aceptado: V\$N 550.000,00.		
Tasa de corte: 6,10%.		
Precio de colocación: 100,0000%.		
Porcentaje de prorrateo Tramo Competitivo: 75,09%.		
Nominales a prorrata: 732.450,00.		
Sobreoferta en porcentaje: 108,63%.		
Sobreoferta en nominales: V\$N 597.450,00.		

8- El agente bursátil recibe el importe y acredita en la cuenta comitente de la PyME los fondos netos de los intereses, comisiones y gastos.

La PyME indica al agente bursátil como retirará los fondos

(a) Transferencia a cuenta banco propia;

(b) Cheque/s endosable.

9- La PyME tendrá la obligación de publicar a través de la AIF, los Estados Contables anuales dentro de los 120 días de cerrado el ejercicio.

Además, tendrá el deber de informar aquellos hechos relevantes vinculados a:

Iniciación de tratativas para formalizar un acuerdo preventivo extrajudicial con todos o parte de sus acreedores, solicitud de apertura de concurso preventivo, rechazo, desistimiento, homologación, cumplimiento y nulidad del acuerdo; Solicitud de concurso por agrupamiento, homologación de los acuerdos preventivos extrajudiciales, pedido de quiebra por la entidad o por terceros, declaración de quiebra o su rechazo explicitando las causas o conversión en concurso, modo de conclusión: pago, avenimiento, clausura, pedidos de extensión de quiebra y responsabilidades derivadas; y Hechos de cualquier naturaleza y acontecimientos fortuitos que obstaculicen o puedan obstaculizar seriamente el desenvolvimiento de sus actividades. (Ofarrel, 2017: 3)

b) Análisis Financiero

Para poder realizar un análisis financiero del instrumento se tomarán de ejemplo las condiciones de emisiones de la Obligación Negociable Garantizada citada anteriormente.

Resumen resultado de emisión:

1- Hasta valores nominales U\$D 550.000

Implica que como máximo resultado de la licitación, se van distribuir entre el público inversor, esa cantidad de nominales/dólares.

2- Interés

Dentro del prospecto se determinó que el mismo será semestral y que su cuantía surgirá de la licitación.

3- Tasa de corte= 6,10%

Dicha tasa surge de las ofertas recibidas en el llamado a licitación, donde los interesados acercan su propuesta, indicando cantidad de nominales y tasa a la que están dispuestos comprar.

Normalmente, la empresa emisora suele establecer una tasa máxima que se dispone a pagar, por lo que las tasas ofrecidas se mueven en un rango igual o inferior a esa tasa máxima, caso contrario quedarían fuera de la adjudicación.

4- Amortización

Es determinada dentro de las condiciones de emisión, en este caso fue de la siguiente manera:

Mes	Amortización
18	20%
24	20%
30	30%
36	30%

La primera devolución de capital se realizará al mes 18 de la fecha de emisión y se va a reintegrar el 20% del capital, llamase Valores Nominales, y así sucesivamente, hasta concluir en el mes 36 con el reembolso total de capital.

5- Costos de la emisión

Gastos de estructuración y colocación	1,50%
Comisión SGR	1,50%

El gasto de estructuración y colocación, es la comisión que cobra el agente de bolsa por todo proceso de acompañamiento y posterior intermediación.

Por otro lado, las sociedades de garantía recíproca que avalan la operación, cobran un arancel por garantizar a los inversores los futuros pagos de intereses y amortización de la deuda.

6- Flujo de fondos de la emisión

Flujo de Fondos				
Meses	VR Cartera %	Renta (USD)	Amortización (USD)	R+A (USD)
0	100			-USD 533.500,00
6	100	USD 16.775,00		USD 16.775,00
12	100	USD 16.775,00		USD 16.775,00
18	100	USD 16.775,00	USD 110.000,00	USD 126.775,00
24	80	USD 13.420,00	USD 110.000,00	USD 123.420,00
30	60	USD 10.065,00	USD 165.000,00	USD 175.065,00
36	30	USD 5.032,50	USD 165.000,00	USD 170.032,50
Flujos Totales		USD 78.843	USD 550.000	USD 628.843

TIR	7,77%
------------	--------------

El valor inicial a recibir en el momento de la emisión (Mes cero), está compuesto por la totalidad de los nominales (Dólares) licitados y adjudicados por inversores, menos todos los gastos que correspondan, en este caso el del agente de bolsa y de la/las SGRs.

Transcurridos 6 meses, la PyME deberá realizar el primer pago de intereses, cuyo cálculo surge de multiplicar la cantidad de valor residual (VR) (que es el Valor Nominal de la emisión, menos las amortizaciones de capital que ya reintegro. A esta altura, el VR coincide con el VN al no haber amortizado aún el capital adeudado), y esto por la tasa de interés semestral (i) surgida de la licitación.

$$\begin{aligned} & \text{Interés mes 6} \\ i(6) &= \text{VR} \times i \\ i(6) &= 550.000 \times 100\% \times 3,05\% \\ i(6) &= \text{USD } 16.775 \end{aligned}$$

En el mes 18 se va a producir el primer pago de amortización de la deuda, el cual se adicionará al interés semestral correspondiente.

Amortización mes 18

$$A(1) = VN \times A\%$$

$$A(1) = 550.000 \times 20\%$$

$$A(1) = \text{USD } 110.000$$

Para determinar el costo financiero total de la financiación que la empresa ha tomado yendo al mercado de capitales vía emisión de ON, hemos utilizado el concepto de la TIR ya que sería el concepto que abarca la tasa por la cual se descuentan los flujo de fondo de la emisión de deuda y que hace al Valor Actual Neto igual a cero o lo que es lo mismo, hace a la sumatoria de valores descontados de los Flujos de Fondos futuros por pagar (capital + intereses) por la deuda que la empresa emitió en el mercado, igual al valor neto que recibió (capital – costos de estructuración, colocación y aval) en mano en el Momento Cero

$$\text{TIR} = \text{CFT}.$$

A modo de conclusión financiera de este tipo de instrumento, se debe aclarar que en las emisiones que se realizan dólares lo que se negocia es tasa. En cambio, en aquellas realizadas en pesos, lo que se transa es margen sobre BADLAR (35,1875% al 02/08/2018)

La tasa BADLAR es la que aplica para plazos fijos mayores a un millón de pesos. Entonces, lo que se negocia termina siendo BADLAR más tanto por ciento.

c) Ventajas y Desventajas

Algunas de las virtudes que ofrece a las empresas PyMEs el financiamiento a través de la emisión de una ON Garantizada, son las siguientes:

- Simplicidad en el proceso de emisión.

En post de favorecer la simplicidad del instrumento, el nuevo régimen estableció que la documentación debía ser estandarizada, reducción del régimen informativo y de hechos relevantes.

Adicionalmente a lo detallado y a diferencia del régimen no garantizado, la evaluación económica y financiera de las emisoras paso a estar en manos de las entidades que garantizan la emisión.

- Alternativa a la financiación del sistema bancario.

La mayor parte del financiamiento a mediano-largo plazo al que accede el sector PyME, es obtenido a través de la banca pública, sin embargo solo un bajo porcentaje logra acceder al mismo, por lo cual el instrumento viene a cumplir el fundamental de abrir el abanico de alternativas.

- Financiamiento de mediano - largo plazo, actualmente las emisiones promedian los 3 años.

Este es un punto sumamente importante, debido a que es un problema habitual en las PyMEs la imposibilidad de acceder a financiación competitiva de largo plazo.

- Menores tasas de interés, debido a la intervención de una sociedad avalista.

Al encontrarse 100% respaldada la emisión por una entidad de garantía, se produce sistemáticamente una reducción del riesgo crediticio que arroja como resultado una disminución de la tasa de interés.

Con el objeto de reducir los costos de las emisiones, de acuerdo al artículo 16 de la Ley N° 26.831 también se las exime del pago de las tasas de fiscalización y control y de los aranceles de autorización de emisión.

- Adaptabilidad de la estructura a la necesidad de la emisora.

Posibilidad de adecuar el pago de los intereses (Trimestral, Semestral, etc) y los plazos de las amortizaciones, en base a los flujos de fondos previstos.

- Incremento del poder de negociación ante el sistema financiero.

Claramente contar con diversas alternativas, les otorga a este tipo de empresas la posibilidad de optimizar sus recursos.

- Acceso a nuevos clientes y proveedores, como consecuencia de la exposición de la empresa en mercado de capitales.

- Beneficios impositivos.

- Impuesto al Valor Agregado: están exentas de IVA las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, pago de intereses y cancelación de ON y sus garantías.

- Impuesto a las Ganancias: la emisora podrá deducir en cada ejercicio la totalidad de los intereses, actualizaciones, gastos y descuentos de emisión y colocación de ON, siempre que sean colocados por oferta pública.

6.2.2. Comparación de Herramientas de Financiamiento

A continuación se realiza una comparación entre las diferentes herramientas antes mencionadas y analizadas. En la misma, se omiten los Préstamos Tradicionales debido a la diversidad de opciones que se presentan y la oferta vigente en el mercado actual.

Se recomienda que al momento de que una PyME requiera acceder a un financiamiento, se realicen en simultáneo consultas en diferentes entidades, para posteriormente realizar un análisis de alternativas.

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
 de la Ciudad De Córdoba, Año 2018.

Herramienta	SISTEMA BANCARIO		SISTEMA BURSÁTIL			
	Descubierto Cta Cte	Descuento de Cheque	Caución	Descuento de Cheque Avalado	Pagaré Bursátil	ON Garantizada
Principal destino de los Fondos	Capital de Trabajo.	Capital de Trabajo.	Capital de Trabajo.	Capital de Trabajo.	Inversión (Desarrollo Inmobiliario, Maquinaria, Reestructuración de Pasivos, etc)	Inversión (Desarrollo Inmobiliario, Maquinaria, Reestructuración de Pasivos, etc)
Plazo de Financiamiento	Hasta 180 días.	Hasta 360 días según ley de cheque, pero algunas entidades no toman a más de 180 días.	Sin límite. Ligado al valor de aforo de la garantía.	Hasta 360 días.	De 180 días a 3 años.	Hasta 5 años.
Ventajas	• Versatilidad en momentos donde se necesitan cubrir desfasajes.	• Permite ofrecer financiamiento a clientes.	• Funcionan como canal complementario de financiamiento.			
	• Otorga liquidez necesaria para seguir con las operaciones diarias.	• Permite el acceso a tasas subsidiadas.	• Incrementan del poder de negociación ante el sistema financiero.			
		• Otorga liquidez necesaria para seguir con las operaciones.	• Posibilidad de financiarse en Pesos o Dólares.	• Permite ofrecer financiamiento a clientes.	• Posibilidad de obtener financiamiento en Pesos y Dólares.	• Posibilidad de obtener financiamiento en Pesos y Dólares.
		• Permite visualizar el historial de la empresa en relación al cumplimiento de sus obligaciones.	• Versatilidad para la elección de plazos (Mínimo 7 días y Máximo 120 días).	• Flexibilidad en la elección de los plazos del financiamiento.	• Flexibilidad en la elección de los plazos del financiamiento.	• Adaptabilidad de la estructura a la necesidad de la emisora.
			• Acceso rápido al Mercado de Capitales. Liquidez en 24hs.	• Acceso rápido al Mercado de Capitales. Liquidez en 72hs.	• Alternativa para financiar proyectos con periodo de recupero mayores al año.	• Financiamiento de mediano - largo plazo, actualmente las emisiones promedian los 3 años.
			• Permite mejorar el Ciclo de Efectivo del negocio (VER	• Posibilidad de negociar cheques de Terceros y Propios .		• Acceso a nuevos clientes y proveedores, como consecuencia de

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
 de la Ciudad De Córdoba, Año 2018.

Herramienta	SISTEMA BANCARIO		SISTEMA BURSÁTIL			
	Descubierto Cta Cte	Descuento de Cheque	Caución	Descuento de Cheque Avalado	Pagaré Bursátil	ON Garantizada
			simulación).			la exposición de la empresa en mercado de capitales.
				• No utiliza el cupo de crédito bancario.		
Desventajas	• Algunas entidades exigen garantía Hipotecaria.	• Algunas entidades exigen constitución de garantía.	• Disposición de activo financiero que oficie de garantía.	• Línea ligada a la calificación crediticia de cada SGR. Factor determinante: Contragarantía.	• Línea ligada a la calificación crediticia de cada SGR. Factor determinante: Contragarantía.	• Línea ligada a la calificación crediticia de cada SGR. Factor determinante: Contragarantía.
	• Costos financieros muy elevados.	• Escala de tasas en relación al plazo de los cheques.				
		• Algunas entidades NO descuentan cheques de más de 180 días.				
Costos (Medido en TNA) *VER en simuladores CFT	En Pesos: 66,4%	En Pesos: 39%	En Pesos: 36,5%	En Pesos: 38%	En Pesos: 37,5%	En Pesos: BADLAR + X%
			En USD: 2,40%		En USD: 8,75%	En USD: 6,10%

Tabla 12: Comparación de Herramientas de Financiamiento para PyMEs
 (Fuente: Elaboración Propia)

Destino de los Fondos	Recomendación
Capital de Trabajo	<p>Se deberá realizar un análisis puntual de cada caso. Sin embargo, como rasgo estructural se buscaría reducir la utilización extrema del Descubierta y con ello una reestructuración del pasivo de corto plazo, a través de herramientas como la Caucción Bursátil, el Descuento de Cheques en Banco y en la Bolsa, en este último caso con la alternativa de emisión de Cheques Propios e inclusive de Pagarés, buscando estirar plazos de vencimiento y lograr readaptar los flujos de fondos. En cada caso, se deberá analizar en base a los costos de cada instrumento, cual es la mejor opción. La premisa será abrir el abanico de alternativas para que principalmente en momentos complicados, tengan la posibilidad de no caer en aquellas fuentes más costosas, que terminan destruyendo valor en las empresas.</p>
Inversión	<p>Inversión en Pesos: Para aquellos proyectos cuyo flujo de fondos estén vinculados al Peso y donde el período de recupero sea superior al año calendario, la recomendación es financiarlos con deuda de largo plazo en Pesos, donde entrarían en consideración Pagarés, Obligaciones Negociables Garantizadas y Préstamos Tradicionales en entidades financieras. En este último caso, sería óptimo evaluar tanto Bancos Públicos y Privados. Particularmente, en el caso de los bancos privados, además de los bancos más importantes del mercado, se recomienda revisar la oferta, por ejemplo, de entidades como el Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE) que suelen disponer de buenas líneas y asesoramiento comercial para PyMEs.</p> <p>Otro aspecto importante a tener en consideración, es la de intentar en la medida de lo posible, calzar los vencimientos de los préstamos con los flujos proyectados de las inversiones, pero claro está que este no es un punto sencillo de resolver.</p> <p>Inversión en Dólares: La recomendación es idéntica a la de inversiones de largo plazo en Pesos, la diferencia es la generación de dólares por parte del flujo de fondos del proyecto a financiar y los instrumentos a utilizar deberían estar denominados en esta última moneda, para evitar riesgos de tipo de cambio y quedar descalzados.</p> <p>Existen instrumentos para eliminar este riesgo mencionado y la operatoria consiste en la compra de un futuro de dólar. Ello no es complicado, pero para una PyME con poca experiencia, sería un circuito complejo de entender y ejecutar.</p> <p>En ambos tipos de inversiones (Peso o Dólar), lo que se busca con abrir las fuentes de financiamiento, es brindarle a la PyME diversas alternativas que se deberán analizar en base a las necesidades particulares de cada proyecto y posibilidades de cada empresa.</p>

Tabla 13: Recomendación sobre el uso de Herramientas de financiamiento para PyMEs en base al destino de los fondos
 (Fuente: Elaboración Propia)

6.3. Etapa Presupuestaria

6.3.1. Agente prestador de Servicios

La consultora Focus Investment Management, radicada en la capital de la Provincia de Córdoba, tiene su origen a mediados de Octubre de 2015 donde la actual cabeza del ente, el cual se desempeñaba como socio en una Sociedad de Bolsa de Córdoba, toma la decisión de abrirse solo como Agente Productor.

El principal objeto de esta entidad es la prestación de servicios de asesoramiento financiero a individuos, empresas e instituciones, así como también la administración de portfolios de inversión, siendo este último la principal fuente de ingresos de la misma.

El vínculo con SyC Inversiones S.A, considerado una de las principales Agencias de Liquidación y Compensación (ALyC) de Córdoba y del interior de país, sumado a la experiencia y reconocimiento del titular de Focus, le permitió lograr un crecimiento sostenido desde su inicio, manejando hasta el momento una cartera de más de cien clientes.

Pese a no contar con una gran estructura administrativa, la excelente relación que posee con SyC, le permite utilizar y apoyarse en su estructura, brindándole además de la capacidad de reducir costos y realizar una gestión eficiente de sus carteras, lo cual se traduce en un multiplicador de clientela por efecto de las recomendaciones.

Otro aspecto a mencionar es el fluido contacto que mantienen con las distintas Sociedades de Garantía Recíproca, lo cual les permite intermediar de manera más sencilla entre estas instituciones y los posibles socios, ya sean partícipes o protectores.

Una de las virtudes de ser agente productor, se encuentra en la posibilidad de trabajar en simultáneo con distintas Agencias de Liquidación y Compensación o Brokers, ya sea del país o del exterior, permitiéndole al agente abrir el abanico sin incurrir en costos adicionales.

El contexto que rodea a la consultora se encuentra actualmente favorecido por la Ley de Blanqueo Capitales, la cual tiene la potencialidad de generar nuevos clientes que buscan asesoramiento para invertir en el Mercado de Capitales.

En post de promocionar los instrumentos bursátiles y el acceso a sus beneficios, constantemente los gobiernos y el propio mercado, a través de nuevas reglamentaciones tienden a la promoción del mismo, lo cual se traduce en la apertura de nuevos negocios tanto para aquellos que intermedian como para los que intervienen.

Misión, Visión y Valores

❖ Visión

Ser un referente en el rubro y la fuente consulta elegida por las empresas e inversores, así como también por parte de colegas.

❖ Misión

Brindar a nuestros clientes un servicio de asesoramiento financiero de excelencia, enfocándonos en la generación de una relación cercana con cada uno de ellos y ofreciendo la solución más eficiente en cada situación.

A través de los instrumentos del Mercado de Capitales pretendemos agregar valor al patrimonio de nuestros clientes, como así también obtener el financiamiento que permita el crecimiento de sus empresas.

❖ Valores

- **Profesionalismo:** Nuestro conocimiento técnico, combinado con nuestra experiencia e intuición, nos permite brindar un servicio de alta calidad.
- **Confiabilidad:** La confianza es para nosotros un deber y el valor de la palabra. Nuestros clientes sienten la tranquilidad de que sus intereses estarán siendo protegidos.
- **Integridad:** Los intereses de nuestros clientes están siempre en primer lugar. El trabajo honesto y la construcción de confianza son pilares básicos de nuestro negocio.
- **Pasión:** Disfrutamos mucho nuestro trabajo y las relaciones que forjamos con cada uno de nuestros clientes. Estar enfocados y nuestra obsesión por la excelencia, hacen un balance perfecto entre la realidad y la mística.

6.3.2. Desarrollo del Servicio

6.3.2.1. Contacto

a. Medios de contacto del cliente

Los clientes, en la actualidad y, tanto por el tipo de servicio que se presta como por el desconocimiento por parte de las organizaciones de los mismos, pueden llegar a la solicitud de asesoramiento profesional financiero mediante los siguientes canales de comunicación:

a) Contacto mediante referencias

El vínculo inicial se realizará aprovechando los clientes actuales de Focus, que en su mayoría son personas físicas a las cuales se les brinda asesoramiento financiero relacionado a instrumentos de inversión en el Mercado de Capitales. A través de ellas se efectuará el pedido de contacto/referencia con empresas PyMEs con las cuales tenga contacto personal o profesional con sus dueños/gerentes.

Concretadas las referencias, se procederá a tomar contacto directo para generar una entrevista y poder desarrollar una presentación de las herramientas financieras bursátiles disponibles.

b) Contacto mediante Mailing

Diariamente Focus envía a su plantilla de clientes y demás agendados en su base de datos, un mailing que contiene resumen de las principales noticias económico-financieras nacionales e internacionales.

Dicho servicio se ofrece a través de la plataforma GoDaddy y se utilizara este medio para generar contacto con PyMEs. En primera instancia se realizará una breve presentación de los instrumentos más utilizados o de mayor impacto como el caso del cheque de pago diferido y se detallaran los datos para generar un posterior contacto.

Adicionalmente, la plataforma brinda la posibilidad de realizar un seguimiento de las campañas permitiendo individualizar aquellos usuarios que entran al mail y de esta forma poder realizar un contacto directo desde la consultora.

6.3.2.2. Análisis Financiero Preliminar:

a. Guía de averiguación sobre la situación del cliente.

El Consultor Senior de la empresa coordina una reunión con el cliente potencial, en la cual realiza una entrevista para indagar sobre la situación actual de la empresa y las necesidades financieras que posee.

Depende cada cliente la forma en que se indagará y se profundizará sobre diversos temas, sin embargo, en términos generales, el consultor debe recolectar información sobre los siguientes ejes y profundizar en la medida que sea necesario:

- i. Actualidad financiera de la empresa
- ii. Medidas de financiamiento utilizadas actualmente.
- iii. Resultados buscados.
- iv. Identificación de Herramientas para solicitar aval.

b. Explicación de la metodología bursátil

Detectada la necesidad financiera de la PyME, se realizará una presentación de las alternativas de financiamiento disponibles en el mercado bursátil, dependiendo la circunstancia.

En la misma, se detallará la operatoria general del instrumento, sus beneficios, limitaciones y las virtudes del Mercado de Capitales, así como también los costos financieros de cada uno de ellos, de acuerdo a lo expuesto previamente en el presente trabajo.

c. Guía de presentación de documentación

i. Armado De Carpeta

1. Check List de documentación

El Check List que se presenta a continuación ha sido creado en base a la documentación general que toda SGR requiere para analizar el otorgamiento de garantías. La misma no es exhaustiva y cada SGR puede requerir documentación extra no contemplada previamente. Por lo cual es necesario que los agentes dedicados a esta actividad actualicen la información y documentación de acuerdo a lo solicitado en cada caso.

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
 de la Ciudad de Córdoba, Año 2018.

Documentación para presentación a SGR Persona Jurídica	
Razón Social:	
<input type="checkbox"/>	Copia del Estatuto o Contrato Social , con sus modificaciones, cambios de composición societaria y su correspondiente inscripción en la IGJ o RPC o Direcciones de Pers. Jurídicas provinciales y acreditación del domicilio inscripto en la IGJ o en el registro correspondiente.
<input type="checkbox"/>	Copia con firma certificada por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de los últimos 3 Estados Contables comparativos (balances) auditados cerrados, por periodos regulares de 12 meses.
<input type="checkbox"/>	Acreditación del domicilio inscripto en la IGJ o en el registro correspondiente. (Estatuto / Acta (de corresponder); con su respectiva rúbrica de libros).
<input type="checkbox"/>	Copia del Acta de Asamblea vigente con designación de autoridades , con la respectiva rúbrica de los libros correspondientes.
<input type="checkbox"/>	Copia del Acta de Directorio vigente con distribución de cargos y duración de mandato , con la respectiva rúbrica de los libros correspondientes.
<input type="checkbox"/>	Copia del Acta de Asamblea que aprueba Estados Contables y distribución de utilidades del último ejercicio.
<input type="checkbox"/>	Manifestación de bienes de los socios firmada por titulares y acompañada por DDJJ de Bienes Personales o Manifestación de bienes de los socios firmada por titulares y contador público
<input type="checkbox"/>	Constancia de Inscripción ante la AFIP (detallando la categoría inscripta).
<input type="checkbox"/>	Constancia de Inscripción en Ingresos Brutos (detallando la categoría inscripta).
<input type="checkbox"/>	IVA , fotocopia de las DD.JJ. mensuales y los comprobantes de pago de los últimos 6 meses.
<input type="checkbox"/>	SUSS . fotocopia de las DD.JJ. mensuales y los comprobantes de pago de los últimos 6 meses. En caso de no estar el correspondiente al cierre de ejercicio, adjuntarlo también.
<input type="checkbox"/>	Composición accionaria con CUIT
<input type="checkbox"/>	Referencias comerciales y bancarias (con contacto y teléfono)
<input type="checkbox"/>	Detalle de clientes con CUIT
<input type="checkbox"/>	Certificado MiPYME emitido por AFIP
<input type="checkbox"/>	Breve reseña sobre la actividad de la empresa y destino de los fondos
<input type="checkbox"/>	Garantía
<input type="checkbox"/>	Copia del DNI de los fiadores y sus cónyuges .
<input type="checkbox"/>	Formulario de solicitud de Aval (formulario modelo)

*Tabla 14: Check List documentación SGRs
 (Fuente: Elaboración Propia)*

ii. Presentación de Carpeta a SGR

1. Seguimiento de Carpeta y Reporte al Cliente

Considerando que normalmente para una empresa se realiza la presentación de documentación para obtención del aval de manera simultánea en diferentes SGR, con el objetivo de incrementar el monto avalado u obtener el menor costo posible. Por otro lado, como la aprobación depende de los estándares de calificación de cada SGR, no todas las empresas son aptas para la misma, por lo cual se toman la mayor cantidad de posibilidades disponibles en el mercado.

En la empresa Focus IM, es habitual en sus servicios realizar el pedido de aval en por lo menos 6 SGR diferentes, para lo cual es necesario tener un seguimiento detallado de las actividades que se van realizando, como de los resultados que se obtienen. Así, se desarrolla la siguiente planilla, donde se establece un criterio semáforo para lograr una rápida y eficiente visualización de las acciones desarrolladas, con los siguientes parámetros:



Estos tres estadios determinan la situación actual en la que se encuentran cada una de las presentaciones que se realizan en las diferentes SGR. Todo lo cual se detalla a continuación en la siguiente tabla:

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
 de la Ciudad de Córdoba, Año 2018.

Fecha de Actualización	NOMBRE DE LA EMPRESA							
	ACINDAR	AVALES DEL CENTRO	AVAL RURAL	INTEGRA PYMES	GARANTIZAR	ARGENPYMES	AVAL FEDERAL	CARDINAL
Documentación								
Estatuto o contrato social								
Últimos 3 Estados Contables certificados								
Acreditación del domicilio inscripto en la IGJ								
Designación de autoridades								
Distribución de cargos y duración de mandato								
Aprobación Estados Contables y distribución de utilidades								
Detalle de las ventas, y compras netas de IVA								
Manifestación de bienes de los socios								
Declaración Jurada de la deuda bancaria, financiera y con otras S.G.R								
Constancia de Inscripción ante la AFIP								
Constancia de Inscripción en Ingresos Brutos								
Últimas 6 DDJJ de IVA y comprobantes de pago								
Últimas 6 DDJJ de SUSS y comprobantes de pago								
Composición accionaria con CUIT								
Referencias comerciales y bancarias								
Detalle de clientes con CUIT								

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
 de la Ciudad de Córdoba, Año 2018.

Fecha de Actualización	NOMBRE DE LA EMPRESA							
	ACINDAR	AVALES DEL CENTRO	AVAL RURAL	INTEGRA PYMES	GARANTIZAR	ARGENPYMES	AVAL FEDERAL	CARDINAL
<u>Documentación</u>								
Certificado MiPYME emitido por AFIP								
Reseña y destino de fondos								
Garantía								
Copia del DNI de los fiadores								
Formulario de solicitud de Aval								
<u>Producto solicitado</u>								
ON								
Aval Financiero								
CPD 3°								
CPD Propio								
Pagaré Bursatil								
Monto								
<u>Aval</u>								
ON								
Aval Financiero								
CPD 3°								
CPD Propio								
Pagaré Bursatil								
<u>Garantía Exigida</u>								
Fianza socios								
Garantía Prendaria								
Garantía Hipotecaria								
<u>Costos</u>								
Calificación								
Emisión Aval								
Otros								
Solicitudes adicionales								

Tabla 15: Semáforo para seguimiento de carpetas
 (Fuente: Elaboración Propia)

Mediante esta planilla, el responsable del seguimiento, deberá ir completándola diariamente para cada cliente en función de los avances logrados, y de acuerdo al feedback logrado en cada contacto con cada SGR.

Por otro lado, servirá para informar del estado de situación al cliente, el cual se le enviará al mismo vía e-mail, y donde podrá observar la evolución en cada SGR como los avales y montos obtenidos para cada herramienta utilizada.

6.3.2.3. Apertura de cuenta en Sociedad de Bolsa

Para realizar la apertura de cuenta corriente en una SGR, es necesaria el relevamiento de la siguiente documentación e información a presentar:

- a) Información de la empresa:
 - Razón Social.
 - C.U.I.T.
 - Inscripción RPC: número, lugar, fecha, libro, tomo y folio.
 - Fecha de constitución según estatutos.
 - Actividad principal.
 - Domicilios declarados (Sede social, domicilio Legal y Fiscal).
 - Teléfono de la sede social.
 - E-mail.
- b) Información de los representantes legales, firmantes, apoderados, Propietarios/Beneficiarios (persona que tenga el 20% o más del capital o de los derechos de voto o que ejerza control directo o indirecto de una persona jurídica):
 - Apellido, Nombres
 - Copia 1º y 2º hoja ID vigente (D.N.I., Cédula, CDI, Pasaporte)
 - Nacionalidad
 - Fecha y lugar de nacimiento
 - Profesión
 - Actividad (breve descripción)
 - Cargo en la Empresa

- Estado civil (en caso que sea casado: apellido, nombre y D.N.I. del cónyuge)
 - Domicilio real: calle, N°, barrio, localidad, CP.
 - Teléfono particular
 - Domicilio laboral
 - E-mail
 - Constancia de inscripción en AFIP actualizada.
 - Constancia de Monotributo actualizada.
 - Constancia de inscripción ante la Unidad de Información Financiera (Sujeto Obligado ante la UIF), en caso de corresponder.
- c) Documentación a presentar:
- Copia certificada de Estatuto o Acta Constitutiva con constancia de su inscripción en el Registro Público de Comercio correspondiente a la jurisdicción del domicilio de la sede social y sus modificaciones.
 - Copia certificada del Registro de Accionistas actualizado a la fecha de apertura de cuenta.
 - Copia certificada de las Actas de Asamblea y Directorio con designación de autoridades y distribución de cargos para los órganos de administración y fiscalización vigente a la fecha de apertura de cuenta, inscripta en la dependencia correspondiente.
 - En caso de tener Apoderado/s, copia certificada del correspondiente poder/es vigente/s otorgado ante Escribano Público.
 - Copia de 1° y 2° hoja de ID vigente (D.N.I., Cédula, CDI, Pasaporte) de los representantes.
 - Constancia de inscripción en AFIP.
 - Constancia de inscripción en Ingresos Brutos.
 - Constancia de CBU de las cuentas bancarias de la Empresa que se usarán para la liquidación de sus operaciones.
 - Últimos 3 (tres) Estados Contables certificados por auditor externo y legalizados por el Consejo Profesional correspondiente.

- Últimas 3 (tres) Declaraciones Juradas de Ganancias y Ganancia Mínima Presunta de corresponder, con su correspondiente comprobante de presentación.
- Últimas tres Declaraciones Juradas de IVA y sus correspondientes constancias de presentación
- Constancia de domicilio (Impuesto ó Servicio, sólo en el caso en que no coincidan los domicilios informados con los declarados en la inscripción AFIP/RENTAS).
- Constancia de Inscripción ante la Unidad de Información Financiera, de corresponder (Sujeto Obligado ante la UIF)

6.3.2.4. Negociación en mercado

a) Cobranza de Arancel de Operatoria

Tal acuerdo como se detalló en el análisis financiero, cada instrumento posee un arancel a cobrar por parte del agente de bolsa. Focus IM recaudara el 50% del mismo, el cual es retenido por la Sociedad de Bolsa en el momento de concretarse la operación e ingresen los fondos a la cuenta comitente de la PyME.

Por otro lado, otra fuente de ingresos puede provenir de las Sociedades de Garantía Recíproca, en donde suelen firmar un acuerdo con el agente bursátil en el que se estipula que un determinado porcentaje (entre el 10/20%) de la comisión cobrada a la PyME, es retribuida al intermediario.

b) Derivación de fondos hacia la PyME

Tal como fue desarrollado en el análisis de la operatoria de cada instrumento, en el momento que se concreta la operación bursátil e ingresan los fondos a la cuenta comitente de la PyME en la sociedad de bolsa, ésta le indica al agente como se realizara la extracción.

Dicho retiro se podrá realizar mediante dos modalidades:

- (a) Transferencia a cuenta banco propia.
- (b) Cheque/s endosable.

Esta última alternativa, le brinda a la PyME la posibilidad de evitar tocar su cuenta bancaria y los costos vinculados a la ella (Impuesto a los débitos y créditos, Ingresos Brutos, etc), mediante el endoso del cheque y su posterior utilización para el pago a proveedores, por ejemplo.

- c) Reporte de operación financiera

Concretada la operación bursátil, se le enviara un reporte financiero a la empresa mediante la utilización de los simuladores desarrollados en cada instrumento. En este reporte, se detallará cada uno de los costos que conforman el Costo Financiero Total de la operación, como también permitirá la visualización clara de aquellos costos que podrá computar en la declaración jurada de ganancias, así como también de IVA.

6.3.2.5. Seguimiento de cliente

Considerando el tipo de actividad que se realiza con las empresas, y que el vínculo comercial es sensible por el tipo de información que se maneja, es recomendable que la empresa realice un seguimiento personalizado a cada cliente, teniendo en cuenta las necesidades y nuevas oportunidades de operatorias bursátiles.

Para esto es fundamental que la empresa pueda contar con una base de datos, tanto de telefónicos como e-mails, que permita sostener una comunicación fluida. Se propone que mensualmente se envíe un Informe Mensual PyME, que contenga información sobre la evolución de tasas, montos y cantidades negociadas en función de los diferentes plazos.

Por otro lado, bimestralmente o trimestralmente, de acuerdo a cada cliente, se sugiere que la empresa realice un seguimiento telefónico, a los fines de detectar nuevas oportunidades de financiamiento u operativas bursátiles que fortalezcan el Cash Managment de la PyME.

6.3.3. Estimación de Ingresos y Costos

Para poder realizar estas estimaciones es necesario tener en cuenta diferentes factores propios del comportamiento de las PyMEs como del mercado financiero. En primer lugar, es significativo el hecho de que una empresa PyME puede tener una envergadura de facturación de 3.8 millones en la categoría más baja, hasta 1.140 millones en la más elevada, sujeto a las modificaciones y actualizaciones establecidas por los Entes del Estado.

No solo el problema es el rango potencial de facturación y necesidades financieras de cada empresa, sino que la comisión por negociación depende de a) la herramienta a utilizar; b) los montos a negociar; y c) los plazos de negociación. Que a su vez, se encuentran sujetos a las necesidades específicas de las PyMEs que requieran los servicios.

A esto se suma la posibilidad de que las herramientas bursátiles no sean el recurso óptimo para la problemática de la empresa, siendo pertinente que recurrir al sistema bancario tradicional.

Si bien no se puede estimar los ingresos potenciales, si se puede observar que con la estructura de personal actual que posee la empresa Focus IM como los recursos y alianzas estratégicas ya establecidas, no sería necesario en primera instancia incorporar más personal, por lo cual no se incrementarían los costos y los ingresos generados serían utilidades netas para la empresa.

De acuerdo a las estimaciones realizadas por el dueño de Focus IM, el equipo estaría en condiciones de incorporar hasta 25 clientes PyMEs, ya que las actividades comerciales y de gestión pueden realizarse efectivamente y sin dejar de lado la calidad en la atención que se brinda y por la cual se ha caracterizado esta consultora.

Finalmente, después de los análisis realizados previamente, se considera más que evidenciada el crecimiento del financiamiento bursátil para PyMEs, como el incremento de la demanda por parte de estas, y la disposición de las empresas referentes como de las instituciones nacionales más importantes a incorporar a este tipo de empresas al mercado bursátil.

CONCLUSIONES FINALES

Argentina es un país caracterizado históricamente por ciclos económicos bruscos, donde se pasa de situaciones beneficiosas para empresas a momentos de alto riesgo, inestabilidad y crisis, sobre todo para las MiPyMEs que poseen escasa proyección a largo plazo y operan en el día a día, como también la falta de herramientas que le permitan atenuar el impacto de los cambios.

Así mismo, en 2016, el 51% del empleo fue generado por este tipo de organizaciones, que también realizaron un aporte del 44% al PBI nacional. Contemplando estos valores, es que se puede considerar uno de los segmentos más significativos en el mercado actual.

En la actualidad, y con un fuerte cambio en las políticas de Estado asociados al cambio de dirección, el país había logrado una desaceleración en el crecimiento de la inflación hasta mediados de 2018 y una reactivación del mercado con disminución de la recesión global. Así mismo, el contexto global e interno llevó a una inestabilidad nacional significativa, que termina en una fuerte devaluación que afectó directamente a las empresas que no pudieron prever estos cambios y resguardarse financieramente.

En un entorno donde se encuentran agotadas las líneas de financiamiento subsidiadas y se da un aumento del costo financiero en el mercado bancario, las MiPyMEs han quedado desprotegidas sin margen de negociación. Ante lo cual es vital la consideración de alternativas financieras que le permita a estas organizaciones complementar el sistema tradicional de financiamiento con herramientas más eficientes de acuerdo a las variables específicas.

Es sumamente importante dejar en claro que el objeto de este trabajo no implica la dicotomía de “Mercado financiero tradicional o Mercado de Capitales”, sino totalmente lo contrario, un complemento de ambos sistemas que contribuyan a optimizar el flujo de fondos de las empresas PyMEs, en post de generar valor a dicho sector que tanto aporta a la economía y empleo de un país.

Otra de las finalidades de generar una apertura del abanico financiero a este sector empresarial, es contribuir a evitar que incurran al sistema financiero informal, al que tanto asisten y el que sin lugar a dudas no les aporta valor, sino subsistencia.

De acuerdo a lo observado a lo largo del análisis, la inclusión de las PyMEs en el mercado bursátil se ha visto limitado, principalmente, por tres factores: el principal asociado al desconocimiento de los empresarios sobre la operatoria del mismo, seguido por creencias de que la operatoria bursátil es compleja, desconfianza ante un ámbito desconocido y una fuerte desfederalización. En post de apalea estos factores, el organismo de contralor o CNV promueve constantemente cambios que le permitan el acercamiento a este segmento económico tan significativo.

Es por esto, que el fomento a la participación de las PyMEs en este mercado es cada vez más fuerte y enfatizado, mediante las instituciones vinculadas al sector bursátil, dando la posibilidad a estas organizaciones de incluirse en una nueva forma de gestión financiera, y permitiéndoles no solo mejorar su rendimiento actual, sino también potenciar el futuro.

A los fines del presente trabajo, se plantea la necesidad de dejar evidencia sobre el cumplimiento de los objetivos planteados al inicio del proceso del TFG. En este sentido, el primer objetivo específico hace referencia a definir los problemas/necesidades financieras por los que puede atravesar una PyME.

Se detectó que el principal problema en este tipo de empresas es la falta de planificación, no solo financiera sino general, debido a que habitualmente son los dueños quienes se encargan de la dirección societaria, en donde se enfocan en el día a día y la resolución de aquellas cuestiones inmediatas. Una característica estructural que se desprende de lo mencionado, es la gran utilización del descubierto bancario como fuente de financiamiento, debido a la versatilidad con que cuenta el instrumento, pero sin considerar que es el más costoso.

Como consecuencia de este comportamiento específico de centrarse en lo cotidiano y acceder a pocas alternativas financieras y costosas, termina impidiendo que las empresas puedan absorber el impacto de los cambios bruscos en el entorno que las rodea, lo que las lleva a acceder a fuentes mucho más costosas como el descubierto de cuenta corriente y, en el peor de los casos, el mercado informal, provocando a mediano plazo una caída del valor de la empresa.

En segunda instancia, se planteó como objetivo identificar y definir las principales herramientas de financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales al sector. Para la resolución de este punto se realizó un pre-análisis de todos los instrumentos disponibles en el Mercado de Capitales para el sector PyME. Como resultado del mismo, se pudo observar en base a datos pasados, que los instrumentos más utilizados son el Cheque de Pago Diferido, Pagaré y Obligaciones Negociables.

De acuerdo al análisis mencionado y considerando la complejidad de las herramientas, fue que descartó el tratamiento de los Fideicomisos Financieros y emisión de Acciones. Sin embargo, se adicionaron instrumentos como la Caucción Bursátil y la operatoria de Cadena de Valor, a través del descuento de cheques.

Posteriormente, se realizó una investigación más profunda de cada uno de los instrumentos considerados más idóneos, en donde se detalló la operatoria habitual, así como el proceso de obtención de un aval en una Sociedad de Garantía Recíproca, se los analizó financieramente y se concluyó con una puntualización de sus virtudes.

A continuación, el tercer objetivo, se basó en determinar la fuente más idónea de acuerdo a la necesidad financiera que deba cubrir la empresa. En este sentido, y en base al análisis pormenorizado que se menciona, se diseñó un esquema resumen con las características que sobresalen de cada herramienta y se las contraponen con los principales instrumentos bancarios. Por último, se aconseja en base a las necesidades a cubrir, las alternativas que podrían ser las más adecuadas.

Finalmente, se determinó establecer el protocolo de acción para brindarle acceso a las herramientas bursátiles a las PyMEs. En primera medida se diseñó la prestación del servicio, se detallaron los mecanismos de contacto con los potenciales clientes, seguido por un análisis preliminar de cada caso y posterior acompañamiento en el armado de las carpetas para la presentación en las distintas SGRs. Para este punto, se diagramó un check-list con toda la documentación requerida y el seguimiento de las presentaciones a través de un semáforo de avance, con cual se reportará la situación en cada caso.

Para finalizar, se especificó la documentación requerida para la apertura de la cuenta comitente en la Sociedad de Bolsa y el mecanismo para la negociación, reporte de la

operación y la posterior extracción de los fondos, y para concluir, un seguimiento del cliente.

Finalmente, a modo de cierre, se concluye no solo el cumplimiento de los objetivos propuestos en el TFG, de lo cual se desprende que es posible agregarle valor a las PyMEs mediante los instrumentos que brinda el mercado bursátil.

BIBLIOGRAFÍA

8.1. Bibliografía Impresa

- Escribano Martínez, F. (2013). Análisis de Estados Contables: Notas de cátedra. Córdoba: Asociación cooperadora-Universidad Nacional de Córdoba: Facultad de Ciencias Económicas.
- Gavito (2017) ON SIMPLE. Ponencia de Gavito Martín, Director de la Comisión Nacional de Valores, en VIII Congreso de Mercado de Capitales realizado en Córdoba en Octubre de 2017. Documento Inédito.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). Principios de administración financiera (Vol. Decimosegunda). México: Pearson Educación.
- Kotler P. y Keller (2012) Dirección de la mercadotecnia: análisis, planeación, implementación y control. Decimocuarta edición. Editorial: Pearson
- Ley 26.994 (2014). Código Civil y Comercial de la Nación. Honorable Congreso de la Nación Argentina.
- Pérez, J. O. (2005). Análisis de Estados Contables: un enfoque de gestión. Córdoba: Universidad Católica de Córdoba.
- Pérez, J. O., Bertoni, M., Sattler, S. A., & Terreno, D. D. (2015). Bases para un modelo de estructura de financiamiento en las PyME latinoamericanas.
- SEPYME. (2016). Resolución 39/2016. Buenos Aires: Boletín Oficial de la República Argentina.

SEPyME. (2018). Resolución General 154/18. Buenos Aires: Boletín Oficial de la República Argentina.

8.2. Bibliografía Digital

Ambito.com (2017) Creció 60% el financiamiento de empresas a través del mercado de capitales. Publicado en Ambito.com, sección economía, el 2/08/2017 (Versión Digital) Extraído el 25/09/2017 de <http://www.ambito.com/892240-crecio-60-el-financiamiento-de-empresas-a-traves-del-mercado-de-capitales>

Arias, F. (2017) Cómo es el impacto de la nueva tasa de referencia del Banco Central. Publicado en Cronista Pymes, Sección HEADER, el 07/01/2017 (Documento Digital) Extraído el 19/08/2017 de <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Implicancias-de-la-nueva-tasa-de-referencia-del-Banco-Central-20170107-0008.html>

Ayala Ruiz, L. E. y Arias Amaya, R. (2011) Gerencia de Mercadeo. Ciencias Económicas y Administrativas. Análisis PEST. (Documento Digital). Extraído el 16/07/2018 <http://www.3w3search.com/Edu/Merc/Es/GMerc098.htm#Top>

B.C.B.A. (15 de 06 de 2015). Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Obtenido de Bolsa de Comercio de Buenos Aires: <http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pymes/instrumentos/cheques-de-pago-diferido/>

B.C.B.A. (2015). Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Obtenido de Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (Versión Digital) Extraído el 15/08/2017 de <http://www.bcba.sba.com.ar>

Banco COMAFI (s/f) LA ADOPCIÓN DE TECNOLOGÍA EN LAS PYMES. Publicado en Comafi.com.ar, Sección espacio PyMEs, Sin fecha (Versión Digital) Extraído el 16/08/2017 de <http://www.comafi.com.ar/espaciopyme/807-La-adopcion-de-tecnologia-en-las-Pymes.Espacio-Pyme-Nota.note.aspx>

Barreiro (2017) Para qué sirve la ley de emprendedores. Publicado en Forbesargentina.com, sección emprendedores, el 30/03/2017 (Versión Digital) Extraído el 01/09/2017 de <http://www.forbesargentina.com/la-ley-emprendedores-sirve/>

BCBA (2017) Listado de Avalistas (Fondos de garantía y Sociedades de garantías recíprocas). Publicado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en Abril de 2017 (Versión Digital) Extraído el 25/08/2017 de <http://www.bcba.sba.com.ar/sitio/descargas/SGR-Listado-abril-2017.pdf>

BCBA (s/d) Cheques de pago diferido. Publicado en Portal Oficial de Bolsa de Comercio de Buenos Aires (Versión Digital) Extraído el 01/06/2017 de <http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pymes/instrumentos/cheques-de-pago-diferido/>

BCRA (2017) Informe de Política Monetaria. Julio de 2017. Banco Central de la República Argentina. (Versión Digital) Extraído el 25/07/2017 de http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM_Julio_2017.pdf

Caja de Valores SA (2003). Reglamento Operativo de Pagares. Obtenido de Caja de Valores SA. R.O. 42003.00 (Versión Digital) Extraído el 18/06/2017 de http://www.cajval.sba.com.ar/pdf/RO-42003.00_-_Reglamento_Operativo_de_Pagares_de_CVSA.pdf

Chappman, A. (2004) Análisis DOFA y análisis PEST. Publicado el 22/08/2004 en [degerencia.com](http://www.degerencia.com) (Documento Digital). Extraído el 16/07/2018 de <http://www.degerencia.com/articulos.php?artid=544>

CNV (2017) Portal Pyme - Fideicomisos Financieros. Comisión Nacional de Valores. Obtenido de Comisión Nacional. Publicado en 2017. (Versión Digital) Extraído el 10/06/2017 de <http://www.cnv.gob.ar/web/secciones/portalempresas/instrumentos/fideicomisos.aspx>

CNV (2018) Informe Trimestral. Financiamiento PyME. Publicado por Comisión Nacional de Valores de la República Argentina, sección Informe PyMEs, el 07/05/2018 (Versión Digital) Extraído el 16/07/2018 de <https://aif.cnv.gov.ar/descargas/informes/blob/7d082332-b3bc-4ab6-946c-ac9d4cf3d02e>

Cristi y Lopez (2013) La innovación en las pymes les permite ser más competitivas. Publicado en Argentina Investiga, Sección Investigación, el 06/05/2013. Avalado por Universidad Nacional de Lomas de Zamora - Facultad de Ingeniería (Versión Digital) Extraído el 25/08/2017

http://argentinainvestiga.edu.ar/noticia.php?titulo=la_innovacion_en_las_pymes_les_permite_ser_mas_competitivas&id=1868

Decreto 380/2001 (2001) Apruébase la Reglamentación del Impuesto sobre los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente Bancaria, establecido por la mencionada Ley N° 25.413. Vigencia. Bs. As., 29/3/2001. Ley de Competitividad. (Versión Digital)
Extraído el 27/06/2018 de
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/66561/texact.htm>

El Cronista (2017 a) Oficializadas las listas, la primera encuesta da ganadora a Cristina. Publicado en elcronista.com, Sección Elecciones 2017, el 27/06/2017 (Documento Digital) Extraído el 25/07/2017 de
<https://www.cronista.com/elecciones2017/Oficializadas-las-listas-la-primera-encuesta-da-ganadora-a-Cristina-20170626-0098.html>

El Cronista (2017 b) Aseguran que la quita de las retenciones impulsó la producción del campo. Publicado en elcronista.com, Sección negocios, el 25/04/2017 (Versión Digital) Extraído el 29 /07/2017 de <https://www.cronista.com/negocios/Aseguran-que-la-quita-de-las-retenciones-impulso-la-produccion-del-campo-20170425-0005.html>

Franco (2015) El Gobierno levanta el cepo: se unifica tipo de cambio y se podrán comprar hasta u\$s 2 millones al mes. Publicado en ambito.com, sección economía, el 16/12/2015 (Documento Digital) Extraído el 22/06/2017 de
<http://www.ambito.com/820079-el-gobierno-levanta-el-cepo-se-unifica--tipo-de-cambio-y-se-podran-comprar-hasta-us-2-millones-al-mes>

- Galan, Giusti, Mollo Brisco y Nobile (2007) Documento de Trabajo N° 8. La Problemática Del Sector Pyme – Región Este De La Prov. De Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas Instituto de Investigaciones Administrativas. Universidad Nacional de La Plata. Publicado en 12ª Reunión Anual de la Red PYMES MERCOSUR en conjunto con la 5ª Conferencia de Investigación en “Entrepreneurship” en América Latina – CIELA. “PyMEs y Entrepreneurship: su rol para el empleo, la innovación y el desarrollo en América Latina. 11, 12 y 13 de octubre de 2007 (Versión Digital) Extraído el 10/01/2017 de http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/43459/Documento_completo.pdf?sequence=1
- Garau (2017) Los 4 beneficios de la nueva Ley de Emprendedores. Publicado en Apertura.com, sección emprendedores, el 30/03/2017 (Documento digital) Extraído el 25/09/2017 de <http://www.apertura.com/emprendedores/Los-4-beneficios-de-la-nueva-Ley-de-Emprendedores-20170330-0001.html>
- IAMC (2018) Informe Junio 2018. Financiamiento A Través Del Mercado De Capitales. Publicado en iamcmediamanager.prod.ingeccloud.com, el 01/08/2017 (Versión Digital) Extraído el 20/07/2018 de https://iamcmediamanager.prod.ingeccloud.com/MediaFiles/IAMC/2018/7_11/0/11/43/732016.pdf
- Iglesias, M. (2015) Retenciones al campo: la quita cuesta \$ 60.000 M. Publicado en ambito.com, sección economía, el 15/12/2015 (Documento Digital) Extraído el 26/07/2017 de <http://www.ambito.com/819800-retenciones-al-campo-la-quita-cuesta--60000-m>
-

Infobae (2015) Ocho respuestas clave sobre el fin del cepo cambiario. Publicado en Infobae.com, sección economía, el 16/12/2015 (Documento Digital) Extraído el 15/08/2017 de <http://www.infobae.com/2015/12/16/1777056-ocho-respuestas-clave-el-fin-del-cepo-cambiarior/>

Iprofesional (2017) Se habla de "éxito indiscutible": ¿Es éste el blanqueo más importante de la historia argentina? Publicado en iProfesional.com, sección impuestos, el 05/01/2017 (Documento Digital) Extraído el 06/08/2017 de <http://www.iprofesional.com/notas/243958--Se-habla-de-exito-indiscutible-Es-este-el-blanqueo-mas-importante-de-la-historia-argentina>

Iprofesional (2017b) Casi 4.500 empresas cerraron sus puertas en 2016, según INDEC. Publicado en iprofesional.com, sección economía, el 19/04/2017 (Documento Digital) Extraído el 25/09/2017 de <http://www.iprofesional.com/notas/248620--Casi-4500-empresas-cerraron-sus-puertas-en-2016-segun-INDEC>

Jaimovich, M. (2017) Pese al envío de las PASO y la atractiva tasa, Sturzenegger no pudo renovar vencimientos de Lebac. Publicado en iProfesional, sección finanzas, el 15/08/2017 (Documento Digital) Extraído el 26/08/2017 de <http://www.iprofesional.com/notas/254380-badlar-banco-central-federico-sturzenegger-Pese-al-envion-de-las-PASO-y-la-atractiva-tasa-Sturzenegger-no-pudo-renovar-los-vencimientos-de-Lebac>

Lanación.com (2016) La Argentina, al tope de los países más conectados a Internet en la región. Publicado en Lanación.com, sección nota editorial, el 19/08/2016 (Versión

Digital) Extraído el 18/09/2017 de <http://www.lanacion.com.ar/1938617-la-argentina-al-tope-de-los-paises-mas-conectados-a-internet-en-la-region>

Lanación.com (2017) El Central volvió a intervenir y dejó al dólar por debajo de \$18 antes de las PASO. Publicado en Lanación.com, sección negocios, el 11/08/2017 (Documento Digital) Extraído el 29/06/2017 de <http://www.lanacion.com.ar/2052231-el-banco-central-volvio-a-intervenir-para-frenar-al-dolar-y-en-11-ruedas-ya-sacrifico-mas-de-us-1800-millones-de-reservas>

Ley 24.452 (1995) Ley de Cheques. Sancionada: Febrero 8 de 1995. Promulgada: Febrero 22 de 1995. (Versión Digital) Extraído el 25/02/2018 de <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/10000-14999/14733/texact.htm>

Ley N°27.264 (2016). Programa De Recuperación Productiva. (Versión Digital) Extraído 25/08/2017 de <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/260000-264999/263953/norma.htm>

Marino, J. P. (2017) El BCRA tuvo que vender en la semana casi u\$s 1500 M para dejar el dólar electoral en \$ 18. Publicado en ámbito.com, Sección Economía, 11/08/2017 (Documento Digital) Extraído el 23/06/2017 de <http://www.ambito.com/893324-el-bcra-tuvo-que-vender-en-la-semana-casi-us-1500-m-para-dejar-el-dolar-electoral-en-18>

Mathus Ruiz, R. (2016) El Gobierno les pagó US\$ 9300 millones a los fondos buitres y dejó atrás el default. Publicado en Lanación.com, sección negocios, el 23/04/2016 (Documento Digital) Extraído el 22/06/2017 de

<http://www.lanacion.com.ar/1892068-el-gobierno-les-pago-us-9300-millones-a-los-fondos-buitre-y-dejo-atras-el-default>

Mercado de Valores de Córdoba (2017) Nómina de Agentes del Mercado de Valores de Córdoba S.A. Publicado en portal oficial. (Versión Digital) Extraído el 25/09/2017 de <http://www.mervalcordoba.com.ar/agentes/>

Ministerio de Producción de la Nación (2016a) Todo sobre la Ley de Emprendedores. Publicado en Portal Oficial, el 22/09/2016 (Versión Digital) Extraído el 06/09/2017 de <http://www.produccion.gob.ar/comunicados/2016/09/22/todo-sobre-la-ley-de-emprendedores-56247>

Ministerio de Producción de la Nación (2017a) Cuántas empresas hay en Argentina, qué tamaño tienen, qué producen, adónde se encuentran. Portal Oficial. (Versión Digital) Extraído el 25/08/2017 de http://gpsemp.produccion.gob.ar/index.php/datos_analisis/

Observatorio PyME (2016) Informe 2015/2016. Evolución reciente, situación actual y desafíos para 2017. Publicado en Fundación Observatorio PyME, el 01/10/2016 (Versión digital) Extraído el 18/09/2017 de http://www.observatoriopyme.org.ar/newsite/wp-content/uploads/2016/10/Informe-FOP-2015-16_Baja.pdf

Observatorio PyME (2017) Necesidades y fuentes de financiamiento de las PyME industriales. Publicado en Fundación Observatorio PyME, el 30/07/2017 (Versión digital) Extraído el 17/09/2017 de <http://www.observatoriopyme.org.ar/novedades/demanda-de-credito-de-pyme->

industriales-para-financiar-proyectos-de-inversion-frenados-por-falta-de-financiamiento/

Pedotti, A. C. (2017) El BCRA terminará con la línea compulsiva de préstamos productivos. Publicado en El Cronista.com, el 08/11/2017 (Versión Digital) Extrañado el 15/10/2017 de <https://www.cronista.com/finanzasmercados/El-BCRA-terminara-con-la-linea-compulsiva-de-prestamos-productivos-20171108-0028.html>

Perfil.com (2017) Una encuesta da ganadora a Cristina y segundo a Bullrich. Publicado en Perfil.com, sección Política, el 27/06/2017 (Documento Digital) Extraído el 20/07/2017 de <http://www.perfil.com/politica/segun-analogias-cristina-kirchner-gana-con-el-338-de-los-votos.phtml>

Presidencia de la Nación (2016) Objetivos De Gobierno (Documento Digital) Extraído el 25/07/2017 de <http://www.caserosada.gob.ar/objetivosdegobierno/>

RESGC-2017-706-APN-DIR#CNV (2017) Expedientes N° 2565/2012 “Certificación Programas Curriculares Del Instituto Argentino De Ejecutivos De Finanzas Ciia – Cefa – Afc” Y N° 2644/2013 “Certificación Examen Cfa”. Ciudad De Buenos Aires, Jueves 14 de Septiembre de 2017 (Versión Digital) Extraído el 19/09/2017 de <http://www.cnv.gob.ar/leyesyreg/CNV/esp/RGCRGN706.htm>

Resolución General 640. (2015). Régimen PyMECnv 26 de agosto de 2015 (Versión digital) Extraído el 18/06/2017 de <http://www.cnv.gob.ar/leyesyreg/CNV/esp/RGCRGN640-15.htm>

Resolución General 670/2016 (2016) Régimen PyMECnv. 21 de julio de 2016. (Versión digital) Extraído el 18/06/2017 de <http://www.cnv.gob.ar/leyesyreg/CNV/esp/RGCRGN670.htm>

Resolución General N° 480 (2005) Negociación directa de cheques de pago diferido - BUENOS AIRES, 23 de junio de 2005. Comisión Nacional de Valores. Obtenido de Comisión Nacional de Valores. (Versión Digital) Extraído el 25/05/2017 de <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/CNV/esp/RGC480-05.htm>

SEPyME. (2017). Resolución General 103-E/2017. Buenos Aires: Boletín Oficial de la República Argentina. Micro, pequeñas y medianas empresas. Se modifican las categorías a partir del 1/4/2017. Impuestos. Laboral y Previsional. Sociedades y Concursos. Errepar Rural. Regímenes Especiales. Regímenes Especiales. Sociedades. Liquidación de Sueldos. Nacional Fecha: 30/03/2017. (Versión Digital) Extraído el 25/06/2017 de <https://www.errepar.com/contenidos/legislacion/20170331074434435/resolucion-103-e-2017-micro-pequenas-y-medianas-empresas-se-modifican-las-categorias-a-partir-del017>

Silvera (2017) La situación actual de las PyMEs. Publicado en agenciasanluis.com, sección columna profesional, el 14/04/2017 (Documento Digital) Extraído el 25/09/2017 de <http://agenciasanluis.com/notas/2017/04/14/la-situacion-actual-de-las-pymes/>

Telam (2017) Macri: "Las pymes son el corazón productivo de la Argentina, por eso generamos las condiciones para que crezcan". Publicado en telam.com.ar, sección política el 02/07/2017 (Documento Digital) Extraído el 25/08/2017 de

<http://www.telam.com.ar/notas/201707/194140-pymes-presidente-mauricio-macri-combatir-la-corrupcion-la-mafia-de-los-juicios-laborales.html>

UNDAV (2015) Informe Anual Financiamiento A Las micro, Pequeñas Y Medianas Empresas Marzo De 2015. Observatorio de Políticas Publicas Modulo de Políticas Económicas. Publicado en 03/2015 (Versión Digital) Extraído el 15/09/2017 de <http://undav.edu.ar/general/recursos/adjuntos/10264.pdf>

Wasilevsky, J. D. (2016) Con Macri, vuelve lo importado: estos son los productos y marcas que los argentinos verán en los comercios. Publicado en Publicado en iProfesional.com, Sección COMEX, el 04/01/2016 (Documento Digital) Extraído el 23/07/2017 de <http://www.iprofesional.com/notas/225041-importaciones-inversiones-macri-Con-Macri-vuelve-lo-importado-estos-son-los-productos-y-marcas-que-los-argentinos-veran-en-los-comercios>

Wende (2017) Autorizaron el regreso a la Argentina de los administradores de capitales que están en el resto del mundo. Publicado en Infobae.com, sección Finanzas y Negocios, el 27/09/2017 (Documento Digital) Extraído el 05/10/2017 de <https://www.infobae.com/economia/2017/09/27/autorizaron-el-regreso-a-la-argentina-de-los-administradores-de-capitales-que-estan-en-el-resto-del-mundo/>

Zlotnik, C. (2016) El objetivo "post-buitres": Gobierno busca u\$s10.000 millones adicionales y ya piensa en un nuevo blanqueo. Publicado en iProfesional.com, Sección actualidad, el 01/04/2016 (Documento Digital) Extraído el 25/06/2017 de <http://www.iprofesional.com/notas/230065-El-objetivo-post-buitres-Gobierno-busca-us10000-millones-adicionales-y-ya-piensa-en-un-nuevo-blanqueo>

ANEXOS

9.1. Anexo I: Modelo de reseña de actividad

Fr: B: 008

BREVE RESEÑA DE LA EMPRESA

Fecha:...../...../.....

Razón Social

Historia (fecha de constitución, evolución y antecedentes relevantes)

Actividad (descripción detallada del proceso productivo, estacionalidad, estructura de distribución/comercialización, aspectos fundamentales del negocio).

Administración (management, si se trata de una empresa familiar, indicar si la administración está a cargo de la familia y que generación de la misma está manejando la empresa).

Mercado (situación del sector y perspectivas, actuales competidores, market share)

Productos (marcas, ventajas diferenciales, canales de distribución)

Fr: B: 008

Fecha:...../...../.....

Clientes (principales clientes y su participación sobre las ventas de la empresa. Mercado interno. Exportación: detallar % retenciones a las exportaciones y reintegros).

Activos Fijos (detalle de las principales instalaciones, indicando si son o no propiedad de la empresa, ubicación, capacidad de producción, etc. Comentar brevemente la política de inversión en activos fijos).

Destino de los fondos solicitados (características de la operación abierta por línea solicitada).

Impacto sobre la generación de empleo (detallar si la garantía solicitada permitirá desarrollar nuevos puestos de trabajo).

9.2. Anexo II: Declaración Jurada de la deuda bancaria, financiera y con otras S.G.R

Fr.: B004

Fecha:...../...../.....

Detalle de Deuda Bancaria y financiera: Al:...../...../.....

Empresa:

Posee deuda bancaria (Marque con una cruz lo que corresponda)

- SI
- NO

Si su respuesta es afirmativa complete el siguiente detalle:

Banco/ Entidad/ SGR	Margen Asignado	Créditos Utilizados					Total por Bco.	Gtias Otorg. (b)
		Adel ta cte	Desc. Doc/CPD	Impo/Expo	Leasing (a)	Préstamos amortizables (a)		
TOTAL							\$	

(a) Detalle de préstamos (Detallar cuotas/cánones a cancelar y montos)

- 1. Cuota N°..... de..... Monto de cuota anual.....
- 2. Cuota N°..... de..... Monto de cuota anual.....
- 3. Cuota N°..... de..... Monto de cuota anual.....

(b) Garantía Hipotecaria (Detalle de inmuebles afectados):

- 1.
- 2.
- 3.

(b) Garantía Prendaria (Detalle de bienes muebles afectados):

- 1.
- 2.
- 3.

Firma:.....

Aclaración:.....

9.3. Anexo III: Manifestación de bienes de los socios

Fr.: B006

Fecha:...../...../.....

**Socios y/o Accionistas de Sociedades Constituidas Legalmente, de
 "Sociedad Ley N° 19.550 Capítulo I Sección Iv" (Ex Sociedades De Hecho) o Unipersonales**

Manifestación de Bienes de:..... Al:...../...../.....
 Domicilio Real en:

Activo	Valor declarado en miles de pesos	Reservado para uso de Garantizar SGR
1- Disponibilidades (caja, bancos, etc.)		
a.		
b.		
c.		
2- Inversiones (Títulos, acciones, plazos fijos, etc.)		
a.		
b.		
c.		
3- Créditos		
a.		
b.		
c.		
4- Bienes de Uso		
a. Inmuebles		
1.		
Localidad.....Provincia.....		
Destino.....		
2.		
Localidad.....Provincia.....		
Destino.....		
3.		
Localidad.....Provincia.....		
Destino.....		
b. Rodados		
1.		
2.		
3.		
c. Otros Bienes		
1.		
2.		
3.		
Total del Activo	\$	

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
de la Ciudad de Córdoba, Año 2018.

Fr.: B006

Fecha:...../...../.....

COMPLETAR OBLIGATORIAMENTE Y ADJUNTAR INFORME CON FIRMA DE CONTADOR PÚBLICO.

Ingresos Anuales

a. Honorarios \$

b. Rentas \$

c. Otros \$

Subtotal \$

Egresos Anuales

..... \$

..... \$

..... \$

Subtotal \$

Diferencia I-E \$

Declaro que mi responsabilidad a la fecha consiste en los bienes y deudas que detallo y que he acreditado ante el profesional certificante.

Cualquier alteración que sufre la presente declaración me comprometo a comunicarla en forma inmediata a Garantizar S.G.R.

DNI:

Firma

9.4. Anexo IV: Modelos de Pagars (Peso/D6lar)



RO-42003.00

MODELOS DE PAGARÉS

ANEXO I

VERSION PESOS:

FRENTE

PAGARÉ – NORMAS (N. T. 2013 y mod.)

.....,

POR VALOR RECIBIDO, pagaremos incondicionalmente el SIN PROTESTO a

..... la suma de \$..... -

PESOS, pagadero en **25 DE MAYO 362 CABA** Código Postal **1002** .

El presente PAGARÉ se entrega para su negociaci6n en Mercados registrados en CNV, y de conformidad a lo dispuesto en el Dec. Ley 5.965/63, ratificado por Ley N° 16.478, art. 2 de la ley 26.831 y Normas de la Comisi6n Nacional de Valores N.T. 2013, aprobadas por Resoluci6n General N° 622/13 y complementarias.

USO EXCLUSIVO
DE
CAJA DE VALORES S.A.

Firma: _____

Aclaraci6n: _____

CUIT: _____

DORSO

Firma
Aclaraci6n
Caracter
CUIT

AVAL

Exclusivo CVSA

RO-42003.00



ANEXO II

VERSION MONEDA EXTRANJERA:

FRENTE

PAGARÉ – NORMAS (N. T. 2013 y mod.)

.....,

POR VALOR RECIBIDO, pagaremos incondicionalmente el SIN PROTESTO a

..... la suma de U\$S

DOLARES, pagadero en **25 DE MAYO 362 CABA** Código Postal **1002** .

El presente PAGARÉ se entrega para su negociación en Mercados registrados en CNV, y de conformidad a lo dispuesto en el Dec. Ley 5.965/63, ratificado por Ley N° 16.478, art. 2 de la ley 26.831 y Normas de la Comisión Nacional de Valores N.T. 2013, aprobadas por Resolución General N° 622/13 y complementarias.

**USO EXCLUSIVO
DE
CAJA DE VALORES S.A.**

Firma: _____

Aclaración:

CUIT:

DORSO

Firma
Aclaración
Carácter
CUIT

AVAL

Exclusivo CVSA

9.5. Anexo V: Formulario “solicitud de registro y emisión bajo el régimen PyMECNV garantizada”

NORMAS

AÑO 2013

ANEXO IV

SOLICITUD DE REGISTRO Y EMISIÓN BAJO EL RÉGIMEN PYME CNV GARANTIZADA.

Datos de la empresa emisora							
Denominación o Razón social: <i>(indicar nombre estatutario)</i>					CUIT N°:		
Sede inscrita: calle			n°	piso	depto.		
Localidad:		Provincia:		cód. postal:			
Sede de la Administración: calle			n°	piso	depto.		
Localidad:		Provincia:		cód. postal:			
Teléfonos:			Fax:				
Página web:			Correo electrónico constituido:				
Actividad Principal (descripción):							
Datos de inscripción en el Registro Público u organismo que corresponda de los instrumentos constitutivos y sus modificaciones:							
Estatuto/Contrato. Modificación		Fecha de inscripción		Número de inscripción RP/Organismo			
Nómina de accionistas / socios o asociados:							
Personas Humanas: Nombres y Apellidos completos/ Personas Jurídicas: Denominación		CUIT/CDI/Código tributario del país de origen	Cantidad de acciones	Clase	Votos	% del Valor integrado	
Clasificación Actividad Principal: (marque la opción que corresponda)							
Agropecuaria <input type="checkbox"/> Industria y Minería <input type="checkbox"/> Comercio <input type="checkbox"/> Servicios <input type="checkbox"/> Construcción <input type="checkbox"/>							
Provincia/s en las que desarrolla su Actividad Principal:				Bs. As.	CABA	Catamarca	Chaco
Chubut	Córdoba	Corrientes	Entre Ríos	Formosa	Jujuy	La Pampa	
La Rioja	Mendoza	Misiones	Neuquén	Río Negro	Salta	San Juan	
San Luis	Santa Cruz	S.del Estero	T. Fuego	Tucumán	Santa Fé		
Dotación total de personal:							
Fecha Cierre de Ejercicio:				Pasivo Total s/último balance:			

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
 como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
 de la Ciudad de Córdoba, Año 2018.

NORMAS

AÑO 2013

Ventas/Ingresos (últimos 3 ejercicios económicos anuales)	Año 20...	Año 20...	Año 20...	Promedio
- Pyme solicitante:				
Solicitud de Emisión				
Solicitamos la autorización para el registro, bajo el régimen de PYME CNV GARANTIZADA, para hacer oferta pública de:				
Instrumento	Garante o Co-garantes		Monto máximo en Pesos o Moneda Extranjera	
Obligaciones Negociables (ON)				
Destino de Fondos de la Emisión (objeto del pedido):				
Fondos	Monto y moneda	Descripción - Detalle		
Inversiones en activos físicos situados en el país				
Integración de capital de trabajo en el país				
Refinanciación de pasivos				
Aporte a Sociedades con mismo fin				
Órgano y fecha del acta que resolvió la emisión:				
Órgano y fecha del acta que dispuso las condiciones de emisión:				
Observaciones				
En mi carácter de representante legal de _____, autorizo a _____ DNI N° _____ y a _____ DNI N° _____, para que en forma conjunta o indistinta, compulsen las actuaciones administrativas originadas en la presente solicitud, tomen notas, realicen presentaciones, contesten vistas, retiren copias de documentación a cabo todas aquellas acciones tendientes a la prosecución de la presente solicitud. Se acompaña a la presente solicitud el Prospecto de emisión.				
Por la presente y en carácter de declaración jurada, afirmo que los datos consignados en el presente formulario, son correctos y completos y que esta declaración se ha confeccionado sin omitir ni falsear dato alguno que debe contener, siendo fiel expresión de la verdad, conociendo las penalidades que rigen para el fraude y las declaraciones falsas en documentos según los artículos 172 y 293, respectivamente, del Código Penal de la Nación Argentina. Adicionalmente se declara que la empresa no es controlada o vinculada por otra empresa o grupo económico que no encuadre como PYME CNV.				
Firmante:				
Nombre y Apellido:			Doc. Tipo y Nro.	
Carácter en que suscribe: ¹		Domicilio:		
Nacionalidad:		Nro. Teléfono:		
..... Firma y Aclaración				

¹ En caso de ser Apoderado deberá adjuntar copia certificada del poder.

9.6. Anexo VI: Prospecto de emisión ON PyME Garantizada

NORMAS

AÑO 2013

ANEXO V

PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES PARA RÉGIMEN PYME CNV GARANTIZADA.

En todos los casos, en el inicio del documento y como información principal, deberá consignarse las leyendas contenidas en el presente, y respetarse el diagrama de información estrictamente en el orden que seguidamente se detalla.

PORTADA DEL PROSPECTO Y LOGO.

En la portada del documento se hará referencia a que las Obligaciones Negociables ofrecidas se emitirán bajo el régimen PYME CNV GARANTIZADA. En dicho lugar, asimismo se indicará, el monto de las mismas y el logo del emisor, de corresponder.

LEYENDA DEL PROSPECTO DEFINITIVO

“Oferta pública autorizada en los términos de la Ley N° 26.831, los Decretos N° 1.087/93 1.023/13 y las NORMAS (T.O. 2013 y mod.) de la Comisión Nacional de Valores, registrada bajo Resolución N°del.....de..... Esta autorización sólo significa que se han cumplido con los requisitos establecidos en materia de información establecidos en el régimen PYME CNV GARANTIZADA. La Comisión Nacional de Valores no ha emitido juicio sobre los datos contenidos en el prospecto. La veracidad de la información suministrada en el presente prospecto es exclusiva responsabilidad del órgano de administración de la emisora y demás responsables según los artículos 119 y 120 de la Ley N° 26.831. El órgano de administración manifiesta, con carácter de declaración jurada, que el presente prospecto contiene, a la fecha de su publicación, información veraz y suficiente conforme a lo requerido por las normas vigentes. Los inversores deben tener en cuenta al momento de realizar su inversión que el sujeto emisor, en relación con la presente, contará con un régimen informativo diferenciado debido a que esta emisión se efectúa bajo el régimen garantizado por una Entidad de Garantía autorizada por la Comisión Nacional de Valores, lo que implicará que se les aplicará el régimen informativo diferenciado establecido en el artículo 24 de la Sección VI del Capítulo VI del Título II.

Las obligaciones negociables autorizadas a oferta pública sólo pueden negociarse públicamente en Mercados autorizados del país, para ser adquiridas por los inversores que indican las Normas de la Comisión Nacional de Valores en su Sección I del Capítulo VI del Título II”.

LEYENDA DEL PROSPECTO PRELIMINAR.

En caso de distribuirse un prospecto preliminar, deberá consignar la siguiente advertencia en su primera página, en caracteres destacados:

“El presente prospecto preliminar es distribuido al sólo efecto informativo. La emisión ha sido solicitada a la Comisión Nacional de Valores el..... y hasta el momento ella no ha sido otorgada.

La información contenida en este prospecto está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada como definitiva. Este prospecto no constituye una oferta de venta, ni una invitación a formular ofertas de compra, ni podrán efectuarse compras o ventas de las obligaciones negociables aquí referidas hasta tanto su oferta pública no haya sido autorizada. Una vez otorgada esa autorización, sólo podrán negociarse públicamente en Mercados autorizados del país”.

PROSPECTO:

I. DESCRIPCIÓN DE LA EMISORA

- a) Denominación social o razón social.
- b) Sede inscripta.
- c) Fecha de constitución, plazo de duración y datos de inscripción en el Registro Público u Organismo correspondiente.
- d) Actividad principal (breve descripción) incluyendo la clasificación de la actividad principal y las provincias en las que desarrolla su actividad.
- e) Monto promedio de los ingresos totales anuales de acuerdo a la definición PYME CNV según Normas de la Comisión Nacional de Valores y pasivo total de la emisora según último balance.

II. CONDICIONES DE EMISIÓN.

- a) Monto, moneda de emisión y pago, y valor nominal unitario.
- b) Forma de colocación y plazo. Deberá consignarse método de Subasta o Licitación Pública de acuerdo a las Normas CNV.
- c) Fecha y lugar de integración.
- d) Fecha de vencimiento.
- e) Amortización y fechas de pago de capital.
- f) Monto mínimo de suscripción.
- g) Tasa de interés y fechas de pago de interés.
- h) Agente de Registro y Pago.
- i) Pagos de los Servicios: Aquí deberá consignarse “La amortización y pagos de los intereses correspondientes a las obligaciones negociables, serán efectuados por el emisor mediante la transferencia de los importes correspondientes al Agente de Registro y Pago indicado en el apartado h) anterior para su acreditación en las cuentas de los tenedores con derecho a cobro”.
- j) Destino de los fondos: Aquí deberá optarse por alguna o algunas de las siguientes alternativas: (i) inversiones en activos físicos situados en el país; (ii) integración de capital de trabajo en el país; (iii) refinanciación de pasivos; o (iv) aporte a sociedades con mismo fin, indicando los montos previstos para cada uno de ellos.
- k) Mercados autorizados en los que se ofrecerán los valores negociables.

- l) Órganos y fechas en las que se dispuso el ingreso a la oferta pública (en su caso), la emisión y las condiciones de la misma, así como el destino de los fondos.
- m) Agentes y todo otro interviniente en el proceso de emisión y colocación y gastos correspondientes.

III. GARANTÍA

- a) Denominación Social de/ la/s Entidad/es de Garantía: Deberá consignarse la denominación social de la Entidad de Garantía y que la misma es otorgada en carácter garante de “liso, llano y principal pagador” de las Obligaciones Negociables garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división. En caso de que la emisión esté garantizada por más de una Entidad de Garantía, deberán indicarse adicionalmente a la denominación social de cada una, en qué porcentaje de la deuda asume cada una con dicho carácter y que la garantía se otorga en carácter de “liso, llano y principal pagador y con renuncia a los beneficios de excusión y división, en este último caso solo respecto de la Emisora.
 - b) Naturaleza de la Garantía: Aquí deberá consignarse “Garantía Común”.
 - c) Información sobre la Entidad de Garantía, expresados en pesos, a la fecha de emisión del prospecto: fondo de riesgo o capital afectado a garantizar deuda de Pymes total computable o integrado; fondo de riesgo o capital afectado a garantizar deuda de Pymes disponible; fondo de riesgo o capital afectado a garantizar deuda de Pymes contingente; grado de apalancamiento (riesgo vivo / fondo de riesgo o capital afectado a garantizar deuda de Pymes total computable o integrado), informe de calificación de riesgo vigente, en su caso.
- (En aquellos casos en los que el presente prospecto tenga el carácter de definitivo todas las páginas deberán estar firmadas por persona con facultades suficientes para obligar al emisor).

9.7. Anexo VII: Modelo de Certificado Global de ON Garantizada

NORMAS

AÑO 2013

ANEXO VI

MODELO DE CERTIFICADO GLOBAL DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES PARA RÉGIMEN PYME CNV GARANTIZADA

(Lugar y fecha)

CERTIFICADO GLOBAL PERMANENTE PARA SU DEPÓSITO EN UN AGENTE DE DEPÓSITO COLECTIVO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES BAJO EL RÉGIMEN PYME CNV GARANTIZADA DE LAS NORMAS DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES ("CNV")

Emisora

(Denominación social/ Razón social)

(Domicilio)

(C.U.I.T)

Constituida en _____, el _____ e inscrita en _____ bajo el N°/ con T° y F° _____, con un plazo de duración de __ años.

ENTIDADES DE GARANTÍA

Denominación Social	Porcentaje que Garantiza	Fecha de incorporación al Régimen de Entidades de Garantía

Las Obligaciones Negociables Garantizadas representadas por el presente se emiten conforme a lo establecido en la Sección III, Capítulo VI Título II de las Normas CNV. El ingreso al Régimen de la Oferta Pública fue autorizado por la CNV mediante Resolución de fecha _____. El Prospecto puede consultarse en la Autopista de Información Financiera en la página web de la CNV.

Obligaciones Negociables PYME CNV Garantizadas bajo las siguientes condiciones:

Condiciones de Emisión (en letras y números):

Valor Nominal y Valor Nominal Unitario: _____.

Moneda de emisión y de Pago: -----

Fecha de vencimiento: _____

Amortización y Fechas de pago del Capital: se efectuará en _____ cuotas

Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales
como servicio diferencial de la Consultora Focus IM
de la Ciudad de Córdoba, Año 2018.

NORMAS

AÑO 2013

Tasa de interés: Devengará un interés _____.

Fechas de pago de interés: el pago del interés será _____.

Pago de los Servicios: La amortización y el pago de los intereses serán efectuados por el emisor mediante la transferencia de los importes y en las fechas correspondientes a _____ (Completar con el Agente de Custodia, Registro y Pago designado) para su acreditación en las cuentas de los tenedores con derecho al cobro.

Ámbito de Listado: En Mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores.

Garantías: Según se indica en el cuadro de Entidades de Garantía.

Forma de los Títulos: Las presentes Obligaciones Negociables estarán representadas por un Certificado Global Permanente para ser depositado en _____ (Completar con el Agente de Depósito Colectivo designado) en los términos de las leyes 20.643 y 23.576 y normas modificatorias y complementarias. Las mismas serán transferibles dentro del sistema de depósito colectivo, renunciando los beneficiarios a solicitar la entrega de láminas individuales.

En _____, el ____ de _____ de 20__.

(FIRMA DE DIRECTOR Y SÍNDICO o SOCIO GERENTE, en su caso)

(Certificación de las firmas y cargos por escribano público y, en su caso, legalizado por Colegio de Escribanos)

9.8. Anexo VIII: Modelo de Certificado de Garantía otorgado por la Entidad de Garantía

ANEXO VII

MODELO DE CERTIFICADO DE GARANTÍA

CERTIFICADO DE GARANTÍA

En la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, a los [] días del mes de [] de 201[], [entidad de garantía] con domicilio en _____, representada en este acto por _____, en su carácter de Presidente, se constituye en fiador solidario liso, llano y principal pagador, en los términos del Libro Tercero, Título IV, Capítulo 23, Sección 1º, Art. 1574, sig. y concordantes, del Código Civil y Comercial de la Nación, hasta la suma de \$/U\$S [] - (Pesos/Dólares Estadounidenses [] con 00/100) (en adelante, el "Monto Máximo") en concepto de capital y a favor de todo tenedor de la siguiente operación: Obligación Negociable emitida por _____ (el "deudor") bajo el Régimen PYME CNV GARANTIZADA según el Capítulo VI del Título II "Emisoras" de las NORMAS de la Comisión Nacional de Valores autorizada según Resolución CNV N° ____ de fecha []/[]/[] por la suma de \$/U\$S [] (Pesos/Dólares Estadounidense []) de capital, pagadero en _____ cuotas ____ (Detallar la cantidad de cuotas y la modalidad mensual, trimestral, semestral, etc.) y a una tasa del [] % nominal anual vencido) (en adelante, las "Obligaciones Garantizadas"). La presente garantía comprende los intereses compensatorios pactados, así como todo otro accesorio de las Obligaciones Garantizadas y los gastos que razonablemente demande su cobro, incluidas las costas judiciales cuyos montos se adicionarán al Monto Máximo. Asimismo, la presente garantía se emite con renuncia a los beneficios de excusión y de división, en este último caso sólo respecto del deudor y no así respecto de otros co-fiadores, de existir, como así también de la posibilidad de subrogarse en los derechos del tenedor contra el deudor hasta tanto el crédito del tenedor de las Obligaciones Garantizadas haya sido totalmente satisfecho. Las prórrogas, renovaciones, modificaciones o novaciones que pudieran otorgarse con relación a las obligaciones contraídas como consecuencia de las Obligaciones Garantizadas deberán contar con el consentimiento expreso de [entidad de garantía] _____. Consiguientemente [entidad de garantía] _____ se obliga, ante el primer requerimiento del tenedor efectuado al domicilio indicado precedentemente mediante notificación fehaciente, a abonar dentro de los CINCO (5) días hábiles cualquier suma adeudada bajo las Obligaciones Garantizadas hasta su efectiva cancelación. (En caso que el instrumento se emita en Dólares Estadounidenses, la entidad de garantía deberá incluir las cláusulas correspondientes al modo de pago). Esta garantía permanecerá plenamente vigente y operativa hasta tanto se produzca la total cancelación de las Obligaciones Garantizadas. El monto máximo fijado en el presente certificado de garantía determina la cuantía total de la obligación asumida, y deberán deducirse de ése monto los pagos efectuados por el deudor _____. La presente garantía se otorga para ser cumplida en los mismos términos, plazos y condiciones que los previstos en las condiciones de emisión de las Obligaciones Garantizadas. Se deja expresa constancia que cualquier impuesto, tasa o contribución que deba abonarse con motivo de la firma, mantenimiento y ejecución de esta garantía será a cargo de [entidad de garantía] _____. El presente instrumento es emitido a favor de todo tenedor de las Obligaciones Garantizadas y será título ejecutivo por el monto y las condiciones arriba expresadas, conforme a lo previsto por el art. 70 de la ley 24.467 (t.o. Ley 25.300). Aceptamos expresamente someternos para cualquier cuestión judicial que se suscitare entre las Partes, a los Tribunales Nacionales de Primera Instancia en lo Comercial con sede en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, con renuncia expresa a cualquier otro fuero o jurisdicción.

(Firma de representante legal de la entidad de garantía o apoderado con facultades suficientes, debidamente certificada ante escribano público)".

9.9. Anexo IX: Minuta Reunión FocusInvestment Management

Fecha: 20/06/2017

Asistentes:

Cr. Nicolás Alfoso – Gerente de Relaciones Comerciales

Temas tratados:

Tema N°1: Historia de la consultora.

Nace a mediados del año 2015, cuando el cambio en la ley de mercado de capitales modificó el status quo de los mercados regionales, abriendo la posibilidad del ingreso con más dinamismo a especialistas en la materia, sin las exigencias patrimoniales y de titularidad de acción de cada mercado que el formato del negocio exigía anteriormente.

Quien genera el negocio ya venía desarrollando actividad en el rubro del mercado de capitales en Córdoba como accionista de una sociedad de bolsa desde el año 2005, siendo conocedor de las virtudes y defectos de los servicios que se prestaban en esa estructura, con la cual no se encontraba satisfecho por el escaso enfoque hacia la satisfacción al cliente.

Tema N°2: Características del servicio que ofrecen.

Se prestan servicios de asesoramiento financiero para empresas e individuos, gestión de cartera de inversiones en el mercado de capitales (mercado local y mercado exterior), análisis de proyectos y diagnóstico.

El diferencial de nuestro servicio este respaldado por una gran solvencia técnica de nuestro equipo de trabajo y la experiencia práctica que hemos ido adquiriendo a lo largo de tiempo y por la interacción con las diferentes situaciones de nuestros clientes.

Tema N°3: Organización de la consultora.

La conforman 4 personas y se apoya en una Alyc con un equipo de 20 personas, en la que descargan toda la actividad operativa pesada, la relación con CNV y la liquidación y compensación de las operaciones.

Si bien la estrategia y cara visible es del creador, las decisiones se consensuan a nivel equipo de trabajo.

La estructura es bastante horizontal para la toma de decisiones.

Las actividades se han ido asignando de manera implícita.

Tema N°4: Evolución/Crecimiento de la consultora.

Sus inicios fueron relativamente tímidos en nivel de clientela (no más de 4 clientes) y fue captando antiguos clientes de la estructura anterior en la que trabajaba su creador, los que decidieron pasar sus carteras de inversión para que este les preste el servicio de administración.

A los 6 meses se incrementó el nivel de clientela, tanto a nivel local como en exterior, al objetivo previsto para el 1er año, lo que llevo a necesitar incrementar el equipo de trabajo.

Se fueron incorporando empresas entre los clientes, prestando así servicios de asesoramiento en financiamiento en el mercado, bancos y cash management.

La expectativa para el segundo semestre del año es el crecimiento en el equipo de trabajo, la incorporación de tecnología para la administración de la relación con el cliente y un crecimiento del 10% en clientela.

Tema 5°: Visión general del Mercado de Capitales y de las herramientas de financiamiento disponibles en el mismo.

El mercado de capitales local es muy chico aún, por lo que se ve un enorme potencial de crecimiento para los próximos años, de la mano de la tecnología e integración con mercados de países del Mercosur.

Las empresas están aprendiendo a utilizar el mercado de capitales para el financiamiento y el manejo de su cashflow. El abanico de herramientas de financiación va desde la apertura del capital con la emisión de acciones, hasta la colocación de deuda vía mercado.

Hay herramientas con enorme simplicidad como la de descuento de cheques de pago diferido o el descuento de pagarés en bolsa, que pueden ser utilizadas por las PyMEs sin necesidad de ser actores con una administración sofisticada ni de gran tamaño.

Tema N°6: Posibilidad de trabajar con el sector PyME.

Si por supuesto y es algo que se está realizando actualmente.

La flexibilidad del mercado de capitales, la velocidad de instrumentación de alternativas de inversión/ financiamiento, hacen que sea una alternativa muy virtuosa para las PyMEs.

La SePyME y CNV vienen implementando nuevas y más simples modalidades de financiamiento para PyMEs vía mercado de capitales.

Con el apoyo en las SGR, las PyMEs tienen acceso a financiamiento más barato y rápido vía mercado de capitales y bancos.

En este punto, el asesoramiento y ayuda al cliente que brinda la consultora es un factor diferencial para la PyME.

9.10. Anexo X: Anexo E – Formulario Descriptivo Del Trabajo Final De Graduación

ANEXO E – FORMULARIO DESCRIPTIVO DEL TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN

AUTORIZACIÓN PARA PUBLICAR Y DIFUNDIR TESIS DE POSGRADO O GRADO A LA UNIVERIDAD SIGLO 21

Por la presente, autorizo a la Universidad Siglo21 a difundir en su página web o bien a través de su campus virtual mi trabajo de Tesis según los datos que detallo a continuación, a los fines que la misma pueda ser leída por los visitantes de dicha página web y/o el cuerpo docente y/o alumnos de la

Institución:

Autor-tesista <i>(apellido/s y nombre/s completos)</i>	Federico Magnin
DNI <i>(del autor-tesista)</i>	34.685.994
Título y subtítulo <i>(completos de la Tesis)</i>	Alternativas de Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales como servicio diferencial de la Consultora Focus IM de la Ciudad de Córdoba, Año 2018.
Correo electrónico <i>(del autor-tesista)</i>	fedemagnin@gmail.com
Unidad Académica <i>(donde se presentó la obra)</i>	Universidad Siglo 21

Otorgo expreso consentimiento para que la copia electrónica de mi Tesis sea publicada en la página web y/o el campus virtual de la Universidad Siglo 21 según el siguiente detalle:

Texto completo de la Tesis <i>(Marcar SI/NO)^[1]</i>	SI
Publicación parcial <i>(Informar que capítulos se publicarán)</i>	

Otorgo expreso consentimiento para que la versión electrónica de este libro sea publicada en la página web y/o el campus virtual de la Universidad Siglo 21.

Lugar y fecha: _____

Federico Magnin

Firma autor-tesista

Aclaración autor-tesista

Esta Secretaría/Departamento de Grado/Posgrado de la Unidad Académica: _____ certifica que la tesis adjunta es la aprobada y registrada en esta dependencia.

Firma Autoridad

Aclaración Autoridad

Sello de la Secretaría/Departamento de Posgrado

[1] Advertencia: Se informa al autor/tesista que es conveniente publicar en la Biblioteca Digital las obras intelectuales editadas e inscriptas en el INPI para asegurar la plena protección de sus derechos intelectuales (Ley 11.723) y propiedad industrial (Ley 22.362 y Dec. 6673/63. Se recomienda la NO publicación de aquellas tesis que desarrollan un invento patentable, modelo de utilidad y diseño industrial que no ha sido registrado en el INPI, a los fines de preservar la novedad de la creación.