



**UNIVERSIDAD SIGLO 21**

**CONTADOR PÚBLICO**

**Proyecto de Investigación Aplicada**

**Instrumentos de Financiamiento del Mercado de Capitales como  
Estrategia para el Desarrollo de las PyMEs en Córdoba**

**Autor: Serra, Héctor Germán**

**Legajo: VCPB 10572**

**D.N.I: 17154217**

**Julio 2019**

## **Resumen**

El presente trabajo tuvo como objetivo analizar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales como estrategia para el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas ubicadas en la ciudad de Córdoba. En este sentido, se identificaron y analizaron seis instrumentos financieros del mercado de capitales para el sector de las PyMEs: el cheque de pago diferido, pagaré bursátil avalado, fideicomiso financiero, obligaciones negociables garantizadas, acciones PyMEs con aval de la S.G.R y la factura de crédito electrónica MIPyMEs de la ley de financiamiento productivo 27440, actualmente en etapa de instrumentación. El tipo de investigación fue exploratorio y analítico – descriptivo, en el cual se seleccionó a una población de seis expertos en el área de PyMEs y mercado de capitales y se aplicó una entrevista estructurada cerrada. De los resultados del análisis de la entrevista, emergen las siguientes categorías de análisis: la confianza en los mercados de capitales por parte de las PyMEs; la necesidad de garantías en las PyMEs para acceder a ese tipo de mercados; y orientación a las PyMEs de cómo funcionan los instrumentos de financiamiento en el mercado de capitales. Si se fortalecen estos elementos emergentes del análisis de las entrevistas: confianza, garantías y orientación, se puede contribuir a mejorar la participación de las PyMEs argentinas a instrumentos de financiamiento del mercado de capitales y que la Argentina pueda mantener su calificación de “Emergente” frente a los mercados internacionales.

Palabras Clave: Instrumentos de Financiamiento, Estrategias, PyMEs, Mercado de Capitales.

## **Abstract**

The objective of this paper was to analyze the financing instruments of the capital market as a strategy for the development of small and medium enterprises located in Cordoba. In this sense, six financial instruments of the capital market for the SME sector were identified and analyzed: the deferred payment check, guaranteed stock market promissory note, financial trust, guaranteed negotiable obligations, SME shares with SGR endorsement and electronic invoice of the productive financing law 27440, still in the instrumentation stage. The type of research was analytical - descriptive, in which a population of six experts in the area of SMEs and capital markets, was selected and a structured interview was applied. From the results of the analysis of the interview, the following categories of analysis emerge; confidence in the capital markets by SMEs; the need for guarantees for SMEs to access these types of markets; and guidance to SMEs on how financing instruments work in the capital market. If these emerging elements of the analysis of the interviews are strengthened: confidence, guarantees and orientation, it can contribute to improve the participation of Argentine SMEs to capital markets financing instruments and that Argentina can maintain its "Emerging" rating in front of to international markets.

**Key Words:** Financing Instruments, Strategies, SMEs, Capital Markets.

## Índice

Resumen .....	2
Abstract.....	3
Índice de Tablas.....	6
Índice de Figuras .....	7
Capítulo I.....	8
Introducción.....	8
1. Justificación .....	9
1.2. Antecedentes Generales.....	12
Capítulo II.....	17
Objetivo General y Objetivos Específicos .....	17
2. Objetivos.....	17
2.1 Objetivo general .....	17
2.2 Objetivos específicos.....	17
Capítulo III .....	18
Marco Teórico .....	18
3. Marco teórico.....	18
3.1. Las Pequeñas y Medianas Empresas .....	18
3.2. Mercados de Capitales.....	24
3.3. Instrumentos Financieros.....	26
Capítulo IV .....	36
Marco Metodológico .....	36
4.1. Tipo de Investigación .....	36
4.2. Diseño de la Investigación.....	36
4.3. Población y Muestra .....	37
4.4. Técnicas de recolección de Información .....	38
4.5. Análisis y procesamiento de los datos .....	39
4.6. Utilización de herramientas teóricas de análisis.....	40
Capítulo V .....	42
Análisis de datos.....	42
Capítulo VI.....	49
Análisis Comparativo de los Instrumentos Financieros .....	49

del Mercado de Capitales .....	49
6.1. Análisis Comparativos de los Instrumentos de Financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales a las PyMEs de Argentina.....	49
6.2. Importancia de considerarse a Argentina un mercado emergente y cómo se ubica con respecto al resto de países emergente de Latinoamérica .....	65
Capítulo VII.....	69
Conclusiones y Recomendaciones .....	69
Referencias Bibliográficas.....	73
Anexos.....	79
Anexo N° 1. Instrumento de Recolección de Información: Entrevista Estructurada - Cerrada.....	79

## Índice de Tablas

Tabla 1. <i>Clasificación de las PyMEs considerando la variable Personal</i> .....	20
Tabla 2. <i>Clasificación de las PyMEs considerando la variable Ventas</i> .....	20
Tabla 3. <i>Categorización PyME de la CNV – Resolución 772/2018</i> .....	23
Tabla 4. <i>Cuadro de Operacionalización de Variables</i> .....	41
Tabla 5. <i>Entrevista Estructurada Cerrada dirigida a Expertos del área de PyMEs y Mercado de Capitales</i> .....	42
Tabla 6. <i>Análisis Comparativo de los Instrumentos Financieros del Mercado de Capitales</i> .....	49
Tabla 7. <i>Instrumentación del Cheque de Pago Diferido en el mercado de Capitales</i> .....	53
Tabla 8. <i>Instrumentación del Pagaré Bursátil</i> .....	53
Tabla 9. <i>Análisis de las PyMEs Argentina y el Mercado de Capitales</i> .....	55
Tabla 10. <i>Factura de crédito Electrónica MIPyMEs. Diferencias con la Factura de Crédito</i> .....	56
Tabla 11. <i>Trámites a Seguir para la Factura Electrónica</i> .....	58

## Índice de Figuras

<i>Figura 1.</i> Plazos y monto potencial de financiamiento de los instrumentos.....	30
<i>Figura 2.</i> Estructura y Características de las SGR. ....	32
<i>Figura 3.</i> Resultados en Valores porcentuales de Entrevista Estructurada cerrada. ....	43
<i>Figura 4.</i> Financiamiento de las Empresas Argentina mercado de capitales.....	51
<i>Figura 5.</i> Sistemas de Negociación Bursátil del Mercado de Valores de Buenos Aires	54
<i>Figura 6.</i> Procedimiento de la Factura de Crédito Electrónica MIPyMEs. ....	60
<i>Figura 7.</i> Factura de Crédito Electrónica MIPyMEs. ....	62
<i>Figura 8.</i> Cronograma de Implementación de la Factura Electrónica, página 1.....	63
<i>Figura 9.</i> Cronograma de Implementación de la Factura Electrónica, página 2.....	64
<i>Figura 10.</i> Índices MSCI para todos los países, Mercados Emergentes y de Frontera	65

## **Capítulo I**

### **Introducción**

Las Pequeñas y Medianas Empresas, de ahora en adelante PyMEs, son organizaciones de carácter familiar que agrupan entre 6 hasta 300 trabajadores, dependiendo de su tamaño, y representan el motor de la economía de un país. Por su naturaleza, son generadoras de empleos y su contribución al PIB es bastante significativa. Sin embargo, las PyMEs presentan dificultades para acceder a las diferentes fuentes de financiamiento que se ofrecen en el mercado financiero. Las razones más comunes son: falta de garantías reales que respalden el crédito; poca confianza por parte del sector financiero al ser empresas familiares y, a veces, con cierto grado de informalidad; falta de antecedentes crediticios; entre otros.

De acuerdo a datos del Ministerio del Trabajo (2017), las PyMEs representan el 98% de todas las empresas existentes en Argentina. En categorías de tamaño: 69,9% son microempresas o emprendimientos individuales; 22,8% son pequeñas empresas; 5,6% son las medianas empresas; y las grandes empresas equivalen al 1,9% del total empresarial. En Córdoba, según cifras del Ministerio de Producción (2019), existe un total de 82.089 PyMEs distribuidas en los diferentes sectores de la economía: industrial, agrícola, servicios, comercio, construcción y minería. Solamente el 66,2%, es decir, 54.315 PyMEs, se encuentran debidamente registradas. Es por ello, que se debe proveer de alternativas financieras que permitan su impulso y sobrevivencia en el mercado.

En este sentido, los instrumentos financieros son herramientas del mercado financiero que según Gonzalo (2005), “Es un contrato que da lugar, simultáneamente, a un activo financiero para una empresa y a un pasivo financiero o instrumento de capital en otra empresa” (pág. 246). Los mercados financieros son el punto de encuentro entre inversionistas, intermediarios financieros y ahorristas o proveedores de fondos. Entre



los intermediarios financieros, se encuentran la banca pública y privada, entes públicos destinados para tal fin, el mercado de capitales, entre otros.

Entre estas opciones, el mercado de capitales se ha convertido en un potencial proveedor de fondos al sector de las PyMEs y debe existir suficiente información sobre las ventajas que tienen sus instrumentos financieros a corto y mediano plazo, para beneficio de este importante sector que es el motor de la economía de un país.

Con relación en lo expuesto anteriormente, el objetivo general de la investigación es analizar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales como estrategia para el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas ubicadas en la ciudad de Córdoba. Así mismo, el trabajo se encuentra distribuido de la siguiente forma: la justificación y los antecedentes generales de la investigación; los objetivos de la investigación, el marco teórico, es decir, teorías y textos que fundamentan el tema, las variables identificadas son: las PyMEs, las estrategias y los instrumentos financieros; el marco metodológico, con el tipo y diseño de investigación, analítico – descriptivo, en el cual se selecciona la población y muestra bajo un grupo de análisis relacionados con la experiencia en el tema, con la aplicación de técnicas e instrumentos de recolección de información idóneos así como el análisis y procesamiento de los datos; finalmente, las conclusiones y recomendaciones al trabajo, seguido de las referencias utilizadas y los anexos necesarios que justificaron y formaron parte del proceso investigativo.

## **1. Justificación**

Las PyMEs, son organizaciones más flexibles y generadoras de empleo. A nivel mundial se consideran uno de los actores más importantes para una economía como consecuencia de su papel como generador de valor agregado y empleo, además de

favorecer la distribución equitativa de los ingresos. Existe un estimado que, a nivel mundial, el 95% de las empresas son PyMEs y que representan alrededor del 70% del empleo privado. (Quiroga & D`Angelo, 2017)

Igualmente, se debe resaltar el alto impacto que tienen las PyMEs en una economía. En Argentina, según palabras de Quiroga y D`Angelo (2017), “Hay actualmente más de 600.000 pymes que representan más del 60% del empleo, el 45% de las ventas totales de la economía y contribuyen al 44% del PBI” (pág. 1). Los autores anteriormente señalados plantean que uno de cada cuatro emprendimientos del país se ubica en Buenos Aires, donde el 97% de las empresas son PyMEs. Según el Ministerio de la Producción (2017), a través de su plataforma digital de registro de actividades productivas, “el 72% de la actividad de las empresas está concentrada territorialmente en la ciudad autónoma de Buenos Aires y provincias de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fé” (pág. 1).

Sin embargo, el financiamiento constituye una de las principales problemáticas de las PyMEs en la actualidad, puesto que, en muchos casos, la falta de recursos les impide aumentar su capital de trabajo, lanzar nuevos productos, modificar procesos, ampliar el tamaño de planta, entre otros; todos necesarios para su crecimiento y desarrollo. A expresión de Cleri (2007), las PyMEs presentan dificultades para el acceso al financiamiento. En palabras del propio autor, “Con respecto al acceso a recursos de terceros existe una clara discriminación porque se asume que el riesgo PyME es elevado” (pág. 48). Es decir, las opciones de financiamiento al sector de las PyMEs se ven reducidas a aportes propios por el limitado acceso que tienen con el sector financiero.

En este sentido, una opción viable de financiamiento es a través del mercado de capitales. La Comisión Nacional de Valores (2017), plantea que:

El financiamiento a las PyMEs a través del mercado de capitales es un tema relevante para el Estado, tanto como para empresarios y profesionales en ciencias económicas porque, si bien en estos últimos años se ha incrementado la utilización de estos instrumentos, aún continúa siendo baja: solo representa aproximadamente el 4% del total del financiamiento a las PyMEs, tal como se detalla en el *Informe Trimestral. Financiamiento PyME* dedicado al cuarto trimestre de 2017. (pág. 16)

Sobre este punto, la Comisión Nacional de Valores, realizó, durante el año 2017, cambios en su estructura de financiamiento y generó nuevas ventajas que facilitan el acceso de las PyMEs a este tipo de instrumentos financieros. Se estima, además un crecimiento derivado de la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo. Sin embargo, algunos consideran que las trabas fundamentales para el desarrollo del mercado de capitales argentinos no son normativas, sino que tienen que ver con las traumáticas experiencias que históricamente han vivido en nuestro país los ahorristas, como el canje compulsivo de los depósitos a plazo fijo por bonos externos en diciembre de 1989 y, más tarde, la incautación de depósitos conocida como “corralito” en diciembre de 2001. (Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas, 2017, pág. 80).

En la nueva ley de Financiamiento Productivo, aprobada por el Congreso Argentino el 09 de mayo del 2018, bajo el N° 27440, lo más destacable son las nuevas herramientas financieras creadas. Éstas sirven para atender un problema de financiamiento que vienen presentando todas las pequeñas y medianas empresas de Argentina. En palabras de Mora Alfonsín (2018), “Del total de crédito en manos del sector privado en 2016, un 18% fue tomado por las PyMEs” (pág. 1). Igualmente, éstas

empresas de menor tamaño tienen problemas para acceder a los créditos financieros, en virtud de esto, es superior al 50% el número de PyMEs que se autofinancian, reinvertiendo sus utilidades.

Es por ello que, el mercado de capitales constituye una alternativa complementaria al autofinanciamiento y al financiamiento proveniente del sistema bancario, ya que puede proveer a la PyME de un financiamiento oportuno y a costos no tan elevados.

Por lo antes expuesto, se destaca la importancia que tiene la participación del contador público, tanto en el ámbito interno de las PyMEs, como en el externo. Su labor, a lo interno, permite a las pequeñas y medianas empresas un control y orientación de sus finanzas, así como la adecuada toma de decisiones. A lo externo, si el trabajo se hace en el sector público, lo convierte en un promotor de las políticas que favorezcan a este importante sector que contribuye ampliamente al óptimo funcionamiento de la economía del país.

De ello derivan el compromiso, la responsabilidad, la ética y la necesidad de capacitación permanente que éste debe llevar adelante, en favor del interés superior de la comunidad y su ejercicio profesional, procurando adaptarse a los continuos cambios en las mejores condiciones (Seltzer, 2012).

## **1.2. Antecedentes Generales**

Los antecedentes generales representan las referencias de otras investigaciones desarrolladas por personas naturales o jurídicas y que se encuentran relacionadas con las unidades de estudio. En este sentido, El Consejo de Financiamiento de PyMEs y el Emprendimiento (2015), realizó un informe titulado “Estrategias para el Financiamiento

de las PyMEs y el Emprendimiento” donde un análisis de las fuentes de financiamiento para empresas pequeñas y emprendedoras revela que existen limitaciones importantes que afectan el acceso al crédito para un número importante de ellos. Además, se pone de manifiesto que las alternativas de financiamiento son más bien limitadas, y a pesar de esfuerzos recientes en mejorar el acceso al crédito de estas empresas a través de varias políticas públicas, es necesario analizar la potencialidad de mejorar instrumentos existentes y/o facilitar el desarrollo de fuentes alternativas.

Respecto al contexto económico actual, el Consejo de Financiamiento de PyMEs y el Emprendimiento (2015) espera que las condiciones de crédito doméstico, especialmente bancario, mejoren en la medida en que se retomen tasas de crecimiento más cercanas al potencial de la economía. Por otra parte, es esperable un leve aumento en el costo de financiamiento de las empresas asociados a una reducción de la liquidez internacional disponible en los últimos años. No obstante, este incremento del costo de fondeo sería parte de un proceso de normalización de las tasas y parte de niveles ya bajos. Este informe presenta las propuestas elaboradas en el Consejo, las que tienen como objetivo mejorar las condiciones de acceso de las empresas de menor tamaño e incentivar el desarrollo de otras alternativas de financiamiento.

La realidad planteada en el informe del Consejo de Financiamiento de PyMEs y el Emprendimiento parte de un estudio realizado a PyMEs de Chile. Sin embargo, la situación de las PyMEs en Argentina con respecto al acceso de un financiamiento viable y oportuno por parte de las diferentes opciones del mercado financiero es muy limitada y obliga a las empresas a recurrir a alternativas poco adecuadas si se presentan necesidades de liquidez inmediata o la necesidad de nuevas inversiones.

Por otro lado, el trabajo de la Maestría en Contabilidad y Finanzas de González (2014), titulado “La Gestión Financiera y el Acceso al financiamiento de las PyMEs del Sector Comercio en la Ciudad de Bogotá”, Universidad Nacional de Colombia, Facultad de Ciencias Económicas, buscó identificar y caracterizar aquellas variables de la gestión financiera y su asociación con el acceso al financiamiento en las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) del sector comercio en la ciudad de Bogotá. Indagando en algunas organizaciones como está estructurada la gestión financiera con el propósito de establecer una posible correlación con el acceso al financiamiento considerando esta como una de las variables que contribuye en la generación de mejores oportunidades de crecimiento y distribución del ingreso en la sociedad. De igual forma se buscó caracterizar algunas variables clave dentro de la gestión financiera que podrían constituirse como marco de referencia para ser utilizadas por las PyMEs de manera que contribuya a una mejor gestión de sus recursos financieros y sus oportunidades de crecimiento.

Para desarrollar los propósitos de esta investigación, plantea González (2014) que seleccionó una población de 1465 PyMEs que reportaron información a la Superintendencia de Sociedades entre 2008 a 2013; el tipo de investigación corresponde a un enfoque cuantitativo, no experimental, longitudinal, exploratorio y correlacional. La investigación parte en primer lugar de una revisión del estado del arte sobre las variables de estudio: gestión financiera y el financiamiento; en segundo lugar, se realizó una exploración de la gestión financiera dentro de las organizaciones y finalmente se analizó la evidencia recolectada para determinar una relación entre la gestión financiera y el acceso al financiamiento con el propósito de proponer a las PyMEs lineamientos de mejora en los procesos de gestión financiera.

Las conclusiones a las que llega la investigación de González (2014) es que las empresas que tienen una gestión deficiente en su capital de trabajo buscan apoyo en alternativas de financiamiento a corto plazo; de igual forma se observó que las empresas con una mejor eficiencia en sus operaciones son aquellas que presentan mayores alternativas de financiamiento. A nivel general se identificó que existe una asociación positiva entre los elementos de gestión financiera, liquidez y eficiencia principalmente, y las alternativas de financiamiento a largo plazo y de tipo financiero.

El trabajo de maestría de Berardo (2014) titulado “Financiamiento de PyMEs en el Mercado de Capitales”, de la Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional del Litoral, En el trabajo se analizó la viabilidad que existe para que una empresa PyME acceda a financiarse en el mercado de capitales con el fin de reemplazar su actual estructura de financiamiento. El mismo contó con un marco teórico donde se expusieron los principales modelos utilizados, entre los cuales se pueden enumerar: La Teoría Clásica de las Series de Tiempo, utilizada para estimar la tendencia futura de las ventas; el Modelo de Regresión Lineal Simple, aplicado para conocer las relaciones existentes entre las diferentes cuentas del Balance General y el nivel de ventas; y por último el Modelo del Enfoque del Porcentaje de Ventas con el cual se pudo confeccionar los Balances Pro Forma.

Por otra parte, el trabajo de Berardo (2014) contó con una parte de desarrollo en donde se aplicó a la situación específica de la firma los modelos teóricos antes desarrollados y por último se llegó a una conclusión que se desprendió del análisis de los índices financieros obtenidos de la información recopilada y de las proyecciones realizadas. Esta conclusión plantea que Rizzi Distribuciones lograría mejoras en sus

indicadores de Liquidez y Rentabilidad si accediera al mercado de capitales para financiarse.

Los antecedentes señalados permiten establecer lo siguiente: la importancia de las PyMEs en la economía por ser generadoras de empleo y grandes contribuyentes a la producción nacional; las necesidades financieras del sector y el poco acceso crediticio del cual disponen; por último, el mercado de capitales es una opción de financiamiento a las PyMEs en los actuales momentos y éstas deben explorar los instrumentos financieros que proveen dichos mercados.



## **Capítulo II**

### **Objetivo General y Objetivos Específicos**

#### **2. Objetivos**

##### **2.1 Objetivo general**

-Analizar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales como estrategia para el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas ubicadas en Córdoba, Argentina.

##### **2.2 Objetivos específicos**

-Identificar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs especialmente los lineamientos de la ley 27440 de financiamiento productivo.

-Caracterizar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales dirigido a pequeñas y medianas empresas de Córdoba.

-Examinar las competencias de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales desde la postura de expertos en el área de la ciudad de Córdoba.

-Conocer las incidencias de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales en pequeñas y medianas empresas de Córdoba.

## **Capítulo III Marco Teórico**

### **3. Marco teórico**

El marco teórico consiste en una revisión detallada que se realiza a libros, documentos y otras investigaciones que tienen relación con las variables a investigar. Para desarrollar la presente investigación en sus bases teóricas, se partió del objetivo general: “Analizar los instrumentos financieros del mercado de capitales como estrategia para el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas ubicadas en Córdoba, Argentina”.

#### **3.1. Las Pequeñas y Medianas Empresas**

Los agentes económicos (las familias, las empresas y el sector público) en muchas oportunidades desean gastar o invertir más que su nivel de ingresos, razón por la cual necesitan financiamiento, y demandan los ahorros de las unidades superavitarias para cubrir su déficit. En el caso de las pequeñas y medianas empresas, éstas se caracterizan por ser unidades productivas generalmente administradas por un grupo familiar, que reúnen recursos materiales, humanos y financieros para la obtención de bienes y servicios y, a la vez, proveerse de un margen de ganancia que permita su permanencia en el tiempo.

Las micro, pequeñas y medianas empresas funcionan de forma diferente a las grandes empresas. Con un objetivo claro de subsistir y perdurar, las MIPyMEs están conformadas y administradas por un grupo familiar, o de amigos; son generadoras de empleos directos e indirectos en el país; sin embargo, a la hora de solicitar fuentes de financiamiento externo, son un sector clásicamente desatendido. Según Cleri (2007),

Las PyMEs “son entidades diferentes de las grandes empresas. No su réplica enana. Sólo algunas llegan a grandes, mientras que el resto mantiene la dimensión que le da origen y razón” (pág. 37). Sin embargo, también advierte que la obsesión por crecer las puede llevar a tomar decisiones incorrectas. Al respecto, Cleri (2007), indica lo siguiente: “La falta de meditación y crecimiento no planificado, especialmente cuando se abusa del financiamiento, puede provocar daños irreparables” (pág. 37).

Así mismo, para considerar una empresa pequeña o mediana existen varias clasificaciones: la cantidad de empleados que ocupa; la cantidad de activos que posee y el volumen de capitales que pueda movilizar. Sin embargo, en muchos países prevalece el criterio del número de empleados. Generalmente, las empresas que ocupan hasta 6 personas se consideran microempresas; entre 7 y 50 empleados pequeñas empresas; y de 51 hasta 300 empleados una mediana empresa.

En este sentido, la Secretaría de Emprendedores y PyMEs del Ministerio de Producción (2018), a través de la resolución 154/2018 actualiza la clasificación de las PyMEs y el cómo ubicarlas de acuerdo a su tamaño, según los siguientes criterios: el número de empleados que posea en su nómina y según la resolución 220/2019 del mes de abril del 2019, actualiza los criterios según monto de la facturación que haya realizado en los últimos tres años. Las tablas N° 1 y 2 reflejan la actualización realizada por el Ministerio de Producción a través de la Secretaría de Emprendedores considerando la variable Personal y Ventas.

Tabla 1.

*Clasificación de las PyMEs considerando la variable Personal*

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

Fuente: Secretaria de Emprendedores y PyMEs del Ministerio de Producción, resolución 154/2018, (Secretaría de Emprendedores y PyMEs del Ministerio de Producción , 2018).

Tabla 2.

*Clasificación de las PyMEs considerando la variable Ventas.*

CATEGORÍA	CONSTRUCCIÓN	SERVICIOS	COMERCIO	INDUSTRIA Y MINERÍA	AGROPECUARIO
MICRO	12.710.000	6.740.000	23.560.000	21.990.000	10.150.000
PEQUEÑA	75.380.000	40.410.000	141.680.000	157.740.000	38.180.000
MEDIANA Tramo 1	420.570.000	337.200.000	1.190.400.000	986.080.000	272.020.000
MEDIANA Tramo 2	630.790.000	481.570.000	1.700.590.000	1.441.090.000	431.450.000

Fuente: Secretaria de Emprendedores y PyMEs del Ministerio de Producción, resolución 220/2019, (Ministerio de Producción y Trabajo, 2019).

Además, el Ministerio de Producción y Trabajo (2019) , incorpora los siguientes parámetros: agrega la opción de compartir datos a organismos privados, con el objetivo de facilitar el acceso a líneas especiales de financiamiento, simplificar trámites y propiciar la transparencia. Las PyMEs que no deseen compartir información no perderán los beneficios fiscales del Registro PyME; simplifica y se agiliza el trámite de PyMEs integrantes de un grupo económico; unifica el cuerpo normativo PyME con el agrupamiento de las resoluciones PyME, de categorización y de certificado PyME para facilitar el acceso y gestión; y por último, las empresas que se ubiquen dentro de

estos nuevos parámetros, estarán en condiciones de acceder a los beneficios que brinda la Ley PyME como medidas de alivio en materia administrativa y fiscal.

En otro orden de ideas, las pequeñas y medianas empresas presentan fortalezas y debilidades en atención a sus características y estructura preconcebida. Parafraseando a Cleri (2007), entre las fortalezas se destacan: flexibilidad por ser pequeñas y dinámicas; carácter pionero por su emprendimiento novedoso; grandes proveedoras de bienes y servicios; son innovadoras y creativas; principales empleadoras de mano de obra; grandes contribuyentes del Estado; permiten el equilibrio regional, entre otros. Sus principales debilidades son: alta mortalidad; sensibles a los entornos negativos; retraso tecnológico; dificultades de acceso al financiamiento; carencia de estrategias por ser poco planificadoras; problemas de gestión, formación y comunicación; operan con bajos volúmenes de producción porque no cuentan con la cantidad de recursos necesarios lo que genera baja productividad, entre otros.

Con respecto a las estrategias, Cleri (2007), plantea que existe una carencia de éstas a causa de un “funcionamiento anárquico y no planificado, basado en el instinto y la imprevisión. No posee estrategia que ordene y facilite el alcance de los objetivos propuestos” (pág. 48). Igualmente, explica Cleri (2007) que la estrategia es responsabilidad de quien conduce o dirige la empresa, pero “es conveniente compartir el proceso de análisis con otros miembros de la organización y hasta recurrir al auxilio experto de fuera de la organización” (pág. 89). Así mismo, afirma Cleri (2007) que en las PyMEs, “normalmente las estrategias son emergentes, es decir, tienen mucha informalidad o a lo sumo, son combinadas y, por lo general, impuestas desde la dirección” (pág. 95).

Otros aspectos a considerar es que, en un gran número de países, tanto desarrollados como en vías de desarrollo, no hay disenso sobre la valía de las pymes por su aporte a la creación de empleo y al producto bruto interno. Hacia estas empresas se dirigen numerosas políticas cuyo fin es su crecimiento y desarrollo, con absoluta certeza de que las pymes favorecen el progreso económico de las distintas regiones, dinamizando mercados y con una alta capacidad de adaptarse a cambios en su entorno.

Igualmente, junto a otras problemáticas (como parte de las expresadas en puntos anteriores) la presión impositiva, la debilidad institucional (laboral, judicial, entre otros), las barreras culturales o la carencia de conocimiento respecto a las opciones de financiamiento y sus beneficios por sobre los fondos propios, las pymes enfrentan la falta de habilidades para poder presentar correctamente la información, la resistencia a la contratación de consultores o la negación a incorporar socios y diluir su capital. Es importante insistir en la dificultad que tienen las pequeñas y medianas empresas para lograr financiamiento en condiciones normales y, en especial, en países en desarrollo con mayor exposición a crisis financieras, donde las pymes están expuestas al racionamiento del crédito, lo que perjudica su estructura financiera, tornándolas más vulnerables, y en ocasiones, desplazándolas hacia el crédito informal, donde las tasas de interés son altas, provocando así círculos viciosos (Erpen, 2017).

Esta debilidad en el financiamiento de la pequeña y mediana empresa es lo que lleva a la búsqueda de nuevos instrumentos. Es en el mercado de capitales y en las bolsas de comercio en particular que estas empresas pueden acceder a estos instrumentos, tomando el más adaptable a sus necesidades.

Así mismo, la Comisión Nacional de Valores (2018) establece una clasificación de PyMEs, de acuerdo a la siguiente tabla:

Tabla 3.

*Categorización PyME de la CNV – Resolución 772/2018.*

Sector				
Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
\$363.100.000	\$ 1.212.800.000	\$1.431.200.000	\$412.800.000	\$568.300.000

Fuente: Resolución General 772/2018 (BO: 27/11/2018)

(Comisión Nacional de Valores, 2018).

Así mismo, la resolución general 743/2018, (Comisión Nacional de Valores, 2018) , en su artículo N° 2, indica que:

Artículo 2 – Se entenderá por ingresos totales anuales, el valor de los ingresos que surja del promedio de los últimos tres estados contables anuales o información contable equivalente, adecuadamente documentada, excluidos el impuesto al valor agregado, el impuesto interno que pudiera corresponder y deducidos los ingresos provenientes del exterior que surjan de los mencionados estados contables o información contable hasta un máximo del setenta y cinco por ciento (75%) de dichas exportaciones. Los estados contables anuales admitidos podrán ser los aprobados de acuerdo con los procedimientos previstos en el régimen vigente del caso según el tipo de emisor, correspondientes a los últimos tres ejercicios económicos anuales finalizados con anterioridad a los seis meses previos a la fecha de presentación de la solicitud ante este organismo (pág. 1).

En el mismo orden de ideas, no serán consideradas PyMEs para la Comisión Nacional de Valores (2018), las entidades bancarias, las compañías de seguro y los mercados autorizados a funcionar por la CNV. Tampoco será considerada PyME aquella que reuniendo los requisitos previos está controlada o vinculada a otra empresa o grupo económico que no revista la condición de PyME CNV. En caso de entidades

controladas, el 20% o más del capital y/o de los derechos políticos de las entidades incluidas en la nueva definición de PyME CNV no deberán pertenecer a otras entidades que no encuadren en las definiciones legales de PyME CNV.

### **3.2. Mercados de Capitales**

Los mercados financieros son puntos de encuentro entre proveedores de fondos e inversionistas. Según Gitman y Zutter (2012), “Son foros organizados en los que los proveedores y solicitantes de varios tipos de fondos realizan transacciones” (pág. 29). En los mercados financieros intervienen principalmente: los intermediarios financieros, los proveedores de fondos o ahorristas y los inversionistas. También existe la presencia gubernamental para regular su funcionamiento y determinar la carga impositiva que pueda generarse en las transacciones.

Los mercados financieros se dividen en: mercado de dinero y mercado de capitales. En este sentido, Gitman y Zutter (2012), plantean lo siguiente:

Los dos mercados financieros clave son el mercado de dinero y el mercado de capitales. Las transacciones en instrumentos de deuda a corto plazo, o valores negociables, se llevan a cabo en el *mercado de dinero*. Los valores a largo plazo (bonos y acciones) se negocian en el *mercado de capitales* (pág. 31).

Los mercados de capitales, son mercados financieros de largo plazo. Según Gitman y Zutter (2012), “Es un mercado que permite a los proveedores y solicitantes de fondos a largo plazo realizar transacciones. Esto incluye los emisores de bonos y valores” (pág. 32). Igualmente, plantean que: “desde la perspectiva de una empresa, el papel del mercado de capitales es lograr convertirse en un mercado con liquidez donde



las empresas puedan interactuar con otros inversionistas, para obtener recursos valiosos” (pág. 36).

El objetivo del mercado de capitales es lograr conectar las unidades excedentarias en fondos con unidades deficitarias de los mismos, obteniendo comisiones por su intervención y fijando, para los diferentes activos financieros precios justos (Dunrauf, 2013).

Igualmente, se tiene la definición más amplia del Mercado de Capitales según la Bolsa de Valores de Buenos Aires, citado por Ballestrin (2018):

El mercado de capitales es el ámbito en el que se negocian activos financieros de corto, mediano y largo plazo. En él se encuentran aquellos que ahorran y quienes buscan financiamiento, los primeros comprando (demandantes) y los segundos vendiendo (oferentes) dichos activos. Quienes ahorran son los inversores, y quienes buscan financiamiento en el mercado de capitales son las empresas y el Estado. Este flujo ahorro-inversión contribuye al desarrollo económico, ya que los recursos de los ahorristas son puestos al servicio de las inversiones productivas (pág. 7).

Ahora bien, siguiendo algunas ideas de Erpen (2017) ¿Cómo puede una PyME obtener financiamiento en el mercado de capitales? Si se parte de la ecuación patrimonial de una empresa:  $\text{Activo} = \text{Pasivo} + \text{Capital}$ , el activo refleja la situación económica a través de la adecuada distribución de sus elementos (materias primas, materiales, efectivo, maquinarias, equipos, infraestructura, entre otros). En cambio, el pasivo más el capital reflejan la situación financiera de la empresa, es decir, como éstos han financiado a los activos. Si la empresa obtiene algún tipo de financiamiento,

aumenta su pasivo o si emite acciones, aumenta su capital. A este tipo de financiamiento se conoce como emisiones dentro del balance (*on balance sheet*).

En este tipo de financiamiento, el emisor de los valores negociables es la propia empresa que busca el recurso financiero y dicha emisión cuenta con el respaldo de los activos y todo el patrimonio empresarial. En este sentido, el inversionista debe realizar un análisis global de la empresa para determinar la conveniencia y cumplimiento de las condiciones (Erpen, 2017).

Otra forma de financiamiento en el mercado de capitales, parafraseando a Erpen (2017) son las emisiones “Fuera de la Hoja del Balance” (*off balance sheet*), cuyas características son: “La empresa cuando busca el financiamiento separa de su balance un conjunto de activos líquidos (por ejemplos facturas por cobrar) y los cede a la figura financiera denominada “Vehículo”. En Argentina, el más utilizado es el fideicomiso financiero” (pág. 83). Con las emisiones fuera del balance, destaca Erpen (2017), la empresa alcanza los siguientes objetivos: 1) obtiene liquidez a cambio de activos líquidos o flujos de fondos futuros cedidos al fideicomiso; y 2) deriva a los inversionistas el riesgo de incobrabilidad de esos activos líquidos separados de su balance.

En resumen, es tarea del asesor financiero de la empresa decidir lo más conveniente para la misma en atención a sus necesidades financieras más inmediata y a su estructura patrimonial.

### **3.3. Instrumentos Financieros**

Las Pequeñas y Medianas Empresas tienen necesidades de financiamiento en forma permanente. Tradicionalmente, las PyMEs recurren a fondos que aportan los accionistas

o de préstamos de los proveedores o bancarios. Las necesidades financieras pueden ser de corto, mediano y largo plazo. De corto plazo, se hace referencia a necesidades de capital de trabajo para adquirir los insumos necesarios que garanticen la actividad productiva de la empresa. Así mismo, para cubrir gastos de nómina o situaciones críticas como, por ejemplo, la compra de un repuesto o piezas para impedir que se detenga la línea de producción y cuyos gastos exceden el flujo de efectivo de la empresa.

Igualmente, Cleri (2007), expresa que “organizar a la empresa para enfrentar los cambios que se producen en el escenario es virtud imprescindible de los dirigentes contemporáneos” (pág. 335). Es decir, corresponde al Estado proponer políticas favorables a este sector que tanto las demanda y necesita para su subsistencia.

En este sentido, Erpen (2017), plantea que el mercado de capitales ofrece una gama de instrumentos financieros a las PyMEs para necesidades de dinero de corto, mediano y largo plazo. Los principales instrumentos de financiamiento que el mercado de capitales argentino les brinda a las pymes son:

a) Cheques de pago diferido avalados y patrocinados.

“Es un instrumento de deuda de corto plazo del tipo cero cupón, ya que el inversor que lo compra pagará un monto inferior al que recibirá al vencimiento” (Ballestrin M. , 2018, pág. 81)

El sistema de negociación de este tipo de instrumentos, según Bolsa de Comercio de Buenos Aires (2018), son los siguientes:

- 1) El sistema patrocinado, una empresa es autorizada por el Merval para que los cheques que emitió para financiar sus actividades se negocien en el mercado de capitales.

- 2) En el sistema avalado, las pequeñas y medianas empresas pueden negociar cheques propios o de terceros, a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR) autorizada por el Merval que garantiza su pago.
- 3) En el sistema de cheques endosados, las sociedades listadas con acciones y obligaciones negociables en el Merval pueden negociar los cheques de sus clientes en el mercado (pág. 1).

El trámite a seguir para el cheque del pago diferido es el siguiente:

Según Erpen (2015), El Cheque de Pago Diferido es un instrumento de deuda con un plazo máximo de emisión de 360 días y del tipo cupón cero, ya que el inversor lo compra a un valor inferior al que recibirá al vencimiento del mismo. El artículo 54 de la ley 24.452 define al cheque como:

Una orden de pago librada a días vista, a contar desde su presentación para registro en una entidad autorizada, contra la misma u otra en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, dentro de los límites de registro que autorice el girado (Erpen, 2015, pág. 58).

b) Pagaré bursátil con aval de las SGR.

“Es un valor negociable de renta fija de corto o mediano plazo. Igualmente, es un instrumento autorizado a la oferta pública y pueden ser negociados en los mercados autorizados” (Ballestrin M. , 2018, pág. 89).

Otro aspecto a considerar con el pagaré bursátil, es su descuento como una obligación negociable de corto plazo en el Mercado de Capitales. En este sentido Erpen (2015), señala que el Pagaré Bursátil, en este caso se considera como un valor representativo de deuda, que puede ser negociado en los mercados. Los Pagarés

autorizados a negociar “están definidos por las siguientes características: Pagarés patrocinados por la entidad libradora o endosante, Pagarés avalados, Pagarés librados por el Estado Nacional, Estados Provinciales, los Gobiernos Autónomos, los Municipios, los Entes Autárquicos y las Empresas y Sociedades del Estado” (pág. 58).

Igualmente, plantea Erpen (2015) :

Tienen un plazo mínimo de 180 días y un máximo de tres (3) años y pueden estar denominados en pesos o en dólares. Los pagarés se negocian como un bono cupón cero: el inversor los compra a un precio inferior a su valor nominal (el descuento) y al vencimiento recibe el importe del valor nominal del Pagaré. La diferencia entre el precio pagado y el capital recibido es el rendimiento que obtiene el inversor (pág. 58).

c) Fideicomisos Financieros (Ley 24441 y normativas de la CNV).

Según Ballestrin (2018), el fideicomiso financiero:

Es un *fideicomiso específico* en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero. Los beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes transmitidos (pág. 124).

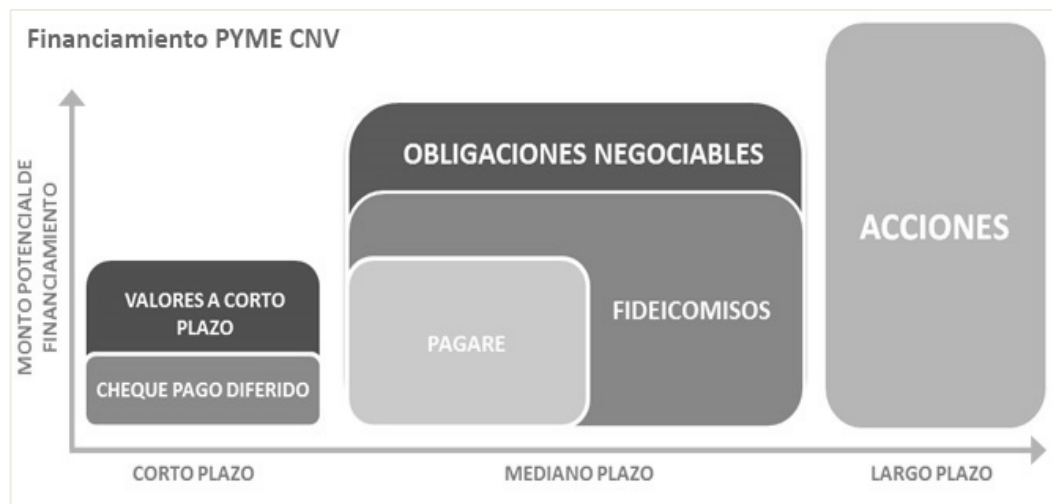
d) Obligaciones negociables garantizadas (avaladas), Régimen Pyme CNV.

Según Erpen (2017) “Las PyMEs reciben en forma automática la autorización de oferta pública y cotización, previo registro de la emisión y cumplimiento de los requisitos de información” (pág. 96).

e) Acciones PyMEs (con aval de SGR).

“A través de la cotización bursátil de acciones, las PyMEs pueden obtener recursos financieros a través de la incorporación de nuevos socios, capitalizarse y buscar la optimización de su estructura financiera” (Erpen, 2017, pág. 96).

La figura N°1 representa los plazos y monto potencial de financiamiento de los instrumentos tradicionales. Información suministrada por la Comisión Nacional de Valores. (Comisión Nacional de Valores, 2018)



*Figura 1.* Plazos y monto potencial de financiamiento de los instrumentos tradicionales.

Fuente: Comisión Nacional de Valores, 2018.

El nuevo régimen de Obligaciones Negociables garantizadas es un instrumento de mediano y largo plazo que permite a las pymes obtener financiamiento en un trámite sencillo y rápido, a realizarse en forma electrónica, pudiendo delegarse el mismo a la Entidad de Garantía (Comisión Nacional de Valores, 2018).

Es necesario dejar en claro que participan en forma complementaria del mercado de capitales argentino las sociedades calificadoras de riesgo y las sociedades de garantía recíproca (SGR), que son fondos constituidos por la desgravación impositiva del

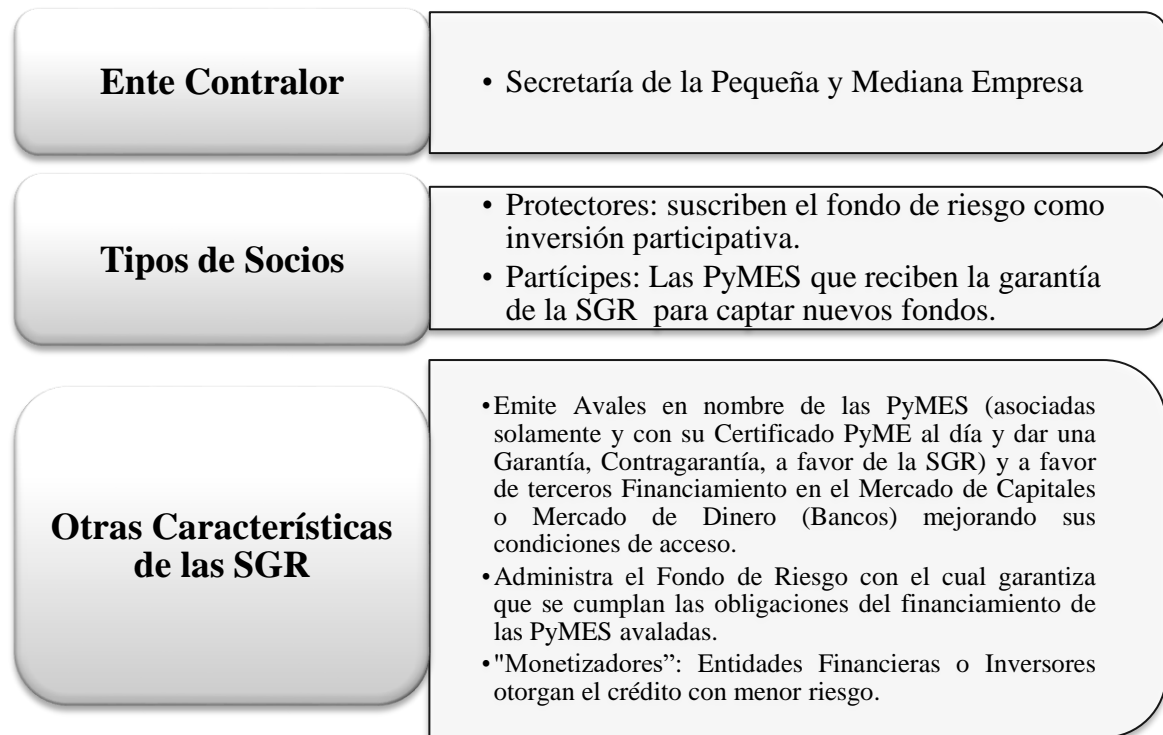
impuesto a las ganancias, reglamentados por las leyes 24467 (1995), 25300 y 19550, cuyo objeto es brindar apoyo financiero a las pequeñas y medianas empresas. Nacen con capital privado, público o mixto, bajo el contralor de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (SEPyME).

Sociedad de Garantías Recíprocas (SGR)

Como aval de las PyMEs, se tiene la opción de la Sociedad de Garantías Recíprocas (SGR), su definición, según Merlo (2018), es la siguiente:

Son fondos constituidos por la desgravación impositiva del Impuesto a las Ganancias, reglamentados por Ley 24.467 (1995), 25.300 y 19.550, cuyo objeto es brindar apoyo financiero a Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs). Nace en 1994 con capital privado, público o mixto (Fondos de Garantía Provinciales como FOGABA) (pág. 12).

La figura N° 2 señala la estructura y características que presenta la SGR en Argentina:



*Figura 2. Estructura y Características de las SGR.*

Fuente: (Merlo, 2018, pág. 12).

Es importante señalar que es en el 5° Simposio de Mercado de Capitales y Finanzas Corporativas (2018), donde el presidente de la Comisión Nacional de Valores, Marcos Ayerra, resaltó que se está refundando este organismo. Esto implica actualizar y modernizar regulaciones, copiar lo bueno que del particular se hace en otros países, democratizar además el mercado de capitales, mejorar las herramientas de protección al inversor, llevando a cabo cambios culturales fundamentales, en la búsqueda de un rol social para el mercado de capitales, con el deber de lograr un mercado basado en la tecnología (Instituto Argentino de Ejecutivo de Finanzas, 2018).

El 11 de mayo de 2018, se publicó en el Boletín Oficial la Ley N° 27440 de Financiamiento Productivo. Para ello se crean y se modifican algunas herramientas financieras. Con ella, según plantea Mora Alfonsín (2018), “Las PyMEs van a poder emitir una factura por un bien o servicio a un tercero y después ir al mercado financiero



a cambiarlo por efectivo en el momento sin que esto perjudique su crédito” (pág. 1), Algunos de los aspectos de la ley más importantes y que favorecen el impulso al financiamiento de las pymes son:

-La introducción de la Factura de Crédito Electrónica para MIPyMEs que facturen operaciones comerciales a grandes empresas, les facilita descontar sus facturas a tasas inferiores a las que estas pueden acceder, incorporando así un nuevo instrumento de corto plazo.

-Esta Ley, modifica el artículo 284 de la Ley General de Sociedades, permitiendo a las PyMEs CNV que realicen oferta pública de obligaciones negociables garantizadas, tener sindicatura unipersonal o prescindir de ésta si lo prevé su estatuto.

-Incorpora la exención impositiva a la oferta pública de pagarés, que se negocien en mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores, debiendo la AFIP reglamentar esta exención a los efectos de hacerla operativa.

-Respecto a los Fideicomisos Financieros prevé algunas modificaciones, como es la eliminación del requisito de inscripción registral, a los Fideicomisos Financieros con oferta pública (Congreso Argentino, 2018).

Un aspecto crítico y de fundamental importancia es lograr un sistema de Negociación Electrónica y la conexión de este entre los distintos mercados de la República Argentina. Este tema está en la agenda de la C.N.V, y es una recomendación de IOSCO (International Organization of Securities Commissions), órgano de cooperación internacional que reúne a los reguladores de Mercados de Valores en el mundo. Y propende a que los mercados sean más transparentes, eficientes con mayor protección a los inversores y a lograr una Federalización de los mercados. (Actualmente

el 90 % de los mercados de valores del mundo es regulado por sus miembros). Este requerimiento se ha incluido en la Ley 27440 que el Congreso de la República Argentina sancionó el 11 de mayo de 2018. (Ballestrin M. , 2018).

Sin embargo, según Rasiparda (2018), en conferencia de prensa de la AFIP, se plantearon las últimas consideraciones al respecto sobre la instrumentación de la Factura de Crédito Electrónica MIPyMEs, y se informó que:

“En Argentina el mercado de factoring que es la posibilidad de una compañía de traspasar el crédito de su factura y obtener mediante un descuento el dinero de la operación es del 0,5% del PBI, cruzando la cordillera es el 10%, nosotros podemos crecer 20 veces y eso tiene un impacto impresionante en la pequeña y mediana empresa, porque puede descontar, puede acceder al financiamiento con el riesgo de la empresa grande, teniendo en cuenta que el hecho de que la factura se pague o no depende de la empresa grande”. Esto tiene un gran impacto financiero y puede ayudar al cumplimiento de las obligaciones de las pymes. Con respecto a los plazos a partir de los cuales este sistema se encontrará operativo, se señaló que se espera poder contar en el primer trimestre del año que viene con la implementación para los primeros sectores, entre los que se encuentran la industria automotriz, y luego seguir escalando en el resto de la economía (pág. 3).

La emisión de la factura electrónica comenzó en marzo del año 2019, con la industria automotriz con un monto mínimo entre 8 y 9 millones de pesos, en una primera etapa. Luego, espera abrirse a todos los sectores económicos sin un mínimo de operación. Es importante destacar que para la AFIP (2019) , El objetivo principal de la factura electrónica es el siguiente:

El impulso al financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas. Su finalidad es desarrollar un mecanismo que mejore las condiciones de financiación de dichas empresas y les permita aumentar su productividad, mediante el cobro anticipado de los créditos y de los documentos por cobrar emitidos a sus clientes y/o deudores, con los que hubieran celebrado una venta de bienes, locación de cosas muebles u obras o prestación de servicios a plazo (pág. 2).

En junio de 2019, mediante el decreto 382/2019 publicado en el Boletín Oficial (2019), se oficializa la reglamentación de la ley de financiamiento productivo. De esta forma, según la medida, los fideicomisos y los fondos comunes de inversión comprendidos en el artículo 205 de la Ley N° 27.440, “son aquellos cuyo objeto sea el desarrollo de y/o inversión directa en proyectos inmobiliarios, agropecuarios, forestales y/o de infraestructura y el financiamiento o la inversión en cualquier tipo de proyecto, empresa o activos a través de valores negociables” (pág. 1).

A juicio de los analistas, los instrumentos de la ley de financiamiento productivo permiten canalizar el ahorro o inversión a través del mercado de capitales en forma más eficiente con respecto a las alternativas tradicionales. Según Caveggia (2019) “El proyecto de inversión no es impactado por el impuesto a la renta y los inversores difieren el gravamen hasta su percepción y, en algunos casos, a alícuotas menores. Esta combinación debería mejorar en teoría las tasas de financiamiento de los proyectos y sus retornos esperados” (pág. 3).

## **Capítulo IV**

### **Marco Metodológico**

#### **4.1. Tipo de Investigación**

El tipo de estudio a utilizar básicamente en el presente trabajo es el exploratorio. Este tiene como propósito examinar un problema de investigación que ha sido poco estudiado, del que se tienen muchas dudas o que no ha sido abordado antes. En este caso es analizar los efectos de la legislación y las posteriores reformas en cuanto los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs.

El método exploratorio también permite abordar un problema ya estudiado desde nuevas perspectivas. Este tipo de estudio permite acercarse a un tema novedoso o poco estudiado. Es posible que eventualmente sea necesario recurrir al tipo descriptivo, el cual permite especificar propiedades, características y perfiles (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2004).

Se ha elegido este tipo de estudio debido al tema abordado en la presente investigación. El mismo trata sobre el alcance que tienen las leyes actuales en los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs y la Ley 27440. En este sentido, fue necesario analizar las fuentes legales, financieras y del mercado de valores por separado, para lograr una sistematización que aclare el alcance de la aplicación del principio en estudio dentro de la materia de cumplimiento legal.

#### **4.2. Diseño de la Investigación**

En cuanto a la estrategia metodológica, se utilizó principalmente el método cualitativo. La investigación cualitativa supone una comprensión holística y pone el énfasis en la profundidad. Su principal objetivo científico es la comprensión de los

hechos. El investigador y el objeto de investigación están interrelacionados, interaccionando e influyendo mutuamente.

Se ha optado por esta metodología por ser una estrategia de investigación fundamentada en una descripción contextual depurada y rigurosa del evento, conducta o situación, que garantiza la máxima objetividad en la captación de la realidad, con el fin de que la correspondiente recolección sistemática de datos posibilite un análisis que lleve a la obtención de un conocimiento válido con suficiente potencia explicativa (Figueras Rábano, García Lasso, & Higuera Pareja, 2005).

### **4.3. Población y Muestra**

La revisión como trabajo sistemático y ordenador de búsqueda de información bibliográfica, implica detectar y seleccionar materiales significativos en función del interrogante planteado. Las fuentes de información son aquellas obras o productos de comunicación científica que se presentan en diferentes formatos, periodicidad y sistematicidad. Según la clasificación realizada por Yuni y Urbano (2003), se pueden distinguir tres tipos de fuentes:

- *Primarias*, que son aquellas en las que los autores informan directamente de los resultados de sus estudios: libros, artículos especializados, tesis, entre otros. Estas fuentes son de mucho interés para el investigador. En el presente trabajo serán fuentes los artículos referidos a los distintos instrumentos de financiamiento del mercado de capitales argentino como así también los cambios en las normativas que introduce la Ley 27440 de Financiamiento Productivo.

- *Secundarias*: son las que se someten a un proceso de reelaboración a las fuentes primarias. Permiten una rápida visión del estado actual del debate del tema y la detección de autores y hallazgos relevantes. Son publicaciones de autores en las que se

informa sobre trabajos realizados. En el presente trabajo se utilizarán como fuentes secundarias las publicaciones de doctrina, y los informes de organismos especializados como la Comisión Nacional de valores. El análisis de este material permitirá formar una idea clara sobre el estado del objeto de investigación y sus perspectivas futuras.

- *Terciarias o de referencias generales*: una gran cantidad de documentos comprenden títulos de publicaciones, y boletines, conferencias, listas de nombres de centros de investigación y otras instituciones que pueden haber realizado trabajos sobre el tema en estudio. Las mismas permiten acceder rápidamente a una serie de referencias en base a las cuales se detectan las fuentes anteriores. En el presente trabajo se consultarán base de datos varias, sobre todo aquellas del ámbito legal.

Como algunas de las consultadas se puede nombrar: boletines mensuales y trimestrales de la Comisión Nacional de Valores, publicaciones del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas, publicaciones del Instituto Argentino de Mercados de Capitales, para Instrumentos de financiamiento del mercado de capitales.

Igualmente, se realizará una entrevista estructurada cerrada a seis entendidos en el área de instrumentos financieros en el mercado de capitales para las PyMEs de la ciudad de Córdoba. El criterio fue el siguiente: profesores, profesionales y empresarios con experiencia en el área. Es importante señalar, que se consideraron solamente entrevistas a expertos en el área dada la naturaleza de la investigación y la novedad de implementación de una herramienta del mercado de capitales dirigidas al fomento e impulso de las PyMEs en Córdoba.

#### **4.4. Técnicas de recolección de Información**

En cuanto a las técnicas de recolección de datos, se utilizó para este trabajo la revisión documental de la legislación y doctrina relativas al principio en estudio. La

finalidad fue recopilar información acerca del estado del arte con relación en normas de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs. Igualmente, se aplicó la técnica de la entrevista que según Arias (2012) “Es una técnica basada en un diálogo o conversación acerca de un tema previamente determinado, de tal manera que el entrevistador puede obtener la información requerida” (pág. 73).

Con respecto a las estrategias de análisis, existen diversas técnicas cualitativas que resultarán útiles para el desarrollo de la investigación. Tal es el caso del análisis de contenido, que es una forma particular de analizar documentos. Se pretendió analizar las ideas expresadas en el texto, siendo el significado de las palabras lo que se intenta aprender. Se sitúa en el ámbito de la investigación descriptiva y pretende descubrir los componentes básicos de un fenómeno determinado, extrayéndolos de un contenido. El análisis de contenido fue utilizado al momento de indagar sobre la regulación legal que presenta el tema en estudio (Figueras Rábano, García Lasso, & Higuera Pareja, 2005).

#### **4.5. Análisis y procesamiento de los datos**

El estudio de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs y la Ley 27440 se elaboró con el análisis de los últimos años del primer informe de resultados de investigación preliminar de búsqueda de material y bibliografía que se receipta expresamente al principio aludido.

En éstos se pudo observar si el principio ha evolucionado y el alcance que se le ha otorgado al mismo hasta la actualidad. No se puede dejar de analizar conjuntamente el principio de reforma de dicha ley, y a éstos, se anexó el estudio de opiniones doctrinarias que respalden o contrasten nuestras opiniones sobre el tema en estudio.

Finalmente, se puede decir que el estudio a realizar, si bien acotado, abordó la temática de manera holística contrastando la recepción legal del principio con su aplicación práctica, tratando así de resolver el problema de investigación que se plantea.

#### **4.6. Utilización de herramientas teóricas de análisis**

Para el desarrollo de la presente investigación, se hizo uso de las siguientes herramientas teóricas: En primer lugar, la base serán las normativas de la CNV y de la Ley de Financiamiento Productivo y los decretos que instrumentan cada uno de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las pymes. Igualmente, el Libro de Mercado de Capitales para no especialistas, que se utiliza como base para rendir idoneidad en la CNV y además en las especializaciones en mercado de capitales. Así mismo, se utilizará el material del “Curso integral de mercado de capitales” dictado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

Con respecto a los elementos estadísticos, donde se comparó la evolución de los últimos 3 años para cada instrumento de financiamiento, se hará uso de los informes mensuales y trimestrales que proporciona la CNV y ByMA. En atención a los datos e información como tasas de interés, para cada instrumento, se utilizaron las páginas web de Bolsar y ByMA, entre otras.

Para el abordaje metodológico, en el caso de la entrevista estructurada cerrada, por ser de enfoque cualitativo, la unidad objeto de estudio fue procesada en contrastación con la información teórica relacionada al área estudiada y con la obtención de hallazgos teóricos que contribuyen como aporte a otras investigaciones de manera que se pueda brindar de herramientas directas para el uso adecuado del marco legal y de la práctica



financiera que brinde la participación eficiente y eficaz de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de capitales.

Tabla 4.  
*Cuadro de Operacionalización de Variables*

<b>Objetivo General:</b>	Analizar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales como estrategia para el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas ubicadas en Córdoba, Argentina			
<b>Preguntas</b>	<b>Objetivos</b>	<b>Dimensiones</b>	<b>Variables</b>	<b>Instrumentos</b>
¿Cuáles son los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs, especialmente los lineamientos de la ley 27440 de financiamiento productivo?	Identificar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs especialmente los lineamientos de la ley 27440 de financiamiento productivo	Gerencial	Instrumentos Financieros La organización Mercado de Capitales	Se realizó investigación documental, de fuentes secundarias y relevantes sobre el tema.
¿Cómo son las diferentes formas de financiamiento del mercado de capitales a las que pueden acceder las PyMEs de Córdoba para mejorar sus resultados?	Caracterizar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales dirigido a pequeñas y medianas empresas de Córdoba	Financiera Legal	Instrumentos Financieros Mercado de Capitales	Se hizo uso de las herramientas teóricas, normativas de la CNV, ley de financiamiento productivo.
¿Cuáles son las competencias de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales desde la postura de expertos en el área de la ciudad de Córdoba ?	Examinar las competencias de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales desde la postura de expertos en el área de la ciudad de Córdoba	Financiera Gerencial	Instrumentos Financieros Mercado de Capitales	Se aplicó la entrevista estructurada a expertos en el área.
¿Cómo son las incidencias de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales en las PyMEs de Córdoba?	Conocer las incidencias de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales en pequeñas y medianas empresas de Córdoba.	Gerencial Financiera	Instrumentos Financieros PyMEs Mercado de Capitales	Se hizo uso de las herramientas teóricas, normativas de la CNV, ley de financiamiento productivo. Entrevista estructurada a expertos en el área.

Fuente: Elaboración propia. Año 2019.

## Capítulo V Análisis de datos

El análisis de datos, según Arias (2012), es el punto del trabajo de investigación donde se describen las distintas operaciones a las que serán sometidas los datos que se obtengan, es decir, clasificar, registrar, tabular o codificar, según sea el caso de cada investigación. En este sentido, se procesaron los datos de la entrevista estructurada haciendo uso de la estadística descriptiva, expresando los resultados en valores absolutos y relativos; y un gráfico de barra general presentando la tendencia de las respuestas. Un aspecto a destacar es que, el estudio considera las PyMEs de Córdoba, pero se tomó como punto de análisis la experiencia con las PyMEs de la ciudad de Córdoba a objeto de establecer una referencia de lo que sucede en el sector.

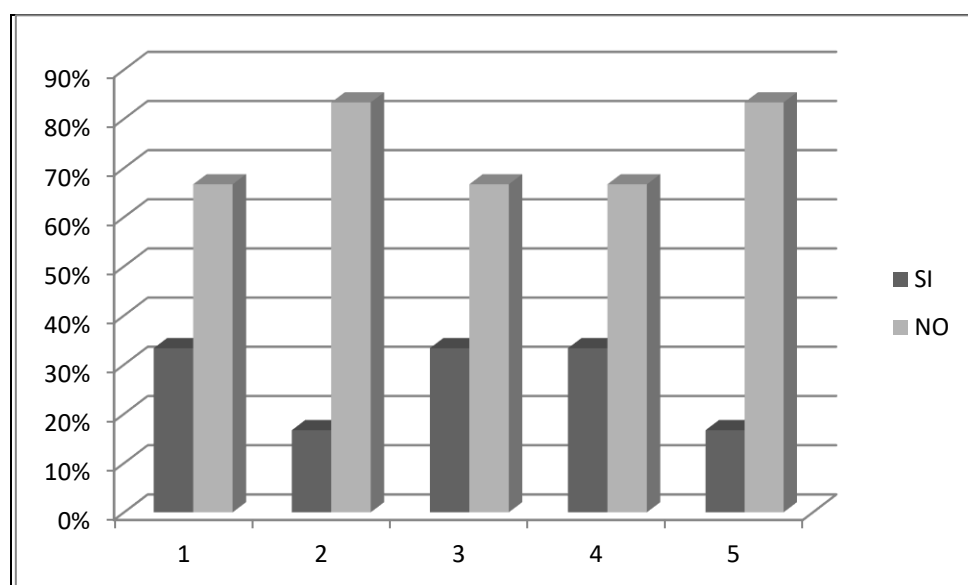
A continuación, la tabla N<sup>a</sup> 5, representa las respuestas a la entrevista estructurada cerrada realizada a seis (06) expertos del área en estudio.

Tabla 5.  
*Entrevista Estructurada Cerrada dirigida a Expertos del área de PyMEs y Mercado de Capitales.*

Preguntas	Opciones de Respuesta		
	Si	No	¿Desea agregar algo más?
1.- ¿Existe la suficiente madurez y confianza por parte de las PyMEs en la ciudad de Córdoba (y de Argentina) para asumir las nuevas alternativas de financiamiento como son los instrumentos financieros del mercado de capitales?	2	4	Introducir a las PyMEs en el mercado de capitales es novedoso, pero se necesita madurez y confianza por parte de las empresas. Es un mercado por explorar, aún falta. Si creo que puede ser una alternativa y el país la necesita para mejorar su posición internacional. Las PyMEs la han tenido difícil con el acceso a los instrumentos tradicionales de la banca, costará llevarlas a este sendero del mercado de capitales, pero es una buena alternativa. Las PyMEs deben organizarse a lo interno para cumplir los requisitos de este tipo de mercados.
2.- ¿Considera usted que ha existido contradicción en lo que se ofrece y lo que se instrumenta en materia de financiamiento a las PyMEs en el mercado de capitales?	1	5	Definitivamente no. La contradicción ha sido el poco acceso a instrumentos tradicionales de la banca. Se debe informar mejor sobre las bondades de

			estos instrumentos del mercado de capitales y como acceder. La mejor alternativa que se ofrece, aún no ha sido instrumentada.
3.- ¿Considera usted que aún existen elementos en materia legal que generan barreras para la incorporación total de las PyMEs en el mercado de capitales?	2	4	No. Solamente que las PyMEs deben cumplir con ciertos requisitos para acceder al mercado de capitales. La CNV ha procurado suavizar los requisitos para su acceso. Falta que se instrumente la ley de financiamiento productivo.
4.-¿Conocen las PyMEs de Córdoba de las oportunidades que se ofrecen en materia de instrumentos financieros en el mercado de capitales argentino?	2	4	Hay mucha publicidad en prensa y redes, pero falta mayor información y orientación al respecto. Hay que explicar bien como pueden acceder, el tema del mercado de valores es complejizante en cuanto a su forma y procesos. Se requiere mucha orientación aún.
5.-¿Se percibe mayor evolución y confianza en las PyMEs de la ciudad de Córdoba para utilizar o tener acceso a las instrumentos financieros del mercado de capitales?	1	4	La evolución la va a determinar la confianza que exista en materia de acceso al financiamiento por parte de estas empresas. Muchas empresas perciben que la oportunidad es solo para las medianas empresas, mejor organizadas y constituidas. Creo que falta madurez, pero confío en que evolucionara bien.

Fuente: Elaboración propia. Año 2018.



**Figura 3.** Resultados en Valores porcentuales de Entrevista Estructurada cerrada.  
Fuente: Elaboración propia, año 2018.

La entrevista estructurada cerrada fue realizada a seis (06) expertos: tres (03) en el área de PyMEs y mercado de Capitales, dos (02) profesores universitarios y un (01)

empresario con experiencia en el uso de instrumentos de financiamiento del mercado de capitales. En líneas generales, las respuestas obtenidas destacan que aún falta suficiente madurez y confianza por parte de las PyMEs para acceder a este tipo de mercados y esto obedece básicamente a lo siguiente: el poco acceso que han tenido las PyMEs a instrumentos de financiamiento tradicionales por efecto de la falta de garantías y requisitos confiables para la banca; la falta de habilidades para acceder a este tipo de instrumentos; problemas en la constitución legal de la empresa; miedo a asumir riesgos; falta de asesoramiento por parte de las cámaras que nuclean a las empresas; marcada reticencia de empresarios a la consulta externa y a la incorporación interna de profesionales en finanzas; entre otros.

Según cifras del Ministerio de Producción (2019), de las 82.089 PyMEs que existen en Córdoba para el año 2019, solamente un 66,20%, es decir 54.315 se encuentran debidamente registradas. Esta situación complementa parte de la afirmación que indica el por qué las PyMEs de Córdoba, y en general de Argentina, se ven limitadas a acceder a instrumentos financieros de los mercados de dinero y de capitales.

En este sentido, la presión de las PyMEs para ver opciones financieras a través del mercado de capitales es aún mayor. Al respecto, Martínez (2018) expresa lo siguiente sobre el mercado de capitales argentino:

El sector mueve hoy muy poco volumen, en su mayoría (más del 70 por ciento) es dinero que se canaliza al sector público por vía de títulos y de bonos nacionales, provinciales y municipales; son pocas las empresas que ven en el mercado un lugar donde buscar fondos para su actividad o sus proyectos; y los inversores locales conocen poco y siguen prefiriendo herramientas tradicionales para canalizar sus ahorros (pág. 1).

Sin embargo, se espera que el mercado de capitales argentino se convierta en una verdadera alternativa de financiamiento para estimular la producción de las PyMEs y que sirva de complemento al Sistema Bancario. Es por ello que aparecen opciones de financiamiento como el pagaré bursátil o la obligación negociable simple avalada por una sociedad de garantía recíproca (SGR); la simplificación de normas para operar y agilizar los procedimientos en este tipo de mercados; la nueva ley de financiamiento productivo 27440 aprobada en mayo de 2018, que desde marzo del 2019 se encuentra en etapa de instrumentación, entre otros.

Con relación en si existe contradicción en lo que se ofrece y lo que se instrumenta en materia de financiamiento a las PyMEs en el mercado de capitales, la respuesta de los expertos coincide casi en su totalidad en que no. El problema radica en la negativa experiencia de las PyMEs con los instrumentos financieros tradicionales de la banca a los cuales no ha tenido el acceso esperado. Por lo tanto, ven más alejada la posibilidad de negociar instrumentos con el mercado de capitales. Según las estadísticas de PyMEs que maneja el Instituto Argentino de Mercado de Capitales, señaladas por Merlo (2018), las PyMEs con acceso al mercado de capitales son un 7% y pertenecen básicamente al sector industrial. En el caso de financiamiento con la banca, solamente un 26% de las PyMEs en Argentina tienen acceso al mismo y en un 60% se financian con aportes propios.

Con respecto a si existen elementos en materia legal que generan barreras para la incorporación total de las PyMEs en el mercado de capitales, en opinión de los especialistas, realmente no existe barreras legales. El problema radica en la informalidad de un buen número de PyMEs argentinas en asuntos de constitución legal, facturación, contabilidad, manejo de impuestos, faltas de garantías reales, entre otros. El

mercado de capitales, así como la banca, exigen requisitos para ofrecer sus diferentes opciones financieras y cada empresa debe procurar estar formalmente organizada.

En el punto del conocimiento que tienen las PyMEs de Córdoba respecto a las oportunidades que se ofrecen en materia de instrumentos financieros en el mercado de capitales argentino, los entrevistados plantean que aún, cuando existe un despliegue informativo sobre las bondades del mercado de capitales hacia las PyMEs, ésta información requiere de explicación a través de charlas, talleres y eventos promovidos por la CNV y otras organizaciones referentes, para explicar, en palabras sencillas, cómo se puede tener acceso a dicho mercado.

Por último, con relación en el análisis de resultados de las entrevistas, se consultó a los expertos si se percibe mayor evolución y confianza en las PyMEs de la ciudad de Córdoba para utilizar o tener acceso a los instrumentos financieros del mercado de capitales y las respuestas generales es que aún falta mucho. Se necesita del factor confianza y creer que sí se puede ir a un mercado con opciones a invertir en valores y obtener oportunidades para hacer crecer el negocio. El sector industrial no debe ser el único con estas oportunidades de negocios.

## **Conclusiones Diagnósticas**

En el presente capítulo se realizó el análisis y procesamientos de datos derivado de la aplicación de una entrevista estructurada cerrada la cual fue realizada a seis (06) expertos: tres (03) en el área de PyMEs y mercado de Capitales, dos (02) profesores universitarios y un (01) empresario con experiencia en el uso de instrumentos de financiamiento del mercado de capitales.

Los resultados obtenidos de la aplicación del instrumento, destacan que, a juicio de los expertos, aún falta suficiente madurez y confianza por parte de las PyMEs para acceder a este tipo de mercados y esto obedece básicamente a que gran parte de estas empresas no se encuentran formalmente constituidas, falta de orientación adecuada, carecen de garantías reales o avales para acceder a los instrumentos del mercado de capitales; entre otros.

Igualmente, consideran que no existen elementos en materia legal que generan barreras para la incorporación total de las PyMEs en el mercado de capitales, pero éstas empresas conocen poco de las oportunidades que se ofrecen en materia de instrumentos financieros del mercado de capitales argentino. Por lo tanto, se requiere de mayor divulgación, información y confianza de las PyMEs sobre las bondades de este tipo de instrumentos y el acceso a ellos.

En resumen, de los resultados del análisis de la entrevista, emergen las siguientes categorías de análisis: la confianza en los mercados de capitales por parte de las PyMEs; la necesidad de garantías para acceder a ese tipo de mercados; y orientación a las PyMEs de cómo funcionan los instrumentos de financiamiento en el mercado de capitales. Si se fortalecen estos elementos emergentes del análisis de las entrevistas:

confianza, garantías y orientación, se puede contribuir a mejorar la participación de las PyMEs argentinas a instrumentos de financiamiento del mercado de capitales.

En este sentido, en opinión de Martínez (2018), si se dejan a un lado las urgencias del momento y se observa lo importante a mediano plazo, las novedades que ofrece el mercado de capitales, los instrumentos financieros y la simplificación de trámites, dejará sentadas las bases, de una vez por todas, para que éste se convierta en una alternativa de financiamiento de la producción de las pequeñas y medianas empresas que complemente al sistema bancario. Además, existe gran interés en que Argentina sea recalificada de país de “Frontera” a “Emergente” por parte de Morgan Stanley Capital International (MSCI). Paso ya logrado en junio de 2018 y ya ratificado en junio de 2019.

Igualmente, acota Martínez (2018) el mercado de capitales argentino es ínfimo frente a vecinos como Chile, Brasil, Colombia o Perú. Todas estas medidas tienden a que haya más instrumentos, más oferta y más volumen. Ningún país crece sin financiación. El país lo va a hacer de manera sustancial de la mano de las Pyme, los emprendedores, y el mercado de capitales es clave para esto.



## Capítulo VI

### Análisis Comparativo de los Instrumentos Financieros del Mercado de Capitales

#### 6.1. Análisis Comparativos de los Instrumentos de Financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales a las PyMEs de Argentina.

Como complemento a la información obtenida de las entrevistas y las bases teóricas, se hace necesario realizar un análisis comparativo detallado de los instrumentos financieros que se cotizan en el mercado de valores de Argentina a los cuales tiene acceso el sector de la pequeña y mediana empresa. La tabla N°6, muestra el análisis comparativo a los seis (06) más destacados para el sector:

Tabla 6.

*Análisis Comparativo de los Instrumentos Financieros del Mercado de Capitales.*

	<b>Cheque de pago diferido avalados y patrocinados</b>	<b>Pagaré Bursátil de las SGR</b>	<b>Fideicomiso Financiero</b>	<b>Obligaciones negociables garantizadas (avaladas), Régimen Pyme CNV</b>	<b>Acciones Pymes (con aval de SGR).</b>	<b>Factura Electrónica (ley de Financiamiento Productivo 27440)</b>
<b>Plazo</b>	Corto Plazo	Mediano Plazo	Mediano Plazo	Mediano Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo
<b>Características</b>	Es un instrumento de deuda de corto plazo del tipo cero cupón, ya que el inversor que lo compra pagará un monto inferior al que recibirá al vencimiento	Es un valor negociable de renta fija de corto o mediano plazo. Igualmente, es un instrumento autorizado a la oferta pública y pueden ser negociados en los mercados autorizados	Es un <i>fideicomiso específico</i> en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero. Es una estructura de financiamiento fuera de la hoja del balance. Posee la figura del Fiduciante, el fiduciario financiero, beneficiario y fideicomisario.	Las PyMEs reciben en forma automática la autorización de oferta pública y cotización, previo registro de la emisión y cumplimiento de los requisitos de información. Son bonos corporativos y representan una relación de crédito ante la empresa que busca financiamiento y los inversores.	A través de la cotización bursátil de acciones, las PyMEs pueden obtener recursos financieros a través de la incorporación de nuevos socios, capitalizarse y buscar la optimización de su estructura financiera. Las acciones se dividen en ordinarias (derecho a voto) y preferidas (beneficio económico).	Las PyMEs van a poder emitir una factura por un bien o servicio a un tercero y después ir al mercado financiero a cambiarlo por efectivo en el momento sin que esto perjudique su crédito
<b>Forma de obtener el</b>	On balance sheet	Off balance sheet	Off balance sheet	On balance sheet	On balance sheet	On balance sheet

<b>financiamiento</b>						
<b>Ventaja</b>	Brinda asistencia a pymes proveedoras, ayudando así a promover la empresa y fidelizar proveedores; y acceder al prestigio y reconocimiento de cotizar en Bolsa.	Los Pagars Bursátiles dan al inversor la posibilidad de ganar una diferencia que surge de comprar el Pagars en el mercado de capitales a un valor menor a su monto y cobrarlo una vez llegado su vencimiento.	Mejora la calidad crediticia de los valores negociables	El plazo de financiamiento puede ser superior a los préstamos bancarios.	Permite la valoración objetiva de la empresa y de resoluciones familiares	Si la empresa necesita efectivo, anticipa el cobro de facturas cediéndolas a una entidad de factoring. Liquidez inmediata de sus cuentas por cobrar.
<b>Limitantes</b>	Que la cuenta en particular cuente con suficientes fondos y no quede al descubierto al momento de descontarse.	Se conoce poco y el volumen de operaciones con este instrumento ha sido bajo.	Debe existir mayor independencia entre los recursos que respalda el pago de los valores fiduciarios y la empresa, para que mayores sean las posibilidades de obtener mejores calificaciones de riesgo.	La posibilidad de abarcar mercados internacionales es una oportunidad solamente para las grandes empresas.	Las acciones emitidas bajo este régimen solo pueden ser adquiridas por inversores calificados.	Inició su instrumentación en marzo del año 2019. Aún falta observar su evolución y futuros resultados.

Fuente: (Erpen, 2017) (Ballestrin M. , 2018) (Comisión Nacional de Valores, 2018) (Fernández, 2018) (Schimmel, 2017) (Caliba, 2017).

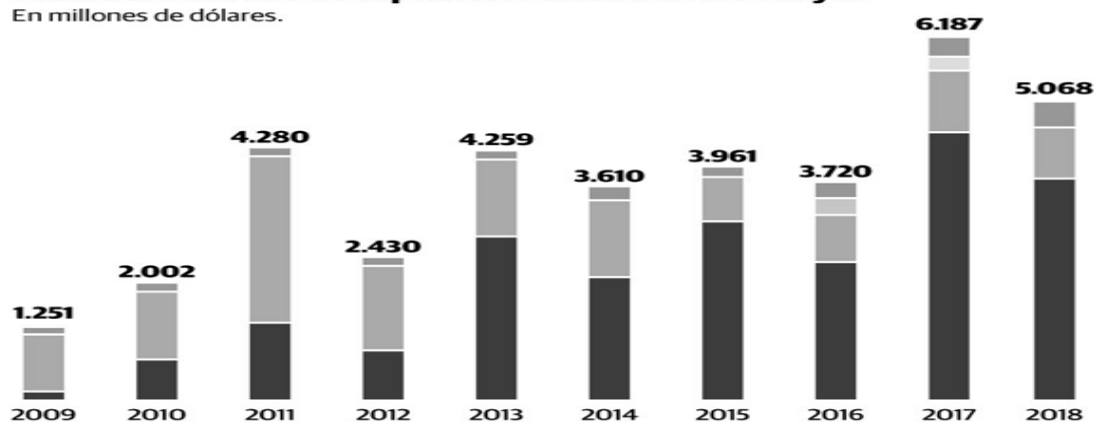
A continuación, se presenta la figura N<sup>o</sup> 4, donde se muestra la evolución de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales en Argentina, para el año 2018 se muestra de enero hasta mayo.

## Financiamiento de las empresas

■ ON y VPC ■ FF ■ Acciones ■ CPD patrocinados ■ FCC ■ Pyme

### Total del mercado de capitales. Período enero-mayo.

En millones de dólares.



### Evolución del financiamiento Pyme. Período enero-mayo.

En millones de dólares.

Referencias

**ON:** obligaciones negociables

**VCP:** valores de corto plazo

**FF:** fideicomisos financieros

**CPD patrocinados:** cheques de pago diferido patrocinados

**FCC:** fondos comunes de inversión cerrados

**CPD:** cheques de pago diferido

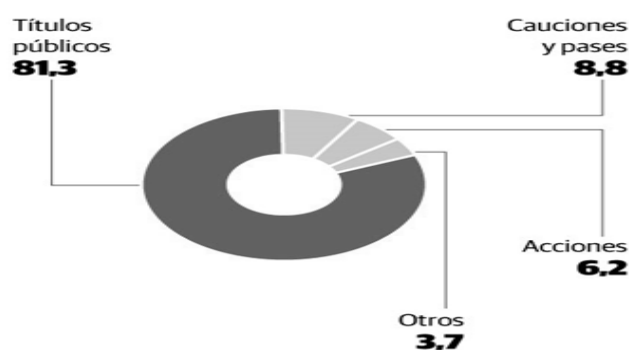
**PB:** pagaré bursátil



### Qué se negocia en Argentina.

Acumulado enero-mayo de 2018. Total del mercado.

(%)



Fuente: Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC).

LA VOZ

Figura 4. Financiamiento de las Empresas Argentina a través del mercado de capitales  
Fuente: (Martinez, 2018).

En la figura N° 4, se muestra el financiamiento de las empresas argentinas a través del mercado de capitales. En el mismo se puede observar los valores que se negocian

como los títulos públicos, ocupan el 81,3% del mercado; las acciones un 6,2%; las cauciones y pases, un 8,8%. En el punto de las cauciones bursátiles éstas tienen como característica que el tomador de los fondos deja en garantía los valores negociables que posee y se compromete a pagar un interés al vencimiento de la operación (Erpen, 2017).

Otro instrumento señalado en la figura N° 4, son los fideicomisos financieros (FF). Estos son instrumentos relacionados con un mecanismo de financiamiento de las empresas conocidos como titulización o securitización. Según Erpen (2017), la ley 24441 dice que “Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien obliga a ejercerse en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”.

El fideicomiso financiero es una herramienta financiera mediante la cual las pymes, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos, separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria. El administrador interviene para que los activos cedidos sean transformados en activos financieros líquidos y se puedan negociar en el mercado bursátil (Caliba, 2017, pág. 3).

También se observan los Fondos Comunes de Inversión Cerrados que son utilizados como vehículo para realizar procesos de titulización o securitización de un conjunto homogéneo o análogo de activos o derechos crediticios. Los valores negociables que se pueden emitir se llaman cuota partes, que representan el derecho de copropiedad indivisa sobre el patrimonio del fondo (Erpen, 2017, pág. 69),

Igualmente, los Cheques de Pago Diferidos patrocinados son una herramienta que sirve para patrocinar el capital de trabajo de una empresa que genera mejores condiciones y plazos para los pagos; ofrecen a los beneficiarios la posibilidad de liquidar documentos al menor costo y con mayor agilidad; brindar asistencia a PyMEs proveedoras; acceder a la bolsa de valores. La tabla N° 7, presenta la instrumentación del cheque de pago diferido en el mercado de capitales.

Tabla 7.

*Instrumentación del Cheque de Pago Diferido en el mercado de Capitales.*

<b>Emisor</b>	PyMEs
<b>Forma</b>	Sistema de descuento de cheques en el mercado de capitales
<b>Plazo</b>	Plazo máximo de 360 días.
<b>Segmentos de Cotización</b>	CPD Patrocinados; CPD avalados (SGR o Entidad Financiera); CPD Directos.
<b>Negociación</b>	Subasta. Deben estar depositados en Cajas de Valores para su negociación en las Bolsas y Mercados de Valores.

Fuente: (Ballestrin, 2018, pág. 82)

Así mismo, la tabla N° 8, explica la forma de instrumentación del pagaré bursátil, también señalado en la tabla N° 6 como un instrumento financiero del mercado de capitales.

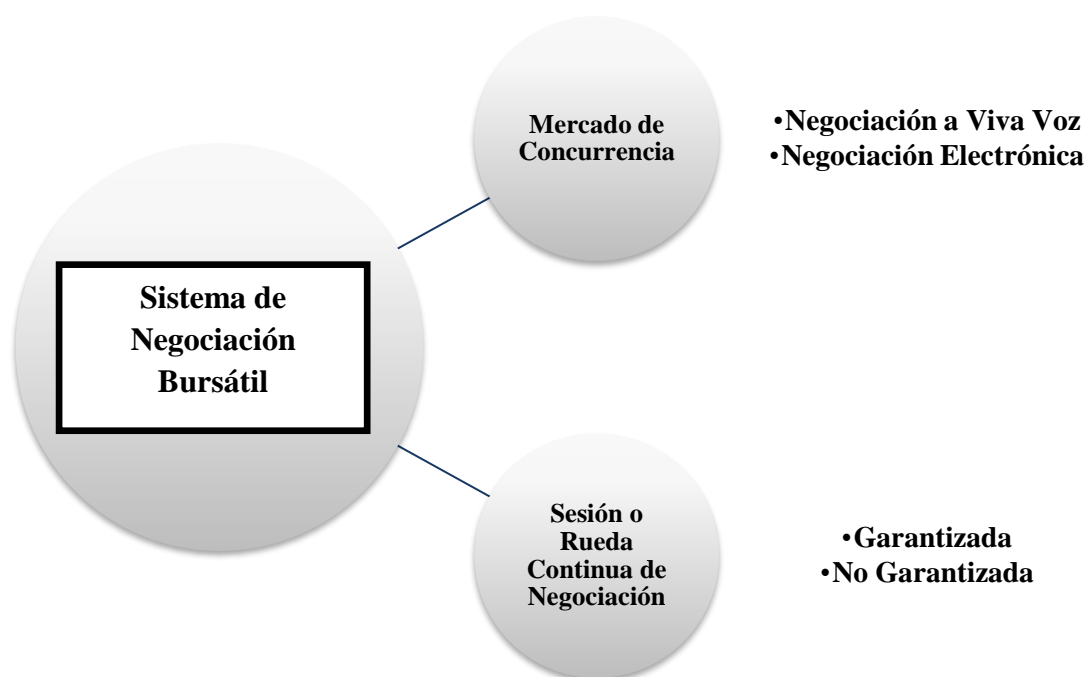
Tabla 8.

*Instrumentación del Pagaré Bursátil*

<b>Emisor</b>	PyMEs
<b>Moneda</b>	Pesos; Moneda Extranjera
<b>Plazo</b>	Mínimo: 180 días. Máximo: 3 años (desde la fecha de su emisión)
<b>Aval</b>	Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) o Fondo de Garantía Público.
<b>Monto mínimo</b>	\$100.000 o su equivalente en moneda extranjera.
<b>Negociación</b>	Subasta Concurrencia de ofertas, asegurando precio/tiempo. Plazo de Concertación: 24 horas. Antes de su negociación debe estar depositado en un agente de depósito colectivo.

Fuente: (Ballestrin, 2018, pág. 90)

Los valores negociables en la bolsa de valores de Argentina, como los anteriormente señalados, tienen una forma de negociación. La siguiente figura muestra los sistemas de negociación en el mercado de valores de Buenos Aires:



*Figura 5.* Sistemas de Negociación Bursátil del Mercado de Valores de Buenos Aires  
Fuente: (Erpen, 2017, pág. 79).

Las operaciones en el mercado de valores argentino, Según Erpen (2017) se concertan a través de dos sistemas de negociación: el mercado de concurrencia y la sesión o rueda continua de negociación. En el mercado de concurrencia, los intermediarios ejecutan las órdenes de compra y venta, para su propia cartera o para sus clientes a través de dos modalidades: electrónica o por voceo. La sesión o rueda continua de negociación las operaciones son de tipo bilateral, es decir la fijación del precio, que se pacta telefónicamente, surge del acuerdo directo entre las partes. En este tipo de negociación no rige el principio de concurrencia de ofertas ni de prioridad precio – tiempo.

Con respecto a las PyMEs y sus características a continuación se presenta la tabla N° 9, con análisis de las pequeñas y medianas empresas con relación en sus problemáticas; participación en la economía; categorización de acuerdo a la AFIP, entre otros.

Tabla 9.

*Análisis de las PyMEs Argentina y el Mercado de Capitales*

<b>Problemática de las PyMEs</b>	<b>Total PyMEs Argentina</b>	<b>Datos Económicos</b>	<b>PyMEs Industriales y acceso al Financiamiento</b>	<b>SGR y las PyMEs</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Acceso al financiamiento.</li> <li>- Presión Impositiva</li> <li>- Poca planificación</li> <li>- Informalidad en el manejo de sus procesos administrativos y contables</li> <li>- Barreras culturales o poco conocimiento de los mercados financieros.</li> <li>- Negación a tener socios.</li> <li>- Falta de Garantías reales.</li> <li>- Al tener fallas en la planificación, privilegian las ganancias presentes y se olvidan de las futuras. Mentalidad de rentabilidad de corto plazo.</li> </ul>	<p>853.886 PyMEs en Argentina (Ministerio de Producción, 2019)</p> <p>99% de participación del total de empresas</p> <p>10,22% del total son PyMEs industriales</p> <p>27,2% son exportadoras.</p> <p>72% ubicadas en 4 jurisdicciones.</p>	<p>Participación sobre el PBI es de 44%</p> <p>Participación en el empleo 51%</p>	<p>Con financiamiento propio 60%</p> <p>Financiamiento Bancario 26%</p> <p>Financiamiento Mercado de Capitales 7%</p> <p>Otros Financiamientos 7%</p>	<p>Son fondos constituidos por la desgravación impositiva del Impuesto a las Ganancias, reglamentados por Ley 24.467 (1995), 25.300 y 19.550, cuyo objeto es brindar apoyo financiero a Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs).</p> <p>Ente Contralor: SEPyME</p> <p>Tipos de socios:  <u>Protectores:</u> suscriben el fondo de riesgo como inversión alternativa,  <u>Partícipes:</u> las PyMEs que reciben la garantía de la SGR para captar nuevos fondos.            Emite avales en nombre de las PyMEs y a favor de terceros.  <u>Administra el Fondo de Riesgo</u> con el cual garantiza que se cumplan las obligaciones del financiamiento de las PyMEs avaladas.</p>
<b>Categorización de las PyMEs en AFIP</b>		<b>Instrumentos Financieros para las PyMEs</b>		
<p>Tener vigente el correspondiente "Certificado MIPyME"</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Tener CUIT con estado administrativo "activo".</li> <li>•Declarar, mantener sin inconsistencias y actualizado</li> </ul>		<p>Ya señalados en la tabla N° 5, son instrumentos de financiamiento para las PyMEs del mercado de capitales que</p>		

<p>el domicilio fiscal, así como los domicilios de los locales y establecimientos.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Constituir y mantener actualizado el Domicilio Fiscal Electrónico.</li> <li>•Tener actualizado en el “Sistema Registral” el código relacionado con la actividad que desarrollas, de acuerdo con el “Clasificador de Actividades Económicas (CLAE) - F. 883”.</li> <li>•Haber presentado, de corresponder, las declaraciones juradas de los impuestos a las ganancias, a la ganancia mínima presunta, sobre los bienes personales, del impuesto al valor agregado y de los recursos de la seguridad social, correspondientes a los períodos fiscales no prescriptos, o las que corresponda presentar desde el inicio de la actividad, vencidas con anterioridad a la fecha de interposición de la solicitud.</li> <li>•No registrar incumplimientos en la presentación de las declaraciones juradas informativas a las que estás obligado.</li> <li>•No integrar la Base de Contribuyentes no Confiables.</li> <li>•Ingresar al servicio con clave fiscal “Pyme Solicitud de categorización y/o beneficios”.</li> <li>•Confeccionar la declaración jurada – F 1.272 manifestando la solicitud de categorización como micro, pequeña o mediana</li> </ul>	<p>cumplan con los requisitos (flexibilizados en las últimas modificaciones de la ley de mercado de capitales y la nueva ley de financiamiento productivo), son los siguientes:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1)Cheque de pago diferido avalado y patrocinado</li> <li>2)Pagaré Bursátil de la SGR</li> <li>3)Fideicomiso Financiero</li> <li>4)Obligaciones negociables garantizadas (avaladas), Régimen Pyme CNV.</li> <li>5)Acciones PyMEs con aval de SGR</li> <li>6)Factura Electrónica (ley de Financiamiento Productivo 27440)</li> </ol>
--	---

Fuente: (Merlo, 2018) (Martinez, 2018)

### **La Factura de crédito Electrónica MIPyMEs – Ley de Financiamiento Productivo 27440**

La factura de crédito electrónica MIPyMEs aprobada a través de la ley de financiamiento productivo 27440 reemplaza los regímenes factura de crédito y factura conformada. La tabla siguiente, muestra la comparativa entre la factura electrónica y la factura de crédito.

Tabla 10.

*Factura de crédito Electrónica MIPyMEs. Diferencias con la Factura de Crédito*

<b>Concepto</b>	<b>Factura Electrónica MIPyME</b>	<b>Factura de Crédito (antes factura conformada)</b>
<b>Aceptación</b>	Ante la falta de aceptación expresa, las facturas de crédito se consideren aceptadas	Necesitaban aceptación expresa del comprador (30 días)
<b>Ejecución</b>	Constituye título ejecutivo	Constituye título ejecutivo
<b>Autoridad de Aplicación</b>	AFIP	AFIP
<b>Documento Original</b>	Factura electrónica	La factura de crédito se emite junto con la factura original
<b>Procedimiento</b>	Desde una plataforma electrónica se transfiere la factura a un agente de custodia colectivo.	



<b>Pago</b>	A través del agente de custodia colectivo, vía transferencia electrónica x CBU	
<b>Notificaciones</b>	Vía domicilio electrónico AFIP	

Fuente: (Bastante, 2018)

Un análisis realizado a la Ley de Financiamiento Productivo por Errepar (2018), establece los cambios más significativos con relación a la factura de crédito electrónica MIPyMEs, y señala lo siguiente:

- Estará operativa para aquellas MIPyMEs que actúen en carácter de compradoras o locatarias, y podrán adherir al “Régimen de Factura de Crédito Electrónica MIPyMEs”
- Los sujetos alcanzados por el régimen son la AFIP, los Agentes Depositarios Centrales de Valores Negociables. Agentes de Liquidación y Compensación, público inversor en general y/o cualquier otro sujeto interviniente en la operación, como las MIPyMEs y grandes empresas que den origen a la operación comercial.
- A efectos de la creación de un régimen informativo de la factura de crédito electrónica MIPyMEs, dispuesto en el artículo 3 de la ley 27440, los agentes depositarios centrales de valores negociables deberán implementar una plataforma informática mediante la cual los sujetos alcanzados por el régimen de factura de crédito electrónica MIPyMEs puedan acceder de forma libre y gratuita a la información de los pagos efectuados.
- La AFIP será la encargada de notificar al comprador, locatario o prestatario, a través del domicilio fiscal electrónico, la emisión de la factura electrónica de crédito PyMEs a su nombre, a los efectos de los plazos previstos para que este la acepte o la rechace.

- La inhabilidad de la factura electrónica de crédito MIPyMEs implica que la misma, a los efectos tributarios, es considerada como un documento no válido como factura.
- Las retenciones y percepciones deben ser practicadas o sufridas únicamente por el obligado al pago de la factura electrónica MIPyMEs, y se realizarán en la instancia de aceptación expresa o tácita. La AFIP establecerá la forma, el plazo y las condiciones para la determinación e ingreso de las mismas.
- Se establecen precisiones con respecto a las diferencias de retenciones o percepciones que pudieran surgir cuando la factura de crédito MIPyMEs sea aceptada por un importe menor, con motivo de existir notas de débito y/o crédito que modifiquen el importe original (págs. 81-82).

### **Trámite de la Factura Electrónica (Ley de Financiamiento Productivo 27440)**

La factura electrónica, instrumento de la ley de financiamiento productivo 27440, inició operaciones a partir del 11 de marzo de 2019. En una primera etapa, está limitada a una actividad económica en particular, las empresas automotrices. La tabla 11, detalla los trámites a seguir de la factura electrónica.

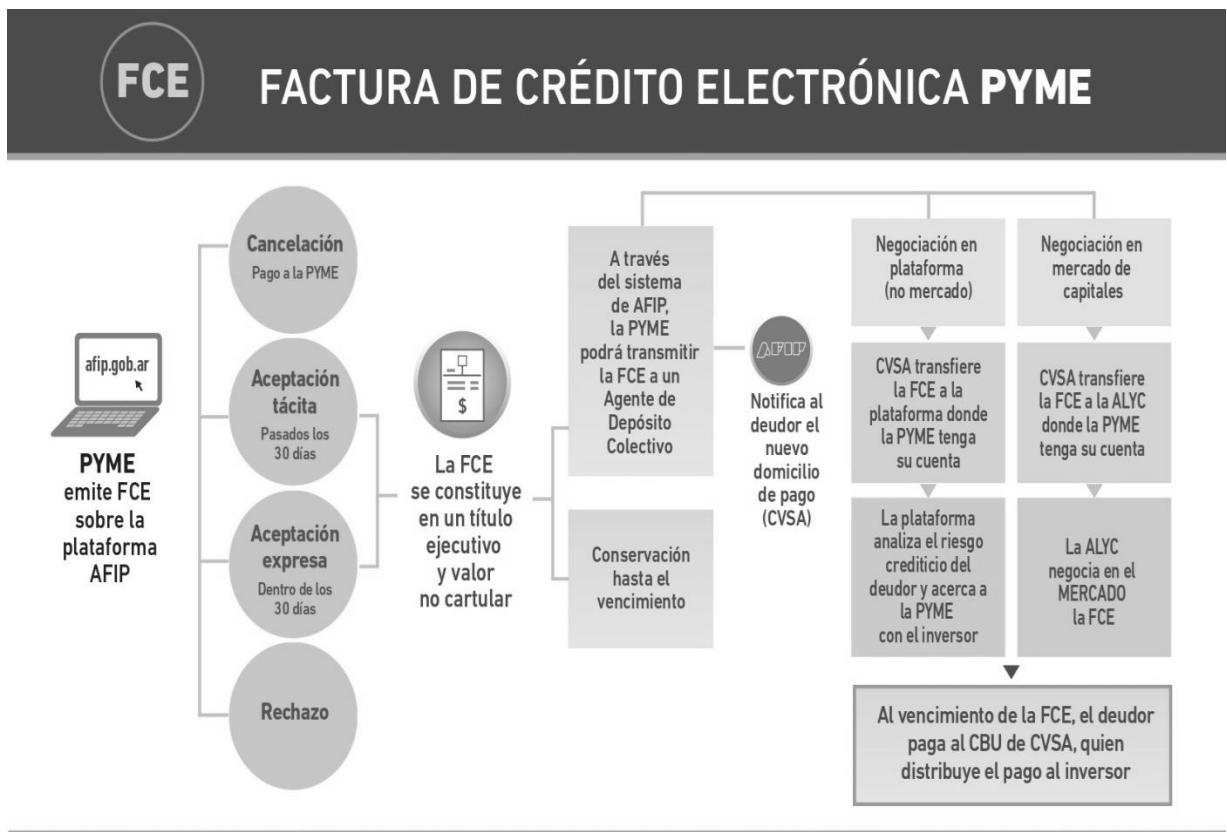
Tabla 11.  
*Trámites a Seguir para la Factura Electrónica*

<b>Concepto</b>	<b>Factura Electrónica MIPyME</b>
<b>Aceptación</b>	Ante la falta de aceptación expresa, las facturas de crédito se consideren aceptadas
<b>Ejecución</b>	Constituye título ejecutivo
<b>Autoridad de Aplicación</b>	AFIP
<b>Documento Original</b>	Factura electrónica
<b>Procedimiento</b>	Desde una plataforma electrónica se transfiere la factura a un agente de custodia colectivo.
<b>Pago</b>	A través del agente de custodia colectivo, vía transferencia electrónica x CBU
<b>Notificaciones</b>	Vía domicilio electrónico AFIP
<b>Fecha de Inicio</b>	11/03/2019
<b>Etapas de Instrumentación:</b>	
<b><u>1era Etapa:</u></b>	Montos mínimos de 9 millones de pesos. Las empresas grandes deberán recibir al menos 50 facturas electrónicas este mes, para analizar su comportamiento.

<p><b><u>2da Etapa:</u></b></p>	<p>Se inicia con una actividad económica particular (empresas automotrices)</p> <p>A partir de Octubre: Se emitirá la factura sin establecer monto mínimo de la negociación. Toda PyME deberá emitir Factura Electrónica a las grandes empresas.</p>
<p><b>¿Cómo me registro?</b></p>	<p>Las micro, pequeñas o medianas empresas que opten por adherir al Régimen de Facturas de Crédito Electrónicas MIPyMEs, en su carácter de compradoras, locatarias o prestatarias, podrán manifestar su voluntad, ingresando con clave fiscal al servicio <b>Sistema Registral</b>, menú "Registro Tributario" opción "Características y Registros Especiales"</p>
<p><b>¿Cómo determino si la operación está comprendida en éste Régimen?</b></p>	<p>Con carácter previo a realizar la solicitud del comprobante de respaldo de la operación, las micro, pequeñas o medianas empresas deberán consultar con clave fiscal a través del servicio denominado "Registro de Facturas de Crédito Electrónicas MIPyME" si el comprador, locatario o prestatario se encuentra obligado al régimen.</p>
<p><b>¿Cómo emito los comprobantes electrónicos correspondientes?</b></p>	<p>Desde los siguientes servicios:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Servicio con clave fiscal <u>Comprobantes en Línea</u></li> <li>• Intercambio de información basado en el "Web Service", cuyas especificaciones técnicas podrán consultarse en el <u>micro sitio de Factura Electrónica</u>.</li> </ul>
<p><b>¿Cómo transfiero una Factura de crédito a un Agente de depósito colectivo?</b></p>	<p>Todas las facturas aceptadas, tácitas o expresamente, "sin cancelación" podrán ser transferidas al 'Agente de Depósito Colectivo' (Caja de Valores) en el servicio con clave fiscal "Registro de Facturas de Crédito Electrónicas MIPyME", inclusive luego de la fecha de vencimiento del pago consignada en el comprobante.</p> <p>A tal fin se deberá seleccionar una de las cuentas comitentes que tenga habilitada según la información suministrada por la 'Caja de Valores'.</p> <p>El comprador, locatario o prestatario, obligado al pago de la factura, recibirá en el Domicilio Fiscal Electrónico una comunicación informando sobre la mencionada transferencia de la factura de crédito electrónica "MIPyME" a la 'Caja de Valores'. Dicha comunicación contará con la siguiente información:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los datos de la factura</li> <li>• Fecha de vencimiento del pago</li> <li>• Tipo y fecha de aceptación</li> <li>• Un detalle de los comprobantes asociados</li> <li>• Monto neto negociable (saldo de la cuenta corriente)</li> <li>• Número de referencia del pago (dato numérico de 27 posiciones)</li> <li>• CUIT y denominación de la caja de valores</li> <li>• CBU/alias de la CBU de la caja de valores</li> </ul>

Fuente: (Bastante, 2018); (Oliveira, 2019); (AFIP, 2019)

Así mismo, para entender mejor el procedimiento a seguir, la figura 6, resume en forma visual, como son los pasos a seguir con la factura de crédito electrónica PyME.



**Figura 6.** Procedimiento de la Factura de Crédito Electrónica PYME.

Fuente: AFIP 2019,

<http://www.afip.gob.ar/informacionVisual/documentos/Facturacion%20Electronica/informacion-electronica-registro.pdf>

La factura de crédito electrónica apenas da sus primeros pasos en la instrumentación y no se puede obtener un análisis definitivo aún. La instrumentación arrancó en marzo del 2019, limitada a una actividad económica, el sector automotriz. Según Martínez (2019), “Es obligatoria en los casos de PyMEs que facturen a grandes empresas. Estas están en un listado, de 1.500 compañías, al que se pueden agregar pymes de forma voluntaria. El comprobante se emite cuando la operación supera determinados montos” (pág. 1). Los montos mínimos en la primera etapa, son de seis millones de pesos, pero van a ir bajando, según la actividad y un cronograma oficial, hasta llegar a 100 mil pesos a fin de año.

Expresa Martínez (2019), que a los 30 días de emitida la factura, si la empresa grande no la rechaza o la cancela, ésta se transforma en un título ejecutivo que puede ser negociado en el mercado. Cumplido ese plazo, la PyME puede esperar la fecha de pago, descontarla en un banco o transferirla a la Caja de Valores para negociarla en el mercado de capitales o en una plataforma digital.

Del mismo modo, señala Martínez (2019), que el secretario de Simplificación Productiva del Ministerio de la Producción, destacó las ventajas de este instrumento y aclaró las razones de la implementación gradual. En este sentido, indicó que el instrumento que nació en marzo ya tiene 540 facturas emitidas a dos meses de su implementación; la tardanza en su instrumentación ha sido producto de la complejidad en las operaciones. Al respecto señaló:

Decidimos que, además de ser obligatorio por norma, habría un cambio en la tecnología de los sistemas de facturación de AFIP. Cada vez que una pequeña empresa le factura a una grande, y supera los montos mínimos, es obligatorio que ese instrumento sea una factura de crédito electrónica. El sistema no permite otra cosa (Martinez, 2019, pág. 2).

La importancia del instrumento para la PyME radica en lo siguiente: bajos costos transaccionales porque todo se realiza vía digital; con el tiempo, mejora la competencia en la compra de las facturas de los grandes actores; genera un registro público de comportamiento de pago en el mercado lo cual mejora sus condiciones de financiamiento. La ventaja con respecto al cheque diferido es que saca a la PyME del medio porque es la empresa grande la que debe realizar los pagos; y no presenta costos

por avales (Martinez, 2019). La figura N° 7, muestra las modificaciones al funcionamiento actual de la factura de crédito electrónica.

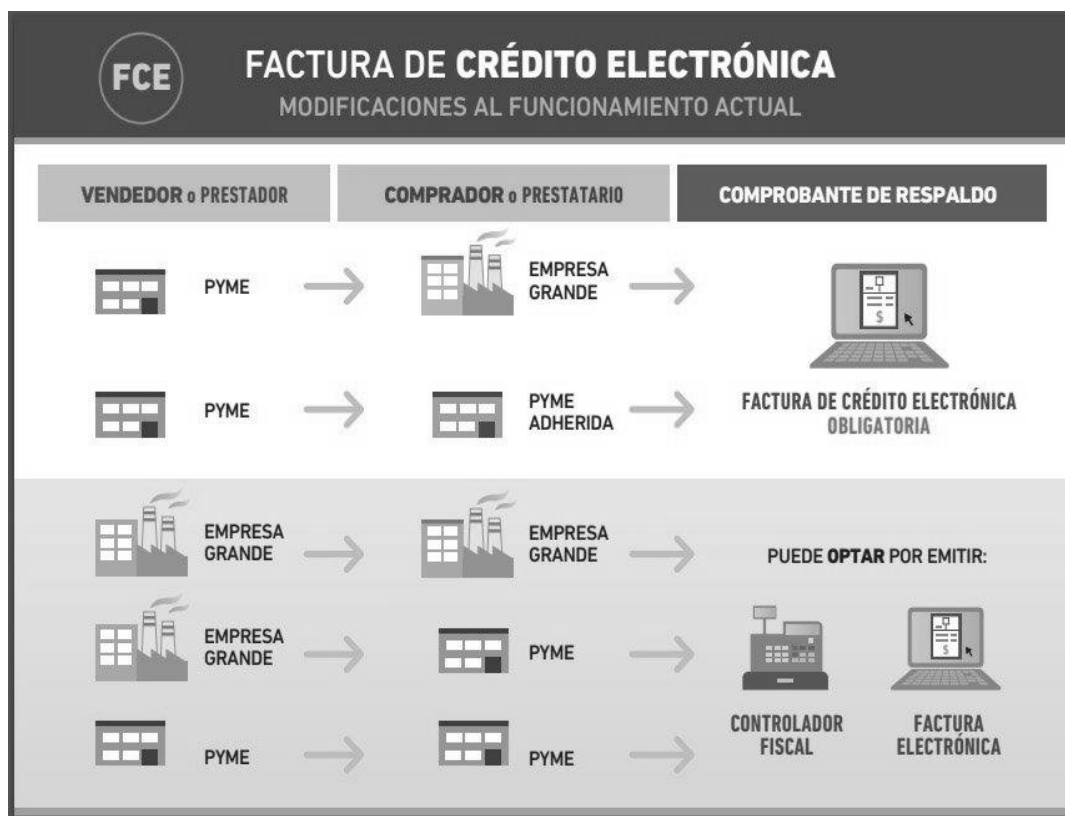


Figura 7. Factura de Crédito Electrónica MIPyMEs.  
Fuente: (El Contador, 2019)

Las últimas modificaciones realizadas en el proceso de instrumentación, según resolución 17/2019, Ministerio de Producción (2019), se dispuso que a partir del día 1 de mayo de 2019, el Régimen de “Factura de Crédito Electrónica MIPyMEs”, resultará aplicable respecto de cada uno de los comprobantes que se emitan por un monto total igual o superior a la suma de PESOS SEIS MILLONES (\$ 6.000.000). El artículo 1°, establece lo siguiente: Sustitúyase el cronograma de implementación del “Régimen de Factura de Crédito Electrónica MIPyMEs” por Sección establecido en el Anexo de la Resolución N° 5 de fecha 8 de marzo de 2019 de la Secretaría de Simplificación

Productiva del Ministerio de Producción y Trabajo, por el cronograma por Sección y Monto que, como IF-2019-50450539-APN-SSP#MPYT, forma parte integrante de la presente medida. Se establece que los montos dispuestos en el cronograma, se consideran respecto de cada uno de los comprobantes que se emitan, por una suma igual o superior a los allí indicados sin considerar los ajustes posteriores por nota de débito y crédito. Estas modificaciones se reflejan en las figuras N° 8 y 9.

CRONOGRAMA DE IMPLEMENTACIÓN RÉGIMEN DE FACTURA DE CRÉDITO ELECTRÓNICA MiPyMEs

SECCIÓN	DETALLE	CLAE	FECHA DE IMPLEMENTACIÓN Y MONTO								
			1/5/2019	1/6/2019	1/7/2019	1/8/2019	1/9/2019	1/10/2019	1/11/2019	1/12/2019	
C	INDUSTRIA MANUFACTURERA	291000; 292000; 293090	\$ 6.000.000	\$ 6.000.000	\$ 2.000.000	\$ 1.000.000	\$100.000				
G	COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACION DE VEHICULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS	451110; 451190; 453100; 454010									
D	SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS, VAPOR Y AIRE ACONDICIONADO	TODOS									
E	SUMINISTRO DE AGUA, CLOACAS, GESTIÓN DE RESIDUOS Y RECUPERACIÓN DE MATERIALES Y SANEAMIENTO PÚBLICO	TODOS									
K	INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y SERVICIOS DE SEGUROS	TODOS									
B	EXPLOTACIÓN DE MINAS Y CANTERAS	TODOS		\$ 6.000.000	\$ 6.000.000	\$ 2.000.000	\$1.000.000	\$100.000			
C	INDUSTRIA MANUFACTURERA	Todos excepto 291000; 292000; 293090 (Res. MPyT 209/18)		\$ 6.000.000	\$ 2.000.000	\$1.000.000	\$100.000				
F	CONSTRUCCIÓN	TODOS			\$ 6.000.000	\$ 6.000.000	\$ 2.000.000	\$1.000.000	\$100.000		
G	COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACION DE VEHICULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS	Grupo 473			\$ 2.000.000	\$ 1.000.000	\$100.000				
H	SERVICIO DE TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO	TODOS									

IF-2019-50450539-APN-SSP#MPYT

Página 1 de 2

*Figura 8.* Cronograma de Implementación de la Factura Electrónica, página 1.  
Fuente: <https://contadoresenred.com/wp-content/uploads/2019/06/Factura-de-Credito-cronograma-de-implementacion.pdf>

CRONOGRAMA DE IMPLEMENTACIÓN RÉGIMEN DE FACTURA DE CRÉDITO ELECTRÓNICA MiPyMEs

			1/5/2019	1/6/2019	1/7/2019	1/8/2019	1/9/2019	1/10/2019	1/11/2019	1/12/2019
L	SERVICIOS INMOBILIARIOS	TODOS				\$ 2.000.000	\$ 1.000.000	\$ 100.000		
P	ENSEÑANZA	TODOS								
Q	SALUD HUMANA Y SERVICIOS SOCIALES	TODOS								
R	SERVICIOS ARTÍSTICOS, CULTURALES, DEPORTIVOS Y DE ESPARCIMIENTO	TODOS								
S	SERVICIOS DE ASOCIACIONES Y SERVICIOS PERSONALES	TODOS								
A	AGRICULTURA, GANADERÍA, CAZA, SILVICULTURA Y PESCA	TODOS								
G	COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR ; REPARACION DE VEHICULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS	462; 463; 464; 465; 466; 469					\$2.000.000	\$ 1.000.000	\$ 100.000	
I	SERVICIOS DE ALOJAMIENTO Y SERVICIOS DE COMIDA	TODOS								
M	SERVICIOS PROFESIONALES, CIENTÍFICOS Y TÉCNICOS	TODOS								
N	ACTIVIDADES ADMINISTRATIVAS Y SERVICIOS DE APOYO	TODOS								
J	INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES	TODOS								
G	COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACION DE VEHICULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS	471; 472; 474; 475; 476; 477						\$ 2.000.000	\$ 1.000.000	\$ 100.000

IF-2019-50450539-APN-SSP#MPYT

Página 2 de 2

*Figura 9. Cronograma de Implementación de la Factura Electrónica, página 2.*  
 Fuente: <https://contadoresenred.com/wp-content/uploads/2019/06/Factura-de-Credito-cronograma-de-implementacion.pdf>



## 6.2. Importancia de considerarse a Argentina un mercado emergente y cómo se ubica con respecto al resto de países emergente de Latinoamérica

**Miembro del club**

Índices MSCI para todos los países y mercados fronterizos

Índices MSCI para todos los países						Índices MSCI de mercados emergentes y de frontera			
Índices mundiales de MSCI			Índices MSCI de mercados emergentes			Índice MSCI de mercados de frontera			
Mercados desarrollados			Mercados emergentes			Mercados de frontera			
América	Europa y Medio Oriente	Asia Pacífico	América	Europa y Medio Oriente	Asia	Europa y CEI*	África	Medio Oriente	Asia
Canadá	Austria	Australia	Brasil	R. Checa	China	Croacia	Kenia	Bahrein	Bangladesh
EE.UU.	Bélgica	Hong Kong	Chile	Egipto	India	Estonia	Mauricio	Jordania	Sri Lanka
	Dinamarca	Japón	Colombia	Grecia	Indonesia	Lituania	Marruecos	Kuwait	Vietnam
	Finlandia	N. Zelanda	México	Hungría	Corea	Kazajistán	Nigeria	Libano	
	Francia	Singapur	Perú	Polonia	Malasia	Rumania	Túnez	Omán	
	Alemania		Argentina	Qatar	Paquistán	Serbia	WAEMU**		
	Irlanda			Rusia	Filipinas	Eslovenia			
	Israel			Sudáfrica	Taiwán				
	Italia			Turquía	Tailandia				
	Holanda			E. Árabes					
	Noruega			A. Saudita					
	Portugal								
	España								
	Suecia								
	Suiza								
	R. Unido								

\* Comunidad de Estados Independientes  
 \*\* Incluye Benin, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal y Togo

Fuente: MSCI El Cronista/P.Fisicaro

**Figura 10.** Índices MSCI para todos los países, Mercados Emergentes y de Frontera  
 Fuente: (Manfredi, 2018)

Morgan Stanley Capital International (MSCI) reclasificó a la Argentina en la categoría de “Mercado Emergente”, luego de estar clasificada desde el 2009 como “Mercado de Frontera”. ¿Qué significa esto?

Morgan Stanley Capital International (MSCI) es una firma proveedora de cerca de 100.000 índices diarios sobre acciones, bonos y hedge funds a nivel mundial, desde hace más de 35 años. Los índices MSCI son utilizados como benchmarks en los mercados y reflejan la evolución del valor de las compañías que cotizan en bolsa al analizar los diferentes riesgos y los posibles retornos. Estos índices son comparables entre sí, ya que se construyen sobre las mismas bases metodológicas y se clasifican por países, regiones o sectores (Portafolio, 2008, pág. 1).

En el caso de la Argentina, en el año 2009, producto de las políticas restrictivas del gobierno de ese momento a los ingresos y salidas de su mercado bursátil, MSCI relegó las acciones argentinas al índice de “Mercado de Fronteras” el cual rige a bolsas de mercado más pequeñas y de menos desarrollo.

Luego de 9 años, el mercado de valores argentino logra su recalificación de “Emergente” y eso significa mayor confianza y mejores inversiones para el país. En principio, explica Manfredi (2018), en su análisis: “El índice local emergente estará integrado por compañías argentinas que estén listadas en el extranjero, fundamentalmente ADRs, y excluirá por ahora los valores que coticen en el país” (pág. 1). En este sentido, como se mueva el mercado y se gane la confianza necesaria, MCSI reevaluará esta decisión para la bolsa de valores de la Argentina. La responsabilidad, coherencia y respeto a las reglas del mercado por parte de las autoridades gubernamentales actuales, dieron la confianza para lograr dicha reclasificación.

En este sentido, promover el acceso a las PyMEs al mercado de valores a través de instrumentos de financiamiento, contribuyen a que la Argentina atraiga mayores capitales y mantenga su clasificación de “Emergente” sin las restricciones iniciales. Actualmente, es considerado uno de los países emergentes más vulnerables del grupo y se debe revertir esa situación con mercados financieros estables y una economía con mejores oportunidades de empleo y un PIB en franco crecimiento.

Finalmente, a partir del 28 de mayo de 2019, Argentina logró el ansiado ascenso a "Mercado Emergente", una mejora en el status del país en los mercados financieros que beneficiará en el corto plazo a ocho empresas locales que cotizan en Wall Street, y que, se prevé, puede llegar a abrir una inyección de fondos frescos para la economía justo

cuando el país intenta dejar atrás la crisis que abrió la corrida cambiaria del año anterior (La Nación, 2019).

Además, destaca la Nación (2019), “permitirá que ingresen al país flujos de dinero de entre US\$3500 y US\$10.000 millones (en los casos más optimistas), que tendrían un efecto derrame sobre el resto de la actividad económica” (pág. 1).

Conclusiones del análisis comparativo:

Con el fin de cumplir parte de los objetivos de la investigación, y como complemento a la información obtenida de las entrevistas y las bases teóricas, se hizo necesario realizar un análisis comparativo detallado de los instrumentos financieros que se cotizan en el mercado de valores de Argentina a los cuales tiene acceso el sector de la pequeña y mediana empresa.

En este sentido, se hizo un análisis comparativo de seis (06) instrumentos financieros del mercado de capitales que pueden servir de apoyo a las PyMEs de los cuales se identificaron sus características, condiciones, ventajas y limitantes. Estos instrumentos son los siguientes: El cheque de pago diferido, el pagaré bursátil de las SGR, el fideicomiso financiero, obligaciones negociables garantizadas, acciones PyMEs con aval de SGR y Factura de crédito electrónica de la ley de financiamiento productivo 27440.

Así mismo, se realizó un estudio detallado de las PyMEs en Argentina. En la actualidad existe un registro de 853.886 PyMEs en Argentina, donde un 10,22% son PyMEs industriales, con una participación sobre el PBI es de 44%, participación en el empleo de 51%, con financiamiento propio de 60%, financiamiento bancario 26%,

financiamiento del mercado de capitales de 7%, entre otros. Además, se presentaron los requisitos para la obtención de la categorización de PyME ante la AFIP.

Seguidamente, se realizó un análisis a la factura de crédito electrónica MIPyMEs aprobada a través de la ley de financiamiento productivo 27440 reemplaza los regímenes factura de crédito y factura conformada, la cual inició operaciones a partir del 11 de marzo de 2019. En una primera etapa, está limitada a una actividad económica en particular, las empresas automotrices.

Igualmente, se pormenorizaron los pasos que ha seguido la factura electrónica desde su aprobación, en mayo de 2018 hasta junio de 2019. Las últimas modificaciones realizadas en su proceso de instrumentación, según resolución 17/2019, Ministerio de Producción, dispone que a partir del día 1 de mayo de 2019, el Régimen de “Factura de Crédito Electrónica MIPyMEs”, resultará aplicable respecto de cada uno de los comprobantes que se emitan por un monto total igual o superior a la suma de PESOS SEIS MILLONES (\$ 6.000.000).

Por último, y por las oportunidades que representa para las PyMEs y el mercado de capitales, se destacó la importancia de la reciente calificación de Argentina como mercado emergente. Promover el acceso de las PyMEs al mercado de valores a través de instrumentos de financiamiento, contribuyen a que la Argentina atraiga mayores capitales y mantenga su clasificación de “Emergente” sin restricciones. Actualmente, es considerado uno de los países emergentes más vulnerables del grupo y se debe revertir esa situación con mercados financieros estables y una economía con mejores oportunidades de empleo y un PIB en franco crecimiento.

## **Capítulo VII**

### **Conclusiones y Recomendaciones**

Las pequeñas y medianas empresas son organizaciones que reúnen recursos humanos, materiales y financieros para la obtención de bienes y servicios que satisfacen necesidades humanas y a la vez procuran la obtención de beneficios que garanticen su subsistencia. Éstas contribuyen ampliamente en la economía de un país al ser generadoras de empleo, realizan importantes aportes al PBI del país y son grandes contribuyentes del Estado. La presente investigación parte de estrategias para comprender los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales argentino para las PyMEs con énfasis en los cambios dispuestos por la Ley 27440 de Financiamiento Productivo.

El objetivo general de la investigación fue analizar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales como estrategia para el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas ubicadas en Argentina. En este sentido, las variables desarrolladas en la investigación fueron las siguientes: Pequeñas y Medianas Empresas, Mercado de Capitales e Instrumentos Financieros. El tipo de estudio utilizado básicamente fue el exploratorio. Este tiene como propósito examinar un problema de investigación que ha sido poco estudiado, del que se tienen muchas dudas o que no ha sido abordado antes. En este caso es analizar los efectos de la legislación y las posteriores reformas en cuanto los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs.

En cuanto a las técnicas de recolección de datos, se utilizó para este trabajo la revisión documental de la legislación y doctrina relativas al principio en estudio. La finalidad fue recopilar información acerca del estado del arte con relación en normas de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs. Igualmente, se aplicaron y procesaron los datos de la entrevista estructurada haciendo uso de la estadística descriptiva, expresando los resultados en valores absolutos y relativos; y un gráfico de barra general presentando la tendencia de las respuestas. Un aspecto a destacar es que se tomó como punto de análisis la experiencia con las PyMEs de la ciudad de Córdoba a objeto de tener una referencia de lo que sucede en el sector.

Para establecer las competencias de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales de la Argentina, se realizó una entrevista estructurada cerrada a seis (06) entendidos con experiencia en este tipo de mercados y sus instrumentos para el sector de las PyMEs. En líneas generales, las respuestas obtenidas destacaron que aún falta suficiente madurez y confianza por parte de las PyMEs para acceder a este tipo de mercados y esto obedece básicamente a lo siguiente: el poco acceso que han tenido las PyMEs a instrumentos de financiamiento tradicionales producto de falta de garantías y requisitos confiables para la banca; la falta de habilidades para acceder a este tipo de instrumentos; problemas en la constitución legal de la empresa; miedo a asumir riesgos; entre otros.

De los resultados del análisis de la entrevista, emergen las siguientes categorías de análisis: la confianza en los mercados de capitales por parte de las PyMEs; la necesidad de garantías para las PyMEs para acceder a ese tipo de mercados; y orientación a las PyMEs de cómo funcionan los instrumentos de financiamiento en el mercado de capitales. Si se fortalecen estos elementos emergentes del análisis de las entrevistas:

confianza, garantías y orientación, se puede contribuir a mejorar la participación de las PyMEs argentinas a instrumentos de financiamiento del mercado de capitales.

Con respecto a los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales para las PyMEs especialmente los lineamientos de la ley 27440 de financiamiento productivo, se identificaron y analizaron seis instrumentos financieros para el sector de las PyMEs: el cheque de pago diferido, pagaré bursátil avalado, fideicomiso financiero, obligaciones negociables garantizadas, acciones PyMEs con aval de la SGR y la factura de crédito electrónica MIPyMEs de la ley de financiamiento productivo 27440, aún en etapa de instrumentación. En este sentido, para caracterizar cada instrumento de financiamiento del mercado de capitales dirigido en las pequeñas y medianas empresas de Argentina, se hizo un estudio comparativo de cada uno de ellos, considerando los plazos, sus características básicas, su cobertura dentro o fuera del balance de la empresa, sus ventajas y desventajas.

Así mismo, para conocer las incidencias de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales en pequeñas y medianas empresas de Argentina, se realizó un estudio del sector PyMEs y su participación en este tipo de mercado, identificándose un 7% de participación de las PyMEs en el mercado de capitales, especialmente las del sector industrial en comparación al 26% de participación que mantienen en instrumentos de financiamiento del sector bancario.

Es por ello, que el mercado de capitales, a través de la nueva ley de financiamiento productivo N° 27440, cuya instrumentación inició en marzo del año 2019, constituye una alternativa complementaria al autofinanciamiento y el crédito tradicional y poco accesible proveniente del sistema bancario. Lo más destacable de la ley 27440 son las

nuevas herramientas creadas y que servirán para atender el problema de financiamiento que vienen presentando todas las pequeñas y medianas empresas de Argentina.

Las recomendaciones que se sugieren son las siguientes:

- Realizar campañas informativas y de orientación al sector de la PyME sobre las bondades de los instrumentos financieros del mercado de capitales, especialmente, la factura electrónica de la ley de financiamiento productivo 27440 y así contribuir a mejorar la participación de las PyMEs de Córdoba a las opciones de financiamiento que ofrece el mercado de capitales.
- Promover el acceso a las PyMEs al mercado de valores a través de los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales, a la vez este esquema contribuirá a que la Argentina atraiga mayores capitales y mantenga su clasificación de “Emergente” sin mayores restricciones.
- Impulsar futuras investigaciones que permitan evaluar si el proceso de instrumentación de la factura electrónica en el sector de las PyMEs ha logrado las mejoras en las condiciones de financiamiento de dichas empresas y mayor acceso al mercado de capitales. La línea de investigación sugerida es Gestión y Evaluación de Instrumentos Financieros del Mercado de Capitales.



## Referencias Bibliográficas

Ministerio de Producción y Trabajo . (03 de junio de 2019). *Factura De Crédito Electrónica Modifican Valores De Facturación. Cronograma. Resolución 17/2019*. Recuperado el 10 de julio de 2019, de <https://contadoresenred.com/factura-de-credito-electronica-modifican-valores-de-facturacion-cronograma-resolucion-17-2019/>

AFIP. (marzo de 2019). *Factura de Crédito Electrónica* . Recuperado el 14 de marzo de 2019, de <http://www.afip.gob.ar/facturadecreditoelectronica/preguntasFrecuentes/emisor-factura.asp>

Arias, F. (2012). *El Proyecto de Investigación*. Caracas: Episteme.

Ballestrin, M. (2018). *Introducción a los Instrumentos del Mercado de Capitales*. Buenos Aires: Material Compilado.

Ballestrin, M. (2018). *Quinto Programa Integral de Mercado de Capitales*. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

Bastante, M. (julio de 2018). *Ley 27440. Financiamiento productivo. Principales impactos en la operatoria*. Recuperado el 25 de noviembre de 2018, de <file:///C:/Users/mi/Downloads/Ley-de-financiamiento-productivo-sanitized-Julio2018.pdf>

Berardo, C. (2014). *Financiamiento De Pymes En El Mercado De Capitales*. Buenos Aires: Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional del Litoral.

Boletín Oficial decreto 382/2019 . (mayo de 2019). *El Gobierno oficializó la reglamentación de la ley de financiamiento productivo*. Recuperado el 10 de julio de 2019, de <https://elintransigente.com/economia/2019/05/29/el-gobierno-oficializo-la-reglamentacion-de-la-ley-de-financiamiento-productivo/>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2018). *Cheques de Pago Diferido*. Recuperado el enero de 2019, de <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/cheques-de-pago-diferido/>

Caliba. (12 de junio de 2017). *Cheques de Pago Diferido*. Recuperado el 25 de noviembre de 2018, de [http://www.caliba.org.ar/newsletter/news\\_junio\\_12/Instrumentos.pdf](http://www.caliba.org.ar/newsletter/news_junio_12/Instrumentos.pdf)

Caveggia, S. (junio de 2019). *Para empresas: cómo es la reglamentación de la Ley de Financiamiento Productivo*. Recuperado el julio de 2019, de <https://www.ambito.com/para-empresas-como-es-la-reglamentacion-la-ley-financiamiento-productivo-n5035132>

Cleri, C. (2007). *El Libro de las Pymes*. Buenos Aires: Granica.

Comisión Nacional de Valores. (2018). *cnv.gob.ar*. Recuperado el 05 de 2018, de [cnv.gob.ar: http://www.cnv.gob.ar/onsimple/](http://www.cnv.gob.ar/onsimple/)

Comisión Nacional de Valores. (2017). *Publicaciones Pymes*. Recuperado el 2018, de Publicaciones Pymes: <http://www.cnv.gob.ar/Publicaciones/InformePymes/Informe%20trimestral%20PyME%20%20Diciembre%202017%20verde.pdf>

Comisión Nacional de Valores. (30 de noviembre de 2018). *RESOLUCION GENERAL C.N.V. 772/18*. Recuperado el 10 de julio de 2019, de Normas de la Comisión Nacional de Valores. Resolución General 772/2018. CNV. Oferta Pública. PyME. Ventas anuales.: <http://www.consejosalta.org.ar/wp-content/uploads/CNV-772.pdf>

Comisión Nacional de Valores. (julio de 2018). *Resolución General N° 743/2018 - Comisión Nacional de Valores*. Recuperado el julio de 2019, de [http://www1.revistarap.com.ar/Derecho/regulacion\\_servicios\\_publicos/comision\\_nacional\\_de\\_valores/1pub0010099479000.html](http://www1.revistarap.com.ar/Derecho/regulacion_servicios_publicos/comision_nacional_de_valores/1pub0010099479000.html)

Congreso Argentino. (2018). *camarco.org.ar*. Recuperado el 04 de 07 de 2018, de [camarco.org.ar: Ley%2027440%20-%20Financiamiento%20Productivo.pdf](http://camarco.org.ar/Ley%2027440%20-%20Financiamiento%20Productivo.pdf)

Consejo de Financiamiento de PyMEs y el Emprendimiento. (07 de julio de 2015). *Estrategia para Financiamiento de las PyMEs y el Emprendimiento*. Recuperado el 23

de octubre de 2018, de <http://cfinanpyme.economia.cl/wp-content/uploads/2017/12/Informe-Final-Completo.pdf>

Dunrauf, G. (2013). *Finanzas Corporativas*. Buenos Aires: Alfaomega.

El Contador. (11 de marzo de 2019). *Cronograma de implementación Régimen de Facturas de Crédito Electrónicas MIPyMEs*. Recuperado el 13 de marzo de 2019, de <https://elcontadonline.com/2019/03/cronograma-de-implementacion-regimen-de.html>

Erpen, M. (2017). *Mercado de Capitales. Manual para no Especialistas*. Buenos Aires: Temas.

Erpen, M. (2015). *Mercado de Capitales: manual para no especialistas*. Buenos Aires: Temas.

ERREPAR. (2018). *Análisis Ley 27440*. Buenos Aires: ERREPAR Contenidos.

Fernández, M. (07 de abril de 2018). *Qué son las SGR y cómo pueden ayudar a las PyMEs a conseguir financiamiento*. Recuperado el 25 de noviembre de 2018, de <https://www.apertura.com/emprendedores/Que-son-las-SGR-y-como-pueden-ayudar-a-las-PyMEs-a-conseguir-financiamiento-20180416-0006.html>

Figueras Rábano, C., García Lasso, I., & Higuera Pareja, P. (2005). *salones virtuales.com*. Recuperado el 2018, de Técnicas de Investigación en pedagogía social: [http://recursos.salonesvirtuales.com/assets/bloques/agustin\\_moron\\_tecdeinvestigacion.pdf](http://recursos.salonesvirtuales.com/assets/bloques/agustin_moron_tecdeinvestigacion.pdf)

Gitman, L., & Zutter, C. (2012). *Principios de Administración Financiera*. Ciudad de México: Pearson.

Gonzalez Cómbita, S. M. (2014). *La Gestión Financiera Y El Acceso A Financiamiento De Las Pymes Del Sector Comercio En La Ciudad De Bogota*. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia, Facultad de Ciencias Económicas, Maestría en Contabilidad y Finanzas.

Gonzalo A., J. A. (2005). *Instrumentos Financieros*. Recuperado el octubre de 2018, de Universidad de Alcalá: [http://www.elcriterio.com/niif/monografias\\_niif\\_aeca\\_expansion/libro3/239-423.pdf](http://www.elcriterio.com/niif/monografias_niif_aeca_expansion/libro3/239-423.pdf)

Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2004). *Metodología de la Investigación*. Buenos Aires: Mc Graw Hill.

Instituto Argentino de Ejecutivo de Finanzas. (2018). 5to Simposio de Mercado de Capitales y Finanzas Corporativos. *Revista del IAEF* , 20-23.

Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas. (2017). Congreso Mercado de Capitales ¿Hacia dónde va el mercado de capitales argentino? *Revista del IAEF* , 80-86.

La Nación. (mayo de 2019). *Qué significa ser un País Emergente*. Recuperado el julio de 2019, de <https://www.lanacion.com.ar/economia/argentina-mercado-emergente-porque-la-definicion-del-msci-es-clave-para-la-economia-argentina-nid2145414>

Manfredi, M. (junio de 2018). *9 años de espera Argentina volvera a ser emergente desde 2019*. Recuperado el 26 de noviembre de 2018, de <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Tras-9-anos-de-espera-Arentina-volvera-a-ser-emergente-desde-2019-20180621-0034.html>

Martínez, M. (2012). *Ciencia y Arte de la Metodología cualitativa*. México: Trillas.

Martinez, P. (junio de 2019). *La factura de crédito electrónica sumará sectores y bajará los montos*. Recuperado el 10 de julio de 2019, de <https://www.lavoz.com.ar/negocios/factura-de-credito-electronica-sumara-sectores-y-bajara-montos>

Martinez, P. (01 de julio de 2018). *Mercado de capitales: terreno preparado para el despegue*. Recuperado el 24 de noviembre de 2018, de <https://www.lavoz.com.ar/negocios/mercado-de-capitales-terreno-preparado-para-el-despegue>

Merlo, M. (2018). *Financiamiento PyMEs a través del Mercado de Capitales*. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de Capitales .

Ministerio de Producción de la Nación. (2017). *telam.com.ar*. Recuperado el 04 de 07 de 2018, de Economía: <http://www.telam.com.ar/notas/201706/192914-argentina-empresas-activas-cifras-mayoria-pymes.html>

Ministerio de Producción. (abril de 2019). *PyMEs Registradas en Córdoba*. Recuperado el 10 de julio de 2019, de <https://www.produccion.gob.ar/pymesregistradas/>

Ministerio de Producción y Trabajo. (15 de abril de 2019). *Nuevas categorías para ser PyME*. Recuperado el 10 de julio de 2019, de <https://www.argentina.gob.ar/noticias/nuevas-categorias-para-ser-pyme-3>

Ministerio del Trabajo. (10 de abril de 2017). *98 de cada 100 de los emprendimientos son categoría PyME*. Recuperado el 18 de octubre de 2018, de Consultora ABECEB.com: <http://www.abeceb.com/2017/04/10/98-de-cada-100-de-los-emprendimientos-son-categoria-pyme/>

Mora Alfonsín, L. (2018). *Chequeado.com*. Recuperado el 03 de 07 de 2018, de Qué Cambia con la Nueva Ley de Financiamiento Productivo.: <http://chequeado.com/el-explicador/que-cambia-con-la-nueva-ley-de-financiamiento-productivo/>

Olveira, D. (28 de febrero de 2019). *Alistan para el lunes 11 debut de la Factura Electrónica*. Recuperado el 12 de marzo de 2019, de <https://www.cronista.com/economiapolitica/Alistan-para-el-lunes-11-el-debut-de-la-factura-de-credito-electronica-20190228-0065.html>

Portafolio. (junio de 2008). *¿Qué es el Msci y cómo afecta a un país su reclasificación?* Recuperado el 26 de noviembre de 2018, de <https://www.portafolio.co/economia/finanzas/msci-afecta-pais-reclasificacion-284322>

Quiroga, O., & D`Angelo, J. (2017). *Telam.com.ar*. Recuperado el 04 de 07 de 2018, de El Futuro de la Economía está en las Pymes: <http://www.telam.com.ar/notas/201706/193631-pymes-futuro-economia-empleo-quiroga-angelo.html>

Rasiparda, M. (01 de noviembre de 2018). *Conferencia de Prensa AFIP*. Recuperado el 24 de noviembre de 2018, de <ftp://ftp2.errepar.com/Errepar/PDF/AFIP-ConferenciadePrensa-1-11.pdf>

Schimmel, W. (diciembre de 2017). *Pagare Bursatil - Instrumento de Inversión en dólares*. Recuperado el 25 de noviembre de 2018, de <http://www.solidum.com.ar/pagare-bursatil-instrumento-inversion-dolares/>

Secretaría de Emprendedores y PyMEs del Ministerio de Producción . (09 de mayo de 2018). *Nuevas categorías para ser PyME*. Recuperado el 28 de octubre de 2018, de <https://www.argentina.gob.ar/noticias/nuevas-categorias-para-ser-pyme>

Seltzer, J. C. (2012). *Informe N° 1. Formación y Ejercicio Profesional. Desarrollo profesional continuo de Contadores*. Buenos Aires: Centro de Estudios Científicos y Técnicos.

Yuni, J., & Urbano, C. (2003). *Técnicas para Investigar. Recursos metodológicos para la presentación de proyectos de investigación*. Córdoba: Brujas.

## ANEXOS

### **Anexo N° 1. Instrumento de Recolección de Información: Entrevista Estructurada - Cerrada.**

Objetivo General: Analizar los instrumentos de financiamiento del mercado de capitales como estrategia para el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas de Argentina.

Preguntas	Opciones de Respuesta		
	Si	No	¿Desea agregar algo más?
1.- ¿Existe la suficiente madurez y confianza por parte de las PyMEs en la ciudad de Córdoba (y de Argentina) para asumir las nuevas alternativas de financiamiento como son los instrumentos financieros del mercado de capitales?			
2.- ¿Considera usted que ha existido contradicción en lo que se ofrece y lo que se instrumenta en materia de financiamiento a las PyMEs en el mercado de capitales?			
3.- ¿Considera usted que aún existen elementos en materia legal que generan barreras para la incorporación total de las PyMEs en el mercado de capitales?			
4.-¿Conocen las PyMEs de Córdoba de las oportunidades que se ofrecen en materia de instrumentos financieros en el mercado de capitales argentino?			
5.-¿Se percibe mayor evolución y confianza en las PyMEs de la ciudad de Córdoba para utilizar o tener acceso a los instrumentos financieros del mercado de capitales?			

Fuente: Elaboración propia, 2018.