

**Universidad Siglo 21**



**Trabajo Final de Graduación**

Carrera: Contador Público

**Alternativas de financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales Argentino  
Período 2018-2019**

**Financing alternatives for SMEs in the Argentine capital market  
Period 2018-2019**

**Proyecto de Investigación Aplicada**

Autora: Giordano, Gisella Belén

Legajo: VCPB15579

Tutor: Savi, Oscar Rubén

General Baldissera, Córdoba, Argentina

Septiembre 2019

## **Dedicatoria**

Dedico mi trabajo final de graduación a mis padres, que junto a Dios me guían desde el cielo; a los hombres de mi vida, mi novio Jonatan y mi hermano Sebastián; y a mis amigas y familia que elijo y quiero.

Solo me queda decir, gracias infinitas al universo por hacerme tan afortunada, brindándome estos seres tan valiosos que colman mi corazón de amor acompañándome en este proceso y haciendo de mi vida, una aventura extraordinaria.

## Resumen

El presente TFG reporta una investigación que tuvo como objetivo principal identificar los diversos instrumentos a los que pueden acceder las PyMEs en el Mercado de Capitales Argentino, según sus necesidades de financiamiento, en el período 2018-2019. La investigación se sustentó en un tipo de investigación explicativa y se realizó mediante la aplicación de técnicas y procesos propios del análisis de contenido intencional. Entre los resultados obtenidos se destacan: a) cual fue el instrumento que canalizó mayor caudal de financiamiento a PyMEs, b) cual fue el instrumento que presentó el mayor dinamismo en el MAV, c) cual fue el instrumento que mostró un crecimiento notorio y exponencial, y d) cuales son los instrumentos a recomendar según el tipo de valor negociable, plazo de financiamiento, costos y beneficios, disposición de garantías y demás condiciones específicas de cada PyME en particular. Concluyendo que los resultados son altamente coincidentes con los aportes acreditados de la investigación en CNV, MAV y BCR, por lo que pueden servir de orientación y guía financiera para las PyMEs.

**Palabras Claves:** PyMEs, CNV, Mercado de Capitales Argentino, Alternativas de Financiamiento

## **Abstract**

This TFG reports research that had the main objective of identifying the various instruments that SMEs can access in the Argentine Capital Market, according to their financing needs, in the period 2018-2019. The research was based on a type of explanatory research and was carried out through the application of techniques and processes specific to the analysis of intentional content. Among the results obtained are: a) which was the instrument that channeled the greatest funding flow to SMEs, b) which was the instrument that presented the greatest dynamism in the MAV, c) which was the instrument that showed a noticeable and exponential growth, and d) which are the instruments to be recommended according to the type of negotiable value, financing term, costs and benefits, provision of guarantees and other specific conditions of each particular SME. Concluding that the results are highly consistent with the accredited contributions of the research in CNV, MAV and BCR, so they can serve as guidance and financial guidance for SMEs.

**Keywords:** SMEs, CNV, Argentine Capital Market, Financing Alternatives

## Índice General

CAPITULO I: Planteamiento del problema.....	1
1.1. Introducción.....	1
1.2. Problema.....	2
1.3. Justificación.....	2
1.4. Objetivos.....	4
1.4.1. Objetivo general.....	4
1.4.2. Objetivos específicos.....	4
CAPITULO II: Marco Teórico .....	5
2.1. Pequeña y Mediana Empresa.....	5
2.2. Mercado de Capitales .....	8
2.2.1. Comisión Nacional de Valores (C.N.V.) .....	12
2.2.2. Bolsas de Comercio (B.C.) .....	13
2.2.3. Mercados de Valores (M.V.) .....	14
2.2.4. Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).....	15
2.2.5. El Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval).....	16
2.2.6. Banco de Valores S.A. ....	18
2.2.7. Bolsas y Mercados del Interior .....	18
2.2.8. Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV).....	19
2.2.9. La Caja de Valores S.A. (CVSA) .....	20
2.2.10. Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA).....	21
2.3. Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo .....	21
2.4. Alternativas de Financiamiento para PyMEs .....	23
2.4.1. Oferta Pública de Valores Negociables .....	23
2.4.2. Cheques de Pago Diferido (CPD).....	26
2.4.3. Pagaré.....	28
2.4.4. Fideicomisos Financieros.....	29
2.4.5. Obligaciones Negociables PyMEs.....	31
2.4.6. Acciones.....	32
2.4.7. Factura de Crédito Electrónica (FCE).....	34
2.4.8. Private Placement / Colocación Privada .....	37
2.4.9. Caución bursátil .....	38
CAPITULO III: Marco Metodológico .....	40

3.1. Metodología.....	40
3.2. Cronograma de avance .....	44
3.3. Propuesta final .....	45
3.4. Resultados esperados.....	49
CAPITULO IV: Análisis de resultados.....	51
4.1. Desarrollo de la propuesta .....	51
4.1.1. Desarrollo del Objetivo específico N° 1 .....	51
4.1.2. Desarrollo del Objetivo específico N° 2 .....	59
4.1.3. Desarrollo del Objetivo específico N° 3 .....	67
4.1.4. Desarrollo del Objetivo específico N° 4 .....	71
CAPITULO V: Conclusiones.....	97
Referencias .....	99

## Índice de Tablas

Tabla 1 <i>Ingresos máximos anuales por sectores</i> .....	6
Tabla 2 <i>Actividades codificadas según RG 3537/2013. Modificada por RG 772/2018.</i> .....	7
Tabla 3 <i>Ficha técnica general</i> .....	42
Tabla 4 <i>Ficha ampliatoria</i> .....	43
Tabla 5 <i>Cronograma de avance</i> .....	44
Tabla 6 <i>Personal Ocupado en el tramo PyME</i> .....	53
Tabla 7 <i>Grilla de Análisis</i> .....	71

## Índice de Figuras

<i>Figura 1</i> Instituciones del Mercado de Capitales Argentino. ....	11
<i>Figura 2</i> Resumen de los principales instrumentos para el financiamiento de PyMEs, según el plazo de inversión. ....	34
<i>Figura 3</i> Incorporación de la FCE. ....	35
<i>Figura 4</i> Registro de la FCE. ....	37
<i>Figura 5</i> Tareas a realizar para cumplir con los objetivos del PIA.....	45
<i>Figura 6</i> SmartArt sobre los ingresos anuales por sector para calificar como PYME. ... .....	52
<i>Figura 7</i> Cuadro Sinóptico sobre el Universo PyME. ....	54
<i>Figura 8</i> Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.....	56
<i>Figura 9</i> Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.....	56
<i>Figura 10</i> Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.....	57
<i>Figura 11</i> Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.....	57
<i>Figura 12</i> Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.....	58
<i>Figura 13</i> Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.....	58
<i>Figura 14</i> SmartArt integral sobre el Mercado de Capitales .....	60
<i>Figura 15</i> Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el primer trimestre de 2018..... .....	61
<i>Figura 16</i> Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el segundo trimestre de 2018..... .....	62
<i>Figura 17</i> Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el tercer trimestre de 2018. .... .....	62
<i>Figura 18</i> Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el cuarto trimestre de 2018. .... .....	63
<i>Figura 19</i> Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el primer trimestre de 2019..... .....	63



<i>Figura 20</i> Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el segundo trimestre de 2019 .....	64
<i>Figura 21</i> Gráfico de Línea sobre la evolución de la incorporación de PyMEs en el Mercado de Capitales. ....	65
<i>Figura 22</i> Gráfico de Columnas sobre la evolución del financiamiento histórico PyMEs en el Mercado de Capitales, en el período 2009-2019. ....	66
<i>Figura 23</i> Gráfico de Columnas sobre la evolución del financiamiento PyMEs en el Mercado de Capitales, en el primer semestre de período 2018-2019. ....	66
<i>Figura 24</i> Flyer del nuevo instrumento incorporado al financiamiento PyME: FCE.....	69
<i>Figura 25</i> Flyer del procedimiento general de la FCE.....	69
<i>Figura 26</i> Flyer del procedimiento general de la FCE en ME.....	70
<i>Figura 27</i> Flyer de la FCE instrumentada con la Ley N° 27.440. ....	71
<i>Figura 28</i> SmartArt sobre la clasificación de los instrumentos financieros de acuerdo a su nivel de riesgo. ....	87
<i>Figura 29</i> Gráfico de Columnas sobre la clasificación de los instrumentos financieros de acuerdo al plazo de financiamiento. ....	87
<i>Figura 30</i> Grafico de Columna sobre Financiamiento total PyME. ....	88
<i>Figura 31</i> Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el primer trimestre de 2018. ....	89
<i>Figura 32</i> Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el segundo trimestre de 2018.....	89
<i>Figura 33</i> Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el tercer trimestre de 2018.....	90
<i>Figura 34</i> Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el cuarto trimestre de 2018.....	90
<i>Figura 35</i> Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el primer trimestre de 2019. ....	90
<i>Figura 36</i> Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el segundo trimestre de 2019.....	91
<i>Figura 37</i> Gráficos Circulares sobre financiamiento total PyME por instrumento, en los cuatro trimestres de 2017.....	91

<i>Figura 38</i> Gráfico de columna del análisis acumulado anual correspondiente al financiamiento PyME 2018.....	92
<i>Figura 39</i> Gráfico de columna del análisis acumulado anual correspondiente al financiamiento PyME del primer semestre de 2019. ....	92
<i>Figura 40</i> Gráfico de columna del análisis acumulado anual por instrumento correspondiente al financiamiento PyME del 2018. ....	93
<i>Figura 41</i> Gráfico de columna del análisis acumulado anual por instrumento correspondiente al financiamiento PyME del primer semestre de 2019. ....	93

## **CAPITULO I: Planteamiento del problema**

### **1.1. Introducción**

El presente Trabajo Final de Graduación (TFG) de la carrera Contador Público se enmarca dentro de un Proyecto de Investigación Aplicada que se lleva a cabo por intermedio de la Universidad Empresarial Siglo 21, el cual procura analizar las alternativas de financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales Argentino a las Pequeñas y Medianas Empresas, en adelante PyMEs.

Las PyMEs están transitando un complejo panorama; uno de los mayores problemas que afronta tiene que ver con el acceso a las líneas de crédito más tradicionales, lo cual representa un golpe directo al financiamiento de su actividad.

Históricamente, el acceso al crédito fue siempre una dificultad reclamada por el sector que se veía obligado a pagar tasas de interés excesivamente altas que terminaban empujando a la empresa a un círculo vicioso. Actualmente se vienen implementado nuevos enfoques de intervención y refinando los existentes, pero aun así, solo una pequeña porción de empresas accede al financiamiento, debido a que la realidad de las mismas es muy heterogénea dependiendo del sector en que se desarrollen y de la información que disponga cada una de éstas.

Existe consenso sobre la importancia de las PyMEs, por su contribución al Producto Bruto Interno y a la generación de empleo nacional, por lo que, es en este marco, que la problemática del financiamiento exige la búsqueda de nuevos instrumentos que se transformen en opciones viables para cada empresa y es aquí donde el Mercado de Capitales desempeña un rol fundamental brindándoles múltiples alternativas de financiamiento.

Del horizonte descripto precedentemente, es que nace la idea de crear el presente TFG como documento que sirva de guía financiera para las PyMEs, y les otorgue las herramientas necesarias para el conocimiento y distinción de cada instrumento que brinda el Mercado de Capitales Argentino y les facilite la toma de decisiones sobre cuales alternativas de financiamiento adoptar; en cuyo cuerpo se trata lo siguiente:

En el Capítulo 1 de este trabajo, se exponen los elementos que hacen al encuadre del problema de investigación, así como también se establecen los objetivos; luego, en el Capítulo 2 se presentan los argumentos teóricos que permiten comprender el tema del proyecto; para seguir en el Capítulo 3 con la exposición de la metodología a emplear en la investigación. Arribando así al Capítulo 4 con el desarrollo y análisis de la información presentando la integración realizada. Por último, en el Capítulo 5 se indican las conclusiones respecto a cuales son las alternativas de financiamiento que tienen las PyMEs en el Mercado de Capitales, destinadas a su crecimiento y desarrollo empresarial.

## **1.2. Problema**

¿Cuáles son los instrumentos que actualmente brinda el Mercado de Capitales, a las PyMEs, según sus necesidades de financiamiento?

## **1.3. Justificación**

Desde hace un tiempo a esta parte, la incertidumbre y el riesgo se apoderaron de la economía argentina. Para lograr que el país se reordene, desarrolle y crezca, es necesario recurrir al financiamiento.

La interrelación entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento de una economía ha sido y es objeto de estudio. Lo investigado evidencia una relación positiva entre el grado de desarrollo del sistema de intermediación financiera y el progreso de la economía.

Desde el punto de vista del crecimiento, los países se desarrollan a partir de instituciones sanas y sólidas, en términos jurídicos y económicos, que promueven que la población ahorre e invierta. El Mercado de Capitales es, sin duda, uno de los mecanismos de propagación de dicho proceso de crecimiento.

El Mercado de Capitales permite conectar directamente a todos aquellos que poseen fondos disponibles con aquellos que los necesitan para financiarse. En él se visualizan, por un lado, a los inversores que buscan instrumentos en los cuales poder invertir y, por el otro, a las empresas, gobierno y otras entidades, emisoras, que precisan fondos para financiar sus proyectos. Es por estas razones que el Mercado de Capitales juega un papel muy importante en la economía argentina, canalizando el ahorro de los inversores hacia el sector productivo.

Para que dicha función se logre correctamente es de suma importancia la existencia de un mercado regulado, eficiente, transparente y dinámico, siendo la información el activo base de todo el mercado, ya que el miedo y el desconocimiento pueden ser los causales de frenar las inversiones empresarias.

El planteamiento de este Proyecto de Investigación Aplicada es para explorar, analizar, describir e identificar las diferentes alternativas de financiamiento que tienen las PyMEs en el Mercado de Capitales Argentino. Considerando las dificultades que este tipo de empresas tiene para acceder al financiamiento y la relación poco clara que posee con respecto a los instrumentos disponibles en el Mercado, es que se decide formular el presente PIA.

## **1.4. Objetivos**

### **1.4.1. Objetivo general**

Identificar los diversos instrumentos a los que pueden acceder las PyMEs en el Mercado de Capitales Argentino, según sus necesidades de financiamiento.

### **1.4.2. Objetivos específicos**

- 1.) Determinar las características de las Pequeña y Mediana Empresa Argentina.
- 2.) Describir los aspectos que definen y regulan al Mercado de Capitales Argentino.
- 3.) Analizar las reformas introducidas por la Ley de Financiamiento Productivo que permite desarrollar el Mercado de Capitales e impulsar a las PyMEs.
- 4.) Especificar las diferentes alternativas de financiamiento que tienen las PyMEs en el Mercado de Capitales Argentino, en el período en estudio.

## **CAPITULO II: Marco Teórico**

### **2.1. Pequeña y Mediana Empresa**

Las PyMEs desempeñan un papel trascendental siendo siempre el sostén de la economía argentina, generando más del 70% del empleo, revelando el 40% del PBI local y representando con más de 800.000 empresas, el 96% de las compañías del país; según estadísticas del Mercado Argentino de Valores y CNV.

Se caracterizan principalmente por contar con un nivel de recursos y posibilidades mucho más reducidas que las de las grandes empresas, pero al generar capitales nacionales, arraigo en las provincias y ser además, unas de las principales productoras de trabajo, es que deben ser protegidas por el Estado para así poder competir frente a las grandes compañías.

Sin embargo, el crecimiento y desarrollo de dicho sector, muchas veces, se ve limitado al ser excluidas de muchos beneficios que otras empresas gozan, tales como el factible acceso al financiamiento, mayor organización interna y mayor acceso a la información, entre otros. El dificultoso acceso al financiamiento, debilita sus estructuras financieras y las hace más vulnerables a ser desplazadas hacia el circuito informal del crédito, con las consecuencias negativas que se desprenden de esa situación.

En un mismo país pueden coexistir distintos criterios de clasificación, como los establecidos en la Ley 25.300 de fomento para la micro, pequeña y mediana empresa, Título I, Art N° 1.; en la R.G. 357/2015 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, Art. N° 1.; el de la Fundación Observatorio PyME; como también el criterio del Ministerio de Trabajo; y/o el criterio de la CNV, entre otros.

En este TFG, se define y clasifica a las PyMEs según los criterios establecidos de acuerdo a sus ventas totales anuales y a su sector de actividad declarada. El nuevo texto de Normas N.T. 2013, modificado por la Resolución General 772/2018, de la Comisión Nacional de Valores, en adelante C.N.V., en su Art N° 1, considera PyMEs CNV, al sólo efecto del acceso al Mercado de Capitales, “a las empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen los valores establecidos” (*InfoLEG*, 2018).

Tales topes se expresan a continuación:

Tabla 1  
*Ingresos máximos anuales por sectores*

Sector	Ingresos Máximos Anuales (en \$)
Agropecuario	363.100.000
Industria y Minería	1.212.800.000
Comercio	1.431.200.000
Servicios	412.800.000
Construcción	568.300.000

Fuente: Elaboración propia en base a RG 772/2018 expuesta en la sección de Prensa de la CNV, con fecha de exposición 20/03/2019.

Para determinar dichos importes se adhiere a la descripción de Ingresos totales anuales de la CNV, considerados en la R.G. 743/2018, Art N° 2, de acuerdo con la cual, para el cálculo de tal valor se tendrá en cuenta el promedio de los ingresos de los tres últimos estados contables, sin tener en cuenta el IVA y los impuestos internos, en caso de corresponder; y de deducir hasta un 75% como máximo de las exportaciones, los ingresos provenientes del exterior (*InfoLEG*, 2018). Para el caso de que una empresa tenga una antigüedad menor, se considerará un promedio proporcional de ingresos.

Además se tiene en cuenta a la Resolución General 3537/2013, de la Administración Federal de Ingresos Públicos, en adelante AFIP, en la cual se establece el Codificador de Actividades Económicas (CLAE), modificado



actualmente por la Resolución General 772/2018, quedando codificados los sectores anteriores de la siguiente manera:

Tabla 2

*Actividades codificadas según RG 3537/2013. Modificada por RG 772/2018.*

Sector	Ingresos Máximos Anuales (en \$)	CLAE
<b>Agropecuario</b>	363.100.000	A
<b>Industria y Minería</b>	1.212.800.000	B; C; H (sólo código: 492); J (códigos: 591110, 591120, 602320, 620100, 620200, 620300, 620900 y 631200).
<b>Comercio</b>	1.431.200.000	G
<b>Servicios</b>	412.800.000	D; E; H (excepto código 492); I; resto de J; K; L; M; N; P; Q; R (excepto código 920) y S.
<b>Construcción</b>	568.300.000	F

Fuente: Elaboración propia en base a las actualizaciones propuestas en InfoLEG por RG 772/2018.

Si una PyME tiene ingresos de varios sectores se considerará el sector de actividad que mayor ingreso aporte a la empresa, según sus estados contables y considerando que el monto máximo de emisión es de \$500 millones o su equivalente en otras monedas, bajo el Régimen PyME CNV y de \$300 millones o su equivalente en otras monedas, bajo el Régimen PyME CNV GARANTIZADA, a partir de abril de 2019, según resuelve la CNV.

De acuerdo con lo establecido en los Art N° 4 y 5 de la RG 696/2017, no se consideran PyMEs CNV a las entidades bancarias, compañías de seguros, mercados autorizados por la CNV, entidades que brindan servicios públicos y empresas controladas o vinculadas a empresa o grupo económico que no son PyMEs CNV. Para poder ser considerada, el 20% o más del capital de las entidades incluidas en la nueva definición de PyMEs CNV no deberán pertenecer a otras entidades que no se circunscriban en las definiciones legales de PyMEs CNV (*InfoLEG*, 2017).

Con el convencimiento de que las PyMEs constituyen una pieza central en el desarrollo económico de cualquier región, que son dinamizadoras de mercados, que absorben importantes niveles de empleo y tienen gran flexibilidad para adaptar sus estructuras a escenarios cambiantes, es que se hizo posible que la oferta de valores negociables, en adelante V.N., en el Mercado de Capitales se extendiera a estas empresas a partir de la década del noventa.

## **2.2. Mercado de Capitales**

En primer lugar, se declara que la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional define y clasifica a las PyMEs según los criterios establecidos en el Art N° 1 de la Disposición 147/2006 de acuerdo a sus ventas totales anuales y a su sector de actividad declarada (*InfoLEG*, 2006). Pero al sólo efecto, del ingreso de las PyMEs al Mercado de Capitales, la CNV mediante la R.G. 772/2018, como previamente se expuso, eleva los montos máximos con el propósito de que una mayor cantidad de empresas puedan ser consideradas PyMEs y favorecerse con los regímenes simplificados para la oferta pública de sus valores; por lo que se consideró esta última clasificación en el apartado anterior.

Un Mercado se puede definir como un ámbito en donde se encuentran compradores o demandantes y vendedores u oferentes de determinados productos que pueden ser bienes o servicios.

Se adhiere a diferentes conceptos, expuestos por Erpen, Mónica en el libro *Mercado de Capitales: Manual para no Especialistas* (2010), para explicar y comprender el tema en estudio. Los mismos se enuncian a continuación:

Los productos que se negocian en el mercado financiero se denominan (activos financieros) y otorgan a sus tenedores el derecho a percibir flujos futuros de

dinero. Éstos permiten canalizar el ahorro de las unidades superavitarias hacia las necesidades de financiamiento de las unidades deficitarias.

Las (unidades superavitarias), inversores, son las que ofrecen el ahorro en el Mercado Financiero con el objetivo de incrementar sus posibilidades de consumo en el futuro. Pueden clasificarse en individuales como son las familias y/o empresas que administran sus propias inversiones; o institucionales como son las compañías que administran fondos de terceros. Las (deficitarias), emisores, son aquellas que desean gastar más que su nivel de ingresos y que por lo tanto necesitan financiamiento. Se pueden clasificar en sector público como es el gobierno nacional, provincial y municipal; y en sector privado, como son las PyMEs, empresas que conciernen en el presente PIA.

El Mercado de Capitales es uno de los ámbitos del Mercado Financiero, siendo el Mercado Bancario el otro constituyente. El Mercado de Capitales, de interés en esta investigación, está constituido por dos segmentos con funciones diferenciadas el mercado primario y el secundario. En el (mercado primario) se emiten y colocan los activos financieros. En él, los intermediarios ofrecen sus servicios de asesoramiento para que los emisores puedan emitir y colocar los V.N. entre los inversores. En el (mercado secundario) se cotizan y negocian los activos financieros. En él, los inversores, de acuerdo con su perfil de riesgo y a partir de la asesoría de los agentes registrados, realizan transacciones de compra y venta, a través de tales intermediarios autorizados. Al ser las unidades superavitarias las que deciden qué valores negociables comprar, asumen el riesgo de la operación. El (agente intermediario) solo participa en la negociación sin decidir a quién prestar, ya que solo aconseja, y sin asumir los riesgos. Estos intermediarios ingresarán las órdenes de compra y de venta

vía (Sistema Integrado de Negociación Asistida por Computadora, en adelante SINAC), o mediante la (negociación tradicional a viva voz) es decir, en piso.

La negociación será al mejor postor y las operaciones se concretan de acuerdo con una prioridad precio-tiempo. A igual precio, tendrá prioridad la orden de compra o venta que haya ingresado primero. Cuando las ofertas de compra y de venta concuerdan la transacción se concretará.

Los activos financieros adquiridos en nombre del inversor a través del agente intermediario registrado, serán custodiados por el (agente de depósito colectivo) autorizado por la CNV para tal fin. Los instrumentos serán depositados a la orden del intermediario y en nombre del inversor. De esta manera, los instrumentos adquiridos por el agente registrado se encontrarán asociados a su cuenta comitente pero situados en subcuentas comitentes a nombre del inversor, apartando así el patrimonio de las entidades depositantes respecto al de sus clientes (Erpen, 2010).

Estas operaciones se realizan en ámbitos formales denominados Bolsas y Mercados. En Argentina, las Bolsas de Comercio, Mercados de Valores y el Mercado Abierto Electrónico, funcionan bajo la supervisión y control de la CNV.

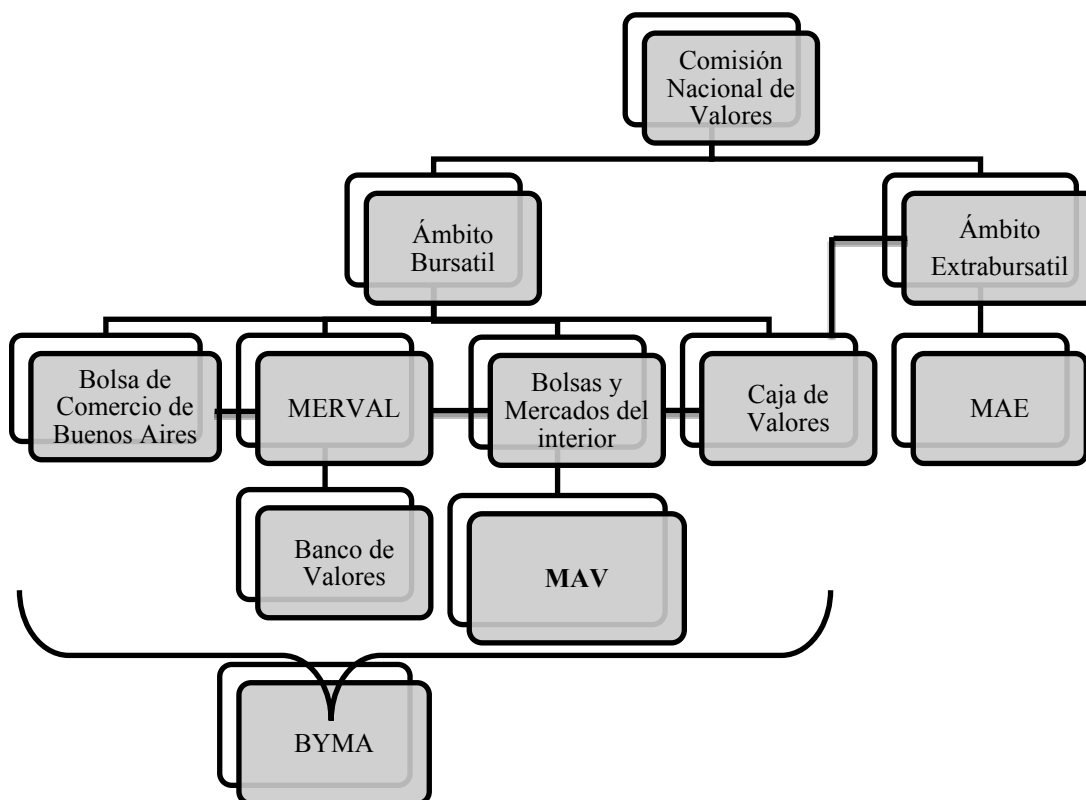
Por la ley N° 26.831, la CNV, será la autoridad de aplicación y contralor de la presente ley, cuyo propósito es “el desarrollo del Mercado de Capitales en forma equitativa, eficiente y transparente, protegiendo los intereses del público inversor, minimizando el riesgo sistémico y fomentando una sana y libre competencia” (CNV, 2012).

En este sentido y como se expuso previamente, el Mercado de Capitales canaliza el ahorro de los inversores hacia el sector productivo; siendo un puente que vincula el ahorro y la inversión productiva. Es el espacio donde se ofrecen públicamente valores negociables autorizados por la CNV. Aquellas entidades que

desean financiarse en el mismo, deben solicitar su inscripción en la CNV, que será la encargada de autorizar su oferta pública inicial. Estos ámbitos de negociación, en donde se realizan las operaciones de los activos financieros, de acuerdo a las características de la concertación y liquidación de las transacciones, se clasifican en bursátiles y extrabursátiles.

En el bursátil, hay concurrencia de ofertas e intermediación en la liquidación de las operaciones. En el extrabursátil, las transacciones son pactadas en forma bilateral, entre las partes. El que interesa en este PIA es el Mercado Bursátil, integrado por Bolsas de Comercio, Mercados de Valores y entidades de Depósito Colectivo, de Liquidación y Compensación de operaciones.

Seguidamente se presenta un diagrama con las instituciones del Mercado de Capitales Argentino, supervisadas y controladas por la CNV.



*Figura 1* Instituciones del Mercado de Capitales Argentino.  
Fuente: Elaboración propia.

Estas entidades desarrollan funciones varias y diferenciadas, tales como el registro y la difusión de operaciones, la negociación, la administración de garantías y liquidación de operaciones, la custodia colectiva y el registro de accionistas.

A continuación se expone una clara descripción de las principales instituciones, que proveen un marco optativo para la realización de las diferentes operaciones bursátiles, expuestas en la figura precedente; comenzando por el organismo regulador del Mercado de Capitales y luego por el resto de las instituciones. Previamente a manifestar el resto de entidades, se ilustra en términos generales a que se llama Bolsa y Mercado, para así lograr una clara comprensión de las instituciones que forman parte del Mercado de Capitales Argentino.

### **2.2.1. Comisión Nacional de Valores (C.N.V.)**

La C.N.V. es un organismo de supervisión, promoción y control del Mercado de Capitales, promoviendo el desarrollo de un mercado transparente, inclusivo y sustentable que contribuye al progreso socio-económico de la Nación. Es un ente autárquico dependiente del Ministerio de Finanzas Públicas con jurisdicción en todo el territorio nacional cuya sede principal actualmente se encuentra en calle 25 de Mayo 175, en pleno centro de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CNV, 2018).

Cumple un papel central de control, regulación, autorización y fiscalización de la oferta pública de aquellas PyMEs que acuden al Mercado de Valores para convenir su financiamiento mediante la emisión de los Valores Negociables.

Fue creada en el año 1968 con la Ley N° 17.811 de Oferta Pública, siendo ésta derogada en el año 2012 con la sanción de la Ley N° 26.831 de Mercados de Capitales. Por esta ley, en el Capítulo IV, Art N° 19 y 20, la CNV, será la autoridad

de aplicación y contralor de la presente ley y, a tal fin, es la entidad encargada de reglamentar y controlar el Mercado de Capitales (*InfoLEG*, 2012).

En su página oficial [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar) se puede acceder a las Leyes, Decretos y Resoluciones Generales que forman parte de la legislación que posibilita a la CNV a ejercer sus funciones de regulador en el Mercado de Capitales Argentino, además de su marco institucional e informes, y por el motivo de acotar aquello que está disponible en otro sitio, es que no se transcriben en el presente TFG.

### **2.2.2. Bolsas de Comercio (B.C.)**

El término Bolsa de Comercio sugiere que el objetivo de ésta es la realización de transacciones comerciales de productos y subproductos de la agricultura y ganadería, así como también negocios de títulos valores, de otras materias primas, mercaderías, servicios y activos de cualquier naturaleza. Sus funciones naturales fueron y son las de impulsar la creación y el perfeccionamiento de los mercados. Garantizando la formación de precios transparentes, ofreciendo un marco legal eficaz y un ámbito imparcial para disipar diferencias, facilitando así el crecimiento del comercio y canalizando el ahorro hacia inversiones productivas.

Cabe aclarar que el presente TFG sólo se basa en aquella Bolsa de Comercio que solo negocia Valores y es por ello y para no dejar lugar a la duda que también puede denominarse “Bolsas de Valores”. Por ello, el doctor Dapena Fernandez, José Pablo, en su libro *Instrumentos de inversión y mercados financieros: un manual para aprender desde los cuadros financieros*, expresa que en la mayoría de los países no existe una Bolsa de Comercio y un Mercado de Valores, sino que existe una Bolsa de Valores; y es por ello que muchos directivos de PyMEs confundan a ambas instituciones.

Las Bolsas de Comercio son entes fundados bajo la forma de asociación civil o de sociedad anónima, cuyos estatutos prevén la cotización de V.N. para ser ofrecidos públicamente, siempre que hayan sido autorizados por la CNV, como se demuestra en el cuadro precedente.

Las Bolsas de Comercio fortalecen al Mercado de Capitales e impulsan el desarrollo económico y financiero. Los V.N. autorizados por una B.C. podrán negociarse en el Mercado de Valores adherido a ella.

Las mismas están facultadas para:

- Canalizar el ahorro hacia la inversión.
- Favorecer una asignación eficiente de los recursos.
- Establecer los requerimientos que deben cumplirse para cotizar V.N.
- Asegurar la veracidad de los balances y documentos que deban presentarles.
- Publicar las cotizaciones y precios corrientes.
- Autorizar.
- Suspender y cancelar la cotización de V.N.
- Dictar normas reglamentarias que garanticen la veracidad en el registro de las cotizaciones, etc.

Para llevar adelante estas acciones, las Bolsa de Comercio se instituyen como organizaciones que brindan el marco y las herramientas para el desarrollo de los mercados y el comercio en general.

### **2.2.3. Mercados de Valores (M.V.)**

Un Mercado de Valores es un ámbito de concertación, registración y liquidación de operaciones que involucran V.N. públicos y privados. De acuerdo con la normativa vigente, los M.V. deben constituirse bajo la condición de S.A.



Los mismos están facultadas para:

- Precisar los requisitos que deben cumplir los interesados para su admisión.
- Reglamentar las operaciones que realicen los Agentes y Sociedades de Bolsa.
- Asegurar la veracidad y registración de las operaciones concertadas en su ámbito.
- Establecer las normas sobre las condiciones en que avalará el cumplimiento de las operaciones que se realicen y registren, entre otras.

Los Mercados de Valores propician la participación de las PyMEs para que formen parte de los beneficios que otorga el Mercado de Capitales en relación a financiamiento, visibilidad, transparencia, etc.

A continuación se expone y caracteriza a las instituciones del Mercado de Capitales Argentino, propuestas en la Figura 1.

#### **2.2.4. Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)**

La BCBA es una asociación civil sin fines de lucro que permite asegurar la transparencia y el acceso igualitario por parte de los inversores a la información.

Fue creada en el año 1854 con la finalidad de formar y administrar un centro de cotización de productos, monedas, acciones y bonos. Es la más importante del país, concentrando la mayor parte del volumen negociado a nivel nacional.

En el año 2002, la BCBA, con el objetivo de acercar cada vez más al Sistema Bursátil a un amplio sector empresario, crea el Departamento de PyMEs, actualmente Área Comercial de PyMEs y Emprendedores, para conseguir difundir entre tales empresas los instrumentos financieros disponibles en el Mercado de Capitales.

Se adhiere a lo expresado en su página oficial [www.bcba.sba.com.ar](http://www.bcba.sba.com.ar), para señalar que a lo largo de sus 165 años de historia, la Bolsa ha sabido adaptarse positivamente a las numerosas situaciones del país, tanto a los diversos embates económicos, políticos y financieros como a las épocas de mayor quietud y prosperidad, respondiendo con solidez y transparencia. En la actualidad continúa con su labor de canalizar el ahorro hacia la actividad productiva y extender los beneficios del financiamiento a través del Mercado de Capitales a todo el país (BCBA, 2019).

### **2.2.5. El Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval)**

El Merval es una sociedad anónima, de capital abierto representado por acciones que cotizan en la BCBA.

Fue creado en el año 1929 cuando un grupo de socios deciden fundar el Mercado de Títulos y Cambios de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires S.A., con el objetivo de liquidar y garantizar todas las operaciones que se realizaran en ese ámbito. Luego en 1950, se transforma en el actual Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.

Su rol abarca la concertación, liquidación y compensación de los valores negociables que cotizan en la BCBA. A estas funciones se suman las de vigilancia y la de garantizar las transacciones realizadas por los agentes y sociedades de bolsa.

Para cumplir eficientemente sus funciones, el Merval, regula, coordina e implementa todos los aspectos relacionados con las diferentes operaciones bursátiles que se realizan en los distintos segmentos de negociación, debido a que éste actúa como contraparte central de las operaciones cursadas.

Por todo lo dicho se adhiere a lo citado en su página oficial [www.merval.sba.com.ar](http://www.merval.sba.com.ar), sobre las principales funciones del Merval, conferidas por la Ley 26.831 de Mercado de Capitales, las cuales concentran en:

- Dictaminar reglamentaciones que habiliten la actuación de agentes autorizados por la CNV.
- Autorizar, suspender y cancelar la negociación de V.N. en la forma que dispongan sus reglamentos.
- Dictar normas reglamentarias que legitimen la veracidad de los precios.
- Fijar los márgenes de garantía que exija a sus agentes miembros, para cada tipo de operación que garantice.
- Constituir tribunales arbitrales.
- Emitir boletines informativos.

Tales facultades podrán ser ejercidas por el propio Mercado o delegadas total o parcialmente, a otras entidades calificadas (*Merval, 2019*).

El rendimiento del Mercado a través del tiempo, en función de las variaciones de precio de los instrumentos que los conforman, es reflejado a través de varios índices bursátiles, los cuales son expuestos por Bolsas y Mercados Argentinos, en adelante BYMA, y estos son: Índice Merval (Merval), Índice Merval Argentina (M.AR), Índice Merval 25 (M.25), Índice Burcap (Burcap) e Índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (IGBCBA). Y para el mercado de bonos: Índice de Bonos IAMC (IB.IAMC) (*BYMA, 2018*).

El Panel PyMe del Merval está conformado por las acciones de tales empresas, que se permiten cotizar bajo un régimen simplificado y es hacia el financiamiento de tales empresas a donde apunta el presente PIA.

Con el fin de satisfacer las necesidades del nuevo Mercado de Capitales, según lo dispuesto por la Ley N° 26.831, el Merval se ha reorganizado procediendo así a la división parcial de sus activos para crear la nueva entidad legal llamada Bolsas y Mercados Argentinos S.A., en adelante BYMA.

### **2.2.6. Banco de Valores S.A.**

El Banco de Valores es ideado para atender las necesidades relacionadas con el Mercado de Capitales Argentino en general y con la Operatoria Bursátil en particular. Como se concibe en su página oficial <http://bancodevalores.com/>, el objetivo fundacional del mismo es contribuir al desarrollo del Mercado de Capitales Argentino ocupando un rol protagónico en la estructuración y colocación de V.N.

Su historia pública vislumbra que fue creado en el año 1978 por el Merval, quién planteó su perfil característico y distintivo en el sistema bancario que actualmente representa, estableciéndolo en la entidad financiera más identificada con el Mercado de Capitales en la Argentina.

De acuerdo con la afirmación precedente y con lo establecido en su estatuto, tal condición mantiene plena vigencia aún con la reciente escisión del Merval en dos compañías, BYMA en asociación con la BCBA y el Grupo Financiero Valores S.A., quien pasa a ser el accionista mayoritario, poseedor del 99,99% de las acciones de Banco de Valores S.A. (*Banco de Valores*, 2019).

Su función es la organización y colocación de valores negociables, brindando asesoramiento a emisores y destacándose en la estructura de fideicomisos y en su rol de agente fiduciario; articulando la inversión y la producción en pos de su objetivo fundacional.

### **2.2.7. Bolsas y Mercados del Interior**

Como se explicó anteriormente existen Bolsas de Comercio y Mercados de Valores en el interior del país (como lo son la de Rosario, Mendoza, Córdoba, La Rioja, entre otras).

En este TFG se hará referencia a la Bolsa de Comercio y el Mercado de Valores de Rosario, que juegan un rol fundamental en su zona de influencia, y es en donde se investiga para el desarrollo del presente PIA.

Sus funciones son las de autorizar la cotización de V.N. y proveer el ámbito de negociación para cada activo financiero que allí se trate. Éstas/os buscan mejorar las alternativas de financiamiento para las PyMEs y apuntalar su amplio segmento en el ámbito bursátil.

La unión de dos Bolsas reconocidas en Argentina, formaran un Mercado especialista para las PyMEs, que se explica a continuación.

#### **2.2.8. Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV)**

El MAV es una entidad conformada por las Bolsas y los agentes de las ciudades de Rosario y Mendoza. Nace en el año 1927 como la primera S.A. del país que decide crear un Mercado de Valores; como se afirma en su página oficial [www.mav-sa.com.ar](http://www.mav-sa.com.ar) y de acuerdo con ello, en aquel tiempo la denominación social fue “Mercado de Títulos y Cambios de Rosario”, luego madura a “Mercado de Títulos y Cambios de la Bolsa de Comercio de Rosario S.A.” para luego ser “Mercado de Valores de Rosario”, razón social que subsistió hasta el año 2013 cuando se fusiona con el Mercado de Valores de Mendoza, como antes se citó, cambiando su razón por la de Mercado Argentino de Valores S.A. promovido por el vigor de la Ley N° 26.831 de Mercados de Capitales (MAV, 2019).

Está dedicado a la operatoria de productos bursátiles para las PyMEs y economías regionales, además de instrumentos no estandarizados que potencien el desarrollo ágil y eficiente de dicho segmento.

Es el Mercado Especialista para las PyMEs y como su historia revela “Esa especialización y segmentación de productos, permite que el MAV ofrezca en exclusividad (...) instrumentos diseñados para potenciar el desarrollo de las economías regionales y Pymes del país” (MAV, 2018).

### **2.2.9. La Caja de Valores S.A. (CVSA)**

La Caja de Valores, es la central depositaria argentina, encargada de recibir depósitos colectivos de títulos valores públicos o privados, facilitando las transacciones de los mismos y desarrollando una importante función dentro del Mercado de Capitales. Las funciones adicionales que desempeña son: agente de custodia, registro, pago y numeración, agente fiduciaria, agente de canje y gestora de la liquidación de acreencias relacionadas con el pago de dividendos, rentas y amortizaciones de los activos financieros en custodia.

Fue fundada en el año 1974, siendo la CNV es su organismo de contralor y la Ley 20.643, modificada por la Ley 27.440 de Financiamiento Productivo, su marco legal regulatorio, junto con la Ley 26.831 y las Normas de la Comisión Nacional de Valores, ofreciendo así seguridad y transparencias en sus operaciones.

De acuerdo con lo expuesto en su página oficial [www.cajadevalores.com.ar](http://www.cajadevalores.com.ar) y adhiriendo a esta afirmación, la CVSA aporta al Mercado de Capitales confianza y seguridad en el registro, administración y custodia de V.N. (CVSA, 2019)

Gracias a su desarrollo tecnológico, esta institución está a la altura de las centrales depositarias de títulos más desarrolladas del mundo y con ello afianza su liderazgo en el contexto internacional.

### **2.2.10. Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA)**

Con el objetivo de encausar las necesidades del nuevo Mercado de Capitales previsto en la Ley 26.831, y haciendo mención a lo expuesto en su historia oficial, el Merval implementó su reorganización procediendo a la escisión parcial de su patrimonio para constituir una nueva entidad: Bolsas y Mercados Argentinos S.A. como ya se simplificó BYMA, resultando ésta la continuadora de la actividad del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., con la incorporación de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como accionista. BYMA es una nueva Bolsa de Valores que integra y representa a los principales actores del Mercado de Capitales Argentino. (BYMA, 2019).

Llegó para ampliar, expandir y potenciar la plaza bursátil argentina, integrando mercados y tecnologías. “Integrada bajo una plataforma tecnológica de vanguardia, siguiendo los principales estándares de calidad y seguridad de los mercados mundiales, BYMA ofrece (...) un acceso seguro y transparente al mundo de la inversión.” (BYMA, 2018).

Este es un gran avance en el fortalecimiento del Mercado de Capitales, BYMA es una bolsa que integra mercados y tecnologías, ágiles y modernas, para convertir la inversión en crecimiento y desarrollo argentino, conjugando liquidez, profesionalismo y seriedad tanto en su rol de emisora como de mercado y cámara compensadora autorizada por la CNV.

### **2.3. Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo**

En mayo del año 2018 se sancionó la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, cuyo dictamen impacta especialmente sobre las PyMEs, el Mercado de Capitales y la CNV, desbloqueando segmentos muy importantes de financiamiento.

Los primordiales objetivos de la Ley, que tienen relación con el TFG, son: potenciar el financiamiento a las PyMEs, fortalecer la capacidad reguladora de la CNV y desarrollar el Mercado de Capitales, con las modificaciones en la Ley N° 26.831 que lo reglamenta, buscando ampliar la base de inversores y de empresas que se financien en dicho ámbito, como así también alentar la integración y federalización de los distintos mercados del país.

En relación a las PyMEs propuso desarrollar tres elementos que mejoran sus condiciones de financiación y les permiten aumentar su productividad, los cuales son:

- La emisión de Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs: Estableciendo que las facturas emitidas por las PyMEs quedan aceptadas automáticamente a los 15 días de haberse emitido; de esa forma podrán venderse anticipadamente a través de bancos y/o en el Mercado de Capitales, permitiéndoles a estas empresas acceder a créditos a tasas competitivas, ya que el riesgo crediticio de tal instrumento está asociado al deudor de la factura y no a la PyME que la emitió.
- La simplificación en la emisión de Obligaciones Negociables (ON): Eliminando la necesidad de las PyMEs de contar con un síndico en la emisión de O.N. garantizadas.
- Se refuerza el carácter de valor negociable del Pagaré: Siendo el mismo, un instrumento convencional para las PyMEs.

Tales instrumentos serán expuestos, a continuación, en la sección de las Alternativas de Financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales.

La presente Ley también modifica a la Ley N° 26.831, entre más modificaciones establecidas en la misma, considerando el desarrollo del Mercado de Capitales como una actividad estratégica y fundamental para el crecimiento del país;



siendo uno de sus principales objetivos propender a la integridad y transparencia del Mercado y minimizar el riesgo sistémico, fomentando una clara competencia.

## **2.4. Alternativas de Financiamiento para PyMEs**

### **2.4.1. Oferta Pública de Valores Negociables**

La emisión de los valores negociables, en oportunidad (V.N.) como ya se hacía mención, requiere una revisión de legalidad y veracidad de la información aportada por el emisor, para poder obtener así la autorización de la oferta pública; definiéndose como tal a la invitación que se hace pública para realizar cualquier acto jurídico con valores negociables.

La autoridad de aplicación es la CNV, quien debe controlar la información presentada en el prospecto de emisión antes de autorizar la oferta pública. Lo que se va a verificar es que se haya cumplido con el deber de informar correctamente sobre las características de los valores negociables a emitirse, que se ajusten a la normativa vigente y que la empresa se encuentre en circunstancias de seguir ofreciendo información relevante.

En el Prospecto se expondrá la situación económica, financiera, patrimonial y legal, entre otras características del emisor, además de las especificaciones del valor negociable a emitir como pueden ser el tipo, plazo, moneda, mecanismo de colocación, entre otros, para que además de cumplir con los requisitos de la oferta pública, el potencial inversor pueda, con dicha información, tomar la decisión de invertir o no en determinado activo financiero.

Una vez que se obtiene la autorización, la oferta se realiza, en el mercado primario, a través de un agente colocador, que actúa como intermediario, como se explicó en la presentación del apartado Mercado de Capitales. Luego, tales activos

financieros, pueden ser comprados y vendidos por los inversores, también mediante intermediarios, en el Mercado secundario, proveyendo de liquidez a los mismos.

Los inversores pueden canalizar sus ahorros hacia una gran variedad de activos financieros. En el Mercado de Capitales, se ofrecen múltiples valores negociables, los cuales poseen características muy diferentes entre sí, en relación al riesgo-rentabilidad. Al existir una amplia gama de alternativas, los emisores e inversores pueden elegir como y en donde emitir e invertir, diversificando así su cartera de financiamiento e inversión.

Los diferentes valores negociables, se puede clasificar según la naturaleza de su flujo de fondos en, VN de renta fija o variable; según quien sea el emisor en, emitidos por el sector privado como lo son las PyMEs, o por el sector público como lo conforman los diferentes niveles de gobierno; según la forma en que se estructura la emisión en, dentro del balance del emisor o fuera del mismo; y según los plazos, en instrumentos de corto y de largo plazo.

Adhiriendo a lo expuesto por Erpen (2010) los Valores Negociables de Renta Fija, son aquellos cuyos flujos de fondos, representado por los V.N., son conocidos por el inversor; en el prospecto de emisión se especifica cómo será la devolución del capital y el pago de los intereses, ya estipulados. Los de Renta Variable, son aquellos cuyos flujos de fondos no se conocen de ante mano al invertir; esto es así, porque dependen del rendimiento de la actividad a desarrollar por la empresa emisora.

Es interesante destacar que quien invierte en VN de Renta Fija, se convierte en acreedor de la empresa emisora, y quien invierta en el instrumento de Renta Variable, se convierte en accionista del emisor. Por lo que en caso de liquidación o quiebra de la empresa el primero tiene prioridad ante el segundo, es decir, quien tiene prioridad es el acreedor.

Tanto los instrumentos de Renta Fija y como los de Renta Variable pueden ser emitidos por empresas del sector público o privado, categorización que es considerada para conocer y evaluar al posible emisor del activo a negociar.

Respecto a la estructura elegida por el emisor, serán los activos que respaldarán la emisión y por ello, el riesgo a asumir por el inversor.

El respaldo con el que cuenten los activos financieros a negociar puede estar dado por la totalidad del patrimonio del emisor, que en ese caso, serían emisiones dentro del balance; o por un conjunto específico de activos, que en cuyo caso las emisiones serían fuera del balance. Esta última forma se realiza con el objetivo de separar el riesgo del valor negociable del riesgo de quiebra de la empresa y por ello se crea un vehículo llamado fideicomiso financiero.

Una cuestión asociada a los plazos, es la necesidad de financiamiento temporal y permanente; ya que logrando una adecuada distinción de los períodos de financiamiento es que se pueden escoger las alternativas que sean de mayor utilidad para cada caso en particular. Gitman y Zutter, en su libro *Principios de administración financiera* (2012) hablan de una estrategia agresiva de financiamiento en donde las necesidades estacionales se cubren con deuda de corto plazo y las permanentes, con deuda a largo plazo. Lo cual genera un beneficio que permite optimizar las operaciones y agregarle valor a la empresa ya que en los plazos más cortos, se visualiza reducción de costos financieros asociados a un menor riesgo.

Los V.N. a especificar, instrumentos disponibles en el Mercado de Capitales, y a los cuales pueden acceder las PyMEs para su financiamiento, se identifican a continuación.

#### **2.4.2. Cheques de Pago Diferido (CPD)**

Como se establece en la sección de educación financiera de la BCBA, un CPD es:

Un sistema de descuento de cheques en el mercado de capitales por el cual quien tiene cheques a cobrar en un futuro (...) puede adelantar su cobro vendiéndolos en el mercado, mientras que quien posee fondos líquidos puede comprar estos cheques a cambio de atractivas tasas de interés futuras (BCBA, 2018).

Son órdenes de pago expedidas a una fecha estipulada, posterior a la fecha de su libramiento y hasta 360 días, contra una entidad financiera autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe contar con los fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o tener autorización para girar en descubierto por el monto a cancelar indicado en el valor negociable.

Es un instrumento de deuda de renta fija y de tipo cupón cero ya que el inversor lo compra a un valor inferior del que recibirá al vencimiento, dándole la posibilidad de ganar una diferencia que surge de comprar ese cheque a un valor menor a su monto y cobrarlo una vez llegado su vencimiento. Es una excelente herramienta de financiación que permite descontar cheques de manera transparente, simple y segura.

Éste ha sido una importante puerta de acceso de las PyMEs al Mercado de Capitales, permitiendo su financiamiento a corto plazo, negociándose bajo el régimen de oferta pública y representando una opción muy ventajosa respecto de otras alternativas de financiamiento, ya que ofrece mayores niveles de retorno respecto de similares alternativas de inversión. De acuerdo a un informe realizado por la Fundación Observatorio PyME (2016), el mayor acercamiento del sector PyME al

Mercado de Capitales se canaliza vía descuento de cheques de pago diferido, principalmente para afrontar obligaciones de corto plazo.

Si bien existen distintos regímenes de negociación, según el Portal PyMEs de la CNV (2018), las PyMEs pueden negociar sus CPD mediante dos segmentos, denominados: Segmento Patrocinado y Avalado. Según la información financiera propuesta por la página oficial de las BCBA, son tres los sistemas de negociación, Sistema Patrocinado, Avalado y de Cheques endosados. En este TFG se apoyará al régimen propuesto por el MAV, ya que es con quien se trabaja en el presente PIA, cuyas características se especifican a continuación:

- Segmento Patrocinado: Las entidades libradoras del instrumento (Sociedades Comerciales, Cooperativas, Asociaciones Civiles, Mutuales, Fundaciones y los Estados Nacional, Provincial y Municipal) podrán solicitar la cotización de los CPD por ellas emitidos a favor de terceros, para que puedan ser negociados en el Mercados de Valores.
- Segmento Avalado: Modalidad exclusiva de las PyMEs, quienes pueden negociar cheques propios o de terceros, a través del aval de una SGR autorizada que garantiza su negociación en el Mercado de Capitales. Es una alternativa muy ventajosa de financiación ya que le permite a las PyMEs acceder al Mercado a través de tasas similares a las obtenidas por grandes empresas (MAV, 2019).

Es significativo acentuar que al adquirir un CPD Patrocinado se asume el riesgo correspondiente al librador, ya que es quien patrocina y fomenta el descuento de su propio cheque, con lo cual la tasa implica un riesgo mayor. Por otra parte, al adquirir un CPD Avalado, al estar garantizado su pago, en caso de dificultad de cobro,

se negocian a una tasa considerablemente menor a los patrocinados. Tal afirmación es tomada de lo expresado por la BCBA (2019) en su portal de educación financiera.

Es prudente esclarecer, de acuerdo a lo expuesto en un programa de capacitación del MAV y la Bolsa de Comercio de Rosario en el año 2015, que una SGR tiene como objetivo el otorgamiento de garantías a las PyMEs para facilitar y mejorar su acceso al crédito; y tales garantías las podrá emitir no sólo con CPD, sino sobre múltiples operaciones financieras, entre las que se incluyen las Obligaciones Negociables, los Fideicomisos Financieros, entre otros.

Otra modalidad, exclusiva del MAV, es el CPD de:

- Segmento Directo: Modalidad que contempla subdivisiones del segmento como: Directo Garantizado, No Garantizado, Warrant, con Garantía de Contrato de Granos en modalidad Precio a Fijar. Éste segmento permite gran flexibilidad para generar estructuras de financiamiento adaptadas a los mecanismos de garantías más adecuados para cada operatoria.

Esta es una sublime herramienta de financiación que permite mejorar las condiciones y los plazos de pagos, brindando a los beneficiarios descuentos con menores costos, además de promover la existencia de las PyMEs en el Mercado de Capitales.

### **2.4.3. Pagaré**

Un pagaré es un valor de deuda que puede ser negociado en los Mercados autorizados en forma exclusiva por una PyME CNV, a un plazo de 180 días a 3 años. De acuerdo con lo requerido por el MAV, adherimos al prospecto de que al vencimiento, el producido se acreditará en la cuenta del Agente comprador. El plazo que ha de mediar entre el ofrecimiento a la negociación de esta alternativa y la fecha

de pago no podrá ser inferior a 20 días corridos. Éste podrá ser presentado a transacción recién a partir del día siguiente de haber sido incorporado, dado de alta en el sistema y entregado al MAV, por lo que el término mínimo de negociación se computará a partir de la fecha T + 1 del alta y entrega del instrumento (MAV, 2019).

En el caso de los Pagarés a ser negociados en el Mercado, deberán estar avalados por una SGR; la PyME CNV deberá emitirlo sin identificación de beneficiario y deberá ser depositado mediante un endoso, que diga que será negociado en el Mercado bajo competencia de la CNV, a favor de una entidad autorizada por la Comisión, a solicitud del depositante y por cuenta y orden del cliente. Como declara el MAV y conforme con ello, al vencimiento, el agente vendedor pagará por cuenta y orden del comitente a la entidad a cargo de la custodia del documento. Para el caso que al término de este instrumento financiero, el mismo no sea pagado por el emisor, el Mercado, que en el caso de este TFG es el MAV, procederá a notificar a la SGR avalista tal situación, la cual deberá pagar inmediatamente (MAV, 2019).

Esta alternativa de financiamiento se efectiviza a mediano plazo, permitiendo una rápida financiación de las operaciones en forma directa a través de un Agente autorizado, en forma garantizada por una SGR, sin necesidad de generar un Prospecto ni autorización previa por parte de la CNV.

Esta es otra importante herramienta para facilitar el acceso de las Pymes al financiamiento en condiciones competitivas.

#### **2.4.4. Fideicomisos Financieros**

Los Fideicomisos Financieros son un instrumento jurídico relacionado con un mecanismo de financiamiento de empresas que se conoce como titulización o

securitización de activos que permite la conversión de activos ilíquidos en activos líquidos a través de la emisión de Valores Negociables.

De acuerdo con lo establecido en el Título I, Cap. I, Art. N° 1 de la Ley N° 24.441, se dice que:

Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla 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. (*InfoLEG*, 1994)

Esta alternativa se instrumenta mediante la celebración de un contrato, en el que se individualizan los siguientes sujetos:

- **Fiduciante:** Es la PyME que busca financiamiento en el Mercado de Capitales y el originante de los activos ilíquidos; es quien transmite al fiduciario los bienes que forman el patrimonio del fideicomiso. Este patrimonio está separado del de la empresa, por ello es que se lo denomina, fuera del balance.
- **Fiduciario:** Es la entidad financiera, autorizada a actuar como administrador de los bienes que el fiduciante transmite al fideicomiso y de emitir los valores negociables. Su accionar es en beneficio de los inversores. Pueden ser las entidades financieras y las sociedades autorizadas por la CNV.
- **Beneficiario:** Es quien recibe los beneficios que surgen de la administración de los activos transmitidos al fideicomiso, en este caso, los inversores, titulares de los valores negociables emitidos por el fiduciario financiero.
- **Fideicomisario:** Es el destinatario final de los bienes fideicomitados al cumplimiento de los plazos previstos en el contrato. La intervención del



mismo puede sustituirse cuando se prevea que el fiduciante o los beneficiarios sean los destinatarios finales de dicho remanente.

En la actualidad, la aplicación del fideicomiso financiero, cuya estructura otorga un bajo nivel de riesgo, ha logrado superar algunas cuestiones que se presentaban como barreras para las emisiones de PyMEs en la antigüedad.

#### **2.4.5. Obligaciones Negociables PyMEs**

Cuando una PyME necesita de fondos, los puede pedir prestados a través de la emisión de obligaciones negociables, O.N. como ya se simplificó precedentemente. De esta forma, la PyMEs contrae una deuda con los inversores que compran tales títulos, y se compromete a cancelar esa deuda en el plazo pactado junto con el interés correspondiente.

Cabe aclarar que cuando esta forma de financiamiento es utilizada por el Estado, tal instrumento pasa a denominarse Bono o Título Público.

El Régimen Simplificado para la emisión de Obligaciones Negociables de PyMEs que surge del Decreto 1087/93 y que está regulado por la RG de la CNV 235/93, inicialmente, establece que las PyMEs reciban en forma automática la autorización de oferta pública y cotización, previo registro de la emisión y cumplimiento del prospecto.

De acuerdo con lo expresado en el Portal PyMEs CNV, las Obligaciones Negociables son valores de renta fija emitidos por las PyMEs, para obtener los fondos que necesitan para el desarrollo de sus actividades. El monto máximo de emisión es de \$100.000.000, avalados 100% por una o varias SGR y sólo puede ser adquirida por los inversores calificados, que acrediten capacidad para evaluar los riesgos implícitos en la inversión (*Portal PyMEs CNV, 2016*).

Cuando una PyME resuelve financiarse a través de la emisión de Obligaciones Negociables, debe fijar un esquema de pagos futuros certero, que será informado en el Prospecto de Emisión. Éste contendrá los términos particulares de la emisión, información societaria, plazo total de la emisión, la forma de amortización del capital, la tasa de interés que se pagará, las calificaciones de riesgo y demás requerimientos de información establecidos en la CNV. Las obligaciones negociables pueden ser rescatadas por la emisora para su cancelación en cualquier momento de la vida del título, siempre que esta posibilidad esté establecida en el prospecto del valor negociable.

Con la Ley N° 17.440 de Financiamiento Productivo se simplifican aún más los regímenes especiales para PyMEs emisoras de obligaciones negociables, facilitando el acceso de las mismas al Mercado de Capitales.

Como se establece en la mayoría de los portales, el atractivo de este instrumento para los inversores es la ganancia del interés que paga el emisor. Por lo que en este TFG se concluirá cuáles son las ventajas que tienen aquellos que las emiten por financiamiento como sucede con aquellas empresas en investigación: las PyMEs.

#### **2.4.6. Acciones**

Las acciones representan las partes en las que se divide el capital social de una empresa constituyendo un activo financiero de renta variable.

Al igual que con la emisión de ON, las PyMEs pueden abrir su capital y emitir Acciones a partir de un régimen de oferta pública y cotizaciones bursátiles simplificadas, en donde la empresa se financia incorporando nuevos socios que aporten capital y así alcanzar la optimización de su estructura financiera. Bajo este

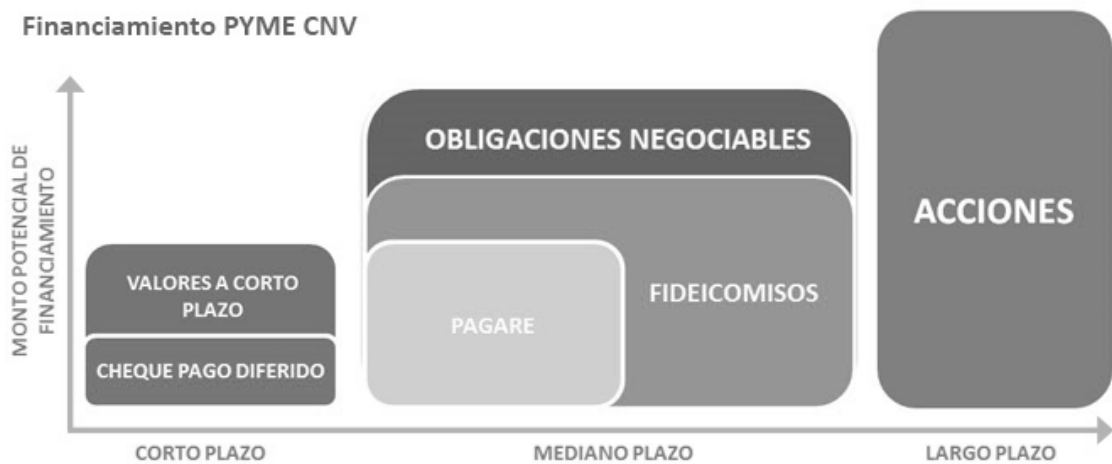
esquema genuino de financiación, la empresa ofrece públicamente al inversor, mediante agente autorizado, formar parte de su sociedad en una proporción ya definida por la PyME emisora, otorgándole al inversor calificado, un flujo de rendimiento variable que depende del rendimiento de la empresa.

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

Quienes invierten en acciones obtienen ganancias de capital, a través de la variación positiva del precio de las acciones entre el momento de la compra y el momento de la venta. Asimismo, también se puede obtener ganancias a través del cobro de dividendos. Es información necesaria para el inversor, de acuerdo con lo expresado por la BCBA, que si bien esta alternativa es una inversión de riesgo, debido a que la PyME puede tener éxito o no, la pérdida eventual nunca supera el monto que se invirtió originalmente al comprarla (BCBA, 2019).

Este instrumento es uno de los más difundidos, para el financiamiento a largo plazo, ya que permite a sus inversores recibir ganancias acordes con la evolución de la economía Argentina.

A continuación se expone un gráfico con los instrumentos hasta el momento detallados, extraído del extinto Portal PyME de la CNV (hoy reemplazado en una nueva plataforma):



*Figura 2* Resumen de los principales instrumentos para el financiamiento de PyMEs, según el plazo de inversión.

Fuente: Extraída del Portal PyME de la página web de la CNV.

#### **2.4.7. Factura de Crédito Electrónica (FCE)**

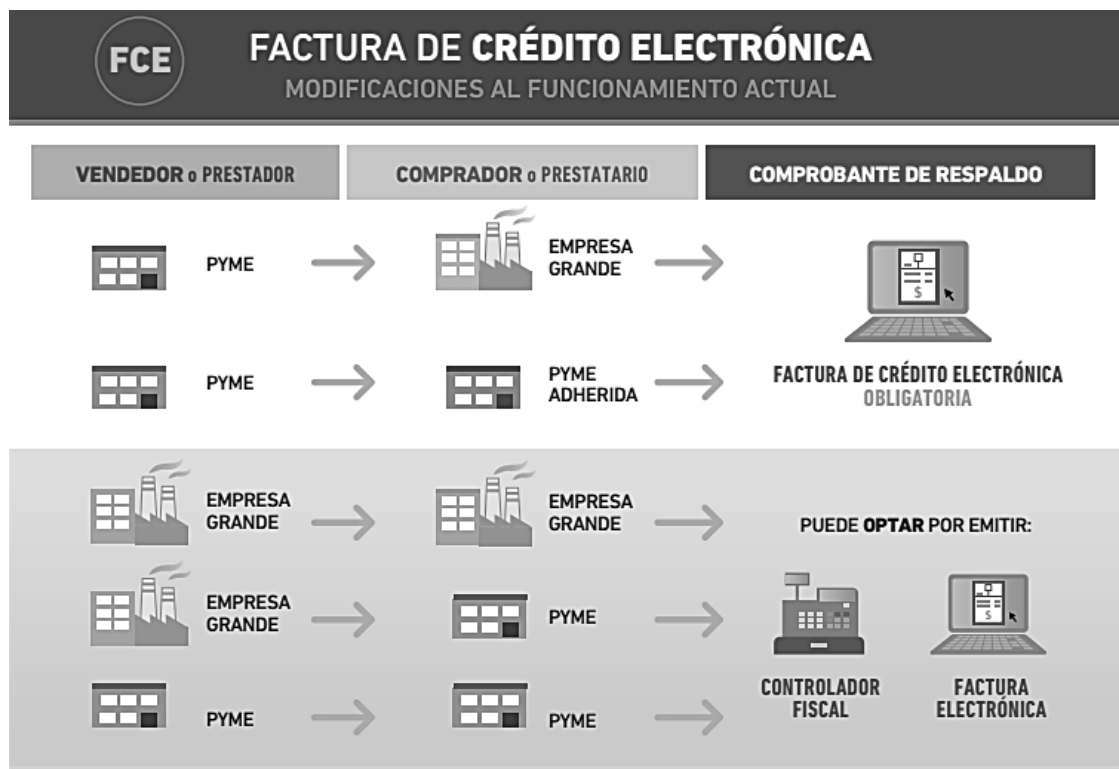
Las Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs, instrumentadas con la reciente Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, gozarán de oferta pública y les será aplicable el tratamiento impositivo correspondiente a los valores negociables. También podrán ser negociadas mediante sistemas informáticos que faciliten la realización de operaciones de factoraje, cesión, descuento y/o negociación de facturas.

Este nuevo instrumento permite a las PyMEs reducir el costo de financiamiento, ampliar su acceso al Mercado de Capitales, contar con mayor ahorro de costos operativos, simplicidad en los trámites de cobro, disminución de riesgos de fraude y agilidad en procesos de facturación y pagos.

Se trata de un título ejecutivo electrónico que representa bienes entregados o servicios realizados y no pagados, transformando a las facturas comerciales en facturas de financiamiento.

El objetivo principal de este nuevo instrumento es el impulso al financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas.

Como se puede visualizar en la imagen siguiente, los emisores de la FCE pueden ser las micro, pequeñas o medianas empresas. Y los receptores, las grandes empresas, existiendo la posibilidad de que las MiPyMEs opten voluntariamente por ser receptoras de este tipo de documento debiendo inscribirse en el Registro de Facturas de Crédito Electrónicas.



*Figura 3* Incorporación de la FCE.

Fuente: Extraída de la sección de FCE de AFIP.

De acuerdo a lo informado por la Administración Federal de Ingresos Públicos, pertinentemente AFIP, la FCE tendrá el mismo formato y similares características que las previstas para factura electrónica, con las siguientes particulares:

- Informar la fecha de vencimiento de pago, la cual no podrá modificarse. De ser incorrecta, el receptor podrá rechazarla.

- La solicitud de autorización podrá efectuarse dentro de los 5 días corridos anteriores o 1 día posterior a la fecha a la de emisión; siempre dentro del mismo mes.
- Emitir con Código de Autorización Electrónico "C.A.E." (Solicitud y autorización en línea). Se circunscribirá el procedimiento especial de Código de Autorización Electrónico Anticipado "C.A.E.A." (Solicitud y rendición diferida), debiendo ser rendido el comprobante electrónico, dentro de las 24hs. de su emisión.
- La fecha de vencimiento del "C.A.E." será la misma que la de emisión (*AFIP*, 2018).

Se convertirán en un título ejecutivo cuando se convenga un plazo de pago superior a 15 días corridos o cuando se hubiera convenido un plazo de pago menor a 15 días y al término del mismo no se hubiera registrado la cancelación o aceptación expresa de la obligación en el Registro de Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs que funciona en el ámbito de la AFIP.

Cuando luego de los 30 días corridos de la recepción de la factura electrónica de crédito "MIPyME", la misma no se hubiera rechazado, aceptado de forma expresa o informado su cancelación, sistémicamente, ésta con sus comprobantes asociados quedarán aceptadas tácitamente "sin cancelación", como se visualiza en la figura siguiente.

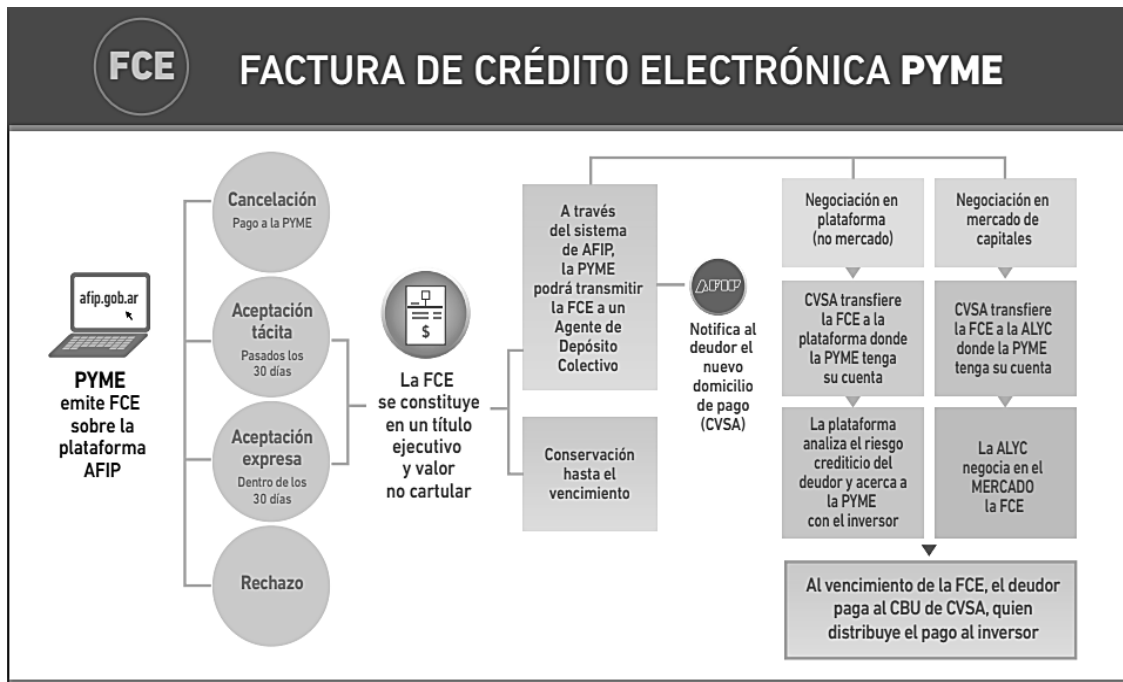


Figura 4 Registro de la FCE.

Fuente: Extraída de la sección de FCE de AFIP.

Todas las facturas aceptadas, tácitas o expresamente, sin cancelación, podrán ser transferidas al Agente de Depósitos Colectivos de la Caja de Valores. El pago de la factura se realizará en la cuenta de la Caja de Valores informando el número de referencia del pago recibido en el Domicilio Fiscal Electrónico y luego, la CVSA será quien distribuya el pago a la PyME.

Este nuevo instrumento es un impulso al financiamiento de las PyMEs.

#### 2.4.8. Private Placement / Colocación Privada

Nuevo instrumento que evita pasar, al menos en la etapa inicial, por la oferta pública, que resulta un mecanismo engorroso que desalienta y dificulta el acceso de las PyMEs al Mercado de Capitales. Esta alternativa, que tiene impulso en otras partes del mundo, permite a los inversores calificados convertirse en socios de las PyMEs, y

a éstas impulsar su crecimiento y consolidar el camino para que posteriormente puedan llegar a listarse en el Mercado de Valores regulado.

Esta alternativa representa a la venta de acciones a un pequeño y determinado grupo de inversores, diseñada para evitar los requisitos requeridos en las ofertas públicas de venta y suscripción.

El Mercado Argentino de Valores incorpora el proyecto de este instrumento moderno con el objetivo de financiar a uno de los sectores más pujantes del país, que son las PyMEs objeto de estudio de este TFG y con ello estimularlas a que incorporen nuevos instrumentos de financiamiento que permiten potenciar dicho sector.

#### **2.4.9. Caución bursátil**

La Caución bursátil es una operación de endeudamiento de corto plazo con garantía de títulos bursátiles y del MAV, cuyo retorno al inversionista es el capital pactado y la tasa de interés implícita; y al tomador, el recupero sus títulos.

Este instrumento permite a las PyMEs depositar en caución activos financieros que posee, obteniendo a cambio un préstamo a tasa y plazo determinado.

De acuerdo con Dapena Fernandez, José Pablo, las cauciones requieren de dos participantes, el “colocador” y el “tomador” de los fondos correspondientes. El “tomador” de los fondos, que para el caso de este trabajo es la PyME, recibe dinero, a una tasa que se pauta entre los operadores, por un valor aforado de sus títulos (por ejemplo, si sus acciones se aforan al 70%, y hoy valen \$10.000.-, recibirá \$7.000.- menos los intereses pautados, dejando sus acciones como garantía). Pasados los días correspondientes a la caución, devolverá los \$7.000.- y le devolverán sus acciones. Es decir, utiliza sus títulos como garantía para que le presten



dinero. El “colocador” de los fondos, presta su dinero y recibe un interés por ello (es una colocación de fondos, para obtener un interés).

Esta herramienta es una novedosa operación financiera ya que ni el tomador desea desprenderse de sus títulos, usándolos sólo como garantía para obtener el préstamo del dinero, ni el colocador desea comprar tales títulos, ya que sólo busca un interés por los fondos colocados.

## CAPITULO III: Marco Metodológico

### 3.1. Metodología

Toda PyME necesita tener a su alcance un claro y explicativo detalle de las alternativas de financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales Argentino. Cada alternativa cuenta con sus propias características, por lo que para acceder a cualquiera de ellas es preciso evaluar cuáles son las necesidades de financiación reales de la empresa y a partir de ahí concretar lo referente a importe, plazo, interés, entre otros aspectos, y en base a ello poder decidir cuál es la alternativa más idónea, adecuada y adaptada a sus intereses.

Debido a una falta de claridad observada en el tema, es que se decidió formular el presente TFG. Éste, se llevó a cabo con un tipo de investigación explicativa debido a que es el arquetipo idóneo para lograr los objetivos propuestos y resolver el problema de investigación, planteado al comienzo del proyecto. El grado de estructuración de los tipos de investigación, fue expuesto en el libro *Metodología de la Investigación* de Hernández Sampieri, Fernández Collado y Baptista Lucio (2010) y se adhiere a la afirmación de que la investigación explicativa es más estructurada que los estudios con los demás alcances ya que implica los propósitos de éstos (exploración, descripción y correlación); además de proporcionar un sentido de entendimiento del fenómeno a que hacen referencia. Esto revela por qué al inicio del PIA, se comienza explorando el fenómeno, para luego integrarlo y finalmente explicarlo, esclareciendo así cuales son las diferentes modalidades a las que puede acudir una PyME para su financiamiento.

La metodología correspondiente es la cualitativa debido a que se utilizó la recolección de datos basándose en una lógica y proceso inductivo, yendo

flexiblemente de lo particular a lo general. Las metas de tal metodología fueron describir, comprender e interpretar los fenómenos, a través de las percepciones y significados producidos por las experiencias con el corpus de análisis. Este enfoque metodológico estuvo y está orientado a proveer de un mayor entendimiento, de las especificaciones de cada instrumento, a las PyMEs, para su posterior elección como VN.

La técnica utilizada es el análisis de contenido ya que ésta permitió analizar documentos personales, institucionales, periodísticos, científicos, productos del trabajo de investigación y/o cualquier tipo de comunicación susceptible de estudiar. El propósito básico de esta técnica fue la selección de determinadas particularidades constituyentes de tales instrumentos para su posterior estudio; ya que en una sociedad sobre-informada como es la actual, el problema estriba no tanto en conseguir la información, sino en cómo escogerla adecuadamente. El análisis de contenido pudo convertir los fenómenos observados, en información que puede ser analizada e integrada, construyendo con ésta un cuerpo de conocimientos significativos y explicativos, que permiten responder al problema planteado.

Teniendo en cuenta la gran diversidad de fuentes susceptibles de análisis, para el análisis de contenido se aplicaron los siguientes instrumentos:

- Grilla de Análisis;
- Cuadro Sinóptico;
- Tablas;
- Gráficos Circulares;
- Gráficos de Columnas;
- Gráfico de Línea;
- Flyer;

- Mapas de distribución geográfica; y
- SmarArt.

Siendo el instrumento Grilla de Análisis el que mayor peso se le otorgue debido a que es el que cumple concretamente con el objetivo general; los demás instrumentos efectivizan los objetivos específicos que, como se estudia en metodología de la investigación, son los que conducen a la concreción del objetivo general.

La metodología cualitativa empleada no pretendió generalizar de manera probabilística los resultados a poblaciones más amplias ni necesariamente obtener muestras representativas. Lo cual explica que el criterio muestral empleado es no probabilístico de tipo intencional, ya que del universo conformado por las diversas alternativas de inversión y financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales para todas las empresas y público en general, solo se tomaron aquellas que sirven para financiar a las PyMEs.

Lo desarrollado en este apartado, se resume a continuación:

Tabla 3  
*Ficha técnica general*

<b>Parámetros</b>	<b>Elección</b>
<b>Tipo de Investigación</b>	Explicativa
<b>Metodología</b>	Cualitativa
<b>Técnica</b>	Análisis de Contenido
<b>Instrumento principal</b>	Grilla de Análisis
<b>Instrumentos secundarios</b>	Cuadro Sinóptico; Tablas; Gráficos Circulares; Gráficos de Columnas; Gráfico de Línea; Flyer; Mapas de distribución geográfica; y SmarArt.
<b>Corpus de Análisis</b>	Instrumentos que ofrece el Mercado de Capitales.
	Instrumentos específicos para el financiamiento de PyMEs.
<b>Criterio Muestral</b>	No probabilístico. Intencional

Fuente: Elaboración propia.

Seguidamente se expone una ficha con los instrumentos que se utilizaron para la concreción de los objetivos específicos al comienzo planteados. Tales instrumentos fueron evaluados de la misma forma en cómo se plantea en la tabla precedente, con la técnica análisis de contenido. Si bien los datos que arrojaron los gráficos, son de tipo numérico, no son calculados en este PIA, sino más bien, recolectados de la información investigada por otros, de tipo secundario; analizada en el presente, para integrarla y exponerla de forma explicativa, y así contribuir a la concreción de los resultados esperados.

Se plantea de esta forma ya que lo que interesa en este TFG es responder al problema de investigación planteado al comienzo de este proyecto, *¿Cuáles son los instrumentos que actualmente brinda el Mercado de Capitales, a las PyMEs, según sus necesidades de financiamiento?*; por lo que los instrumentos aquí expuestos, son complementarios.

Tabla 4  
Ficha ampliatoria

<b>Objetivo Específico</b>	<b>Instrumento</b>
<b>1.) Determinar las características de las Pequeña y Mediana Empresa Argentina.</b>	SmartArt Tabla Cuadro Sinóptico Mapas de Distribución Geográfica
<b>2.) Describir los aspectos que definen y regulan al Mercado de Capitales Argentino.</b>	SmartArt Gráfico Circular Gráfico de Línea Gráfico de Columna
<b>3.) Analizar las reformas introducidas por la Ley de Financiamiento Productivo que permite desarrollar el Mercado de Capitales e impulsar a las PyMEs</b>	Flyer publicitarios
<b>4.) Especificar las diferentes alternativas de financiamiento que tienen las PyMEs en el Mercado de Capitales Argentino, en el período en estudio.</b>	Grilla de Análisis SmartArt Gráficos de Columna Gráficos Circulares Gráficos de Líneas

Fuente: Elaboración propia.

Se exponen en el próximo capítulo, los instrumentos anteriormente citados, con el fin de presentar la mayor cantidad de datos posibles para luego convertirlos en información factible, pertinente y precisa, que pueda responder a los objetivos establecidos en el presente TFG.

### 3.2. Cronograma de avance

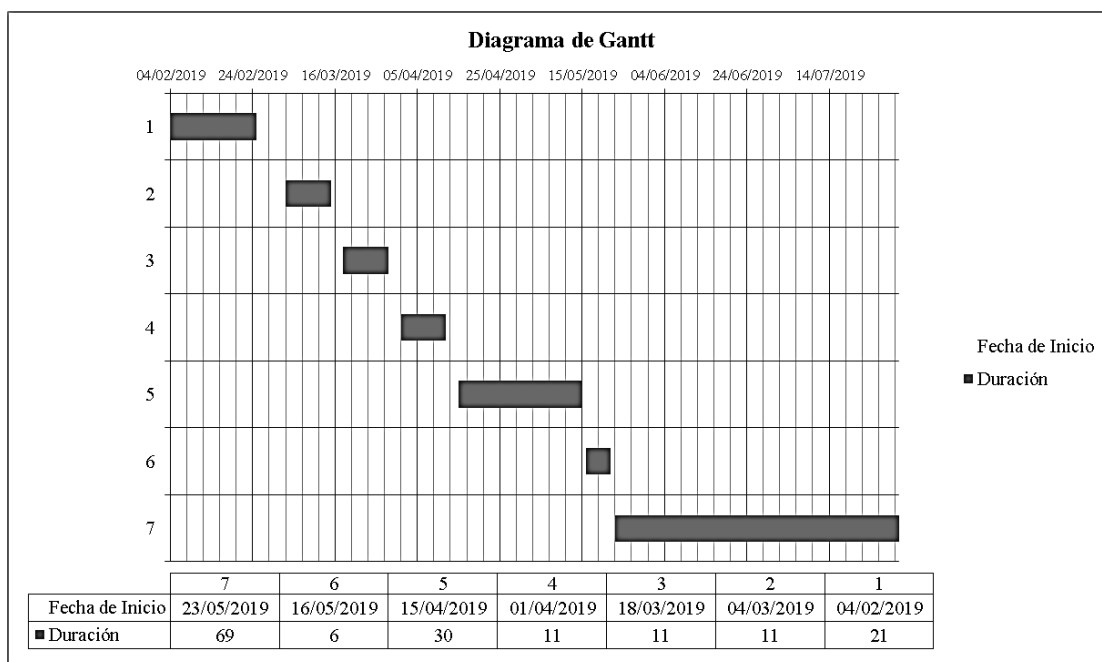
En el presente apartado se expondrán las tareas a efectuar para la concreción de los objetivos planteados y su progresión temporal a modo de planificación y control. De manera clara y concreta, a continuación, se exhibirá una tabla con tal cronograma de avance.

Tabla 5  
*Cronograma de avance*

	<b>Tareas</b>	<b>Fecha de Inicio</b>	<b>Duración</b>	<b>Fecha de Finalización</b>
1	Lectura analítica y reflexiva del libro “Mercado de Capitales – Manual para no especialistas”.	04/02/2019	21	25/02/2019
2	Investigación de las características de las Pequeñas y Medianas Empresas Argentinas.	04/03/2019	11	15/03/2019
3	Investigación de los aspectos que definen y regulan al Mercado de Capitales Argentino.	18/03/2019	11	29/03/2019
4	Investigación de las reformas introducidas por la Ley de Financiamiento Productivo.	01/04/2019	11	12/04/2019
5	Investigación de los diversos instrumentos financieros que brinda el Mercado de Capitales Argentino.	15/04/2019	30	15/05/2019
6	Visita a la Bolsa de Comercio de Rosario para recolectar información mediante folletería, informes, o cualquier documento característico de los múltiples instrumentos que ofrece el Mercado de Capitales.	16/05/2019	6	22/05/2019
7	Lectura interpretativa de la bibliografía encontrada durante el PIA. Integración de los contenidos alcanzados para el desarrollo y explicación de los objetivos planteados y finalización del TFG.	23/05/2019	69	31/07/2019

Fuente: Elaboración propia.

La información detallada en la tabla precedente, se vuelca en un diagrama de Gantt que resume lo expuesto, a continuación:



*Figura 5* Tareas a realizar para cumplir con los objetivos del PIA.

Fuente: Elaboración propia.

### 3.3. Propuesta final

El Mercado de Capitales Argentino juega un papel clave en el crecimiento de la actividad económica – financiera del país, ofreciendo productos diversificados para el financiamiento de las PyMEs.

Desde siempre fue dificultoso el acceso al crédito por parte de las PyMEs, viendo éstas amenazada su actividad por falta o limitación de recursos financieros. Actualmente, si bien se están implementando nuevos enfoques de intervención para las mismas, encontrar los instrumentos financieros que mejor se ajusten a sus necesidades, es un pilar sustancial para ahorrarles tiempo y dinero.

La propuesta final para este PIA consistió en crear un documento como guía para las PyMEs, que les otorgue las herramientas necesarias para el conocimiento y distinción de cada instrumento que brinda el Mercado de Capitales y les facilite la toma de decisiones sobre cuales alternativas de financiamiento adoptar.

Se propuso ahondar en las características significativas de las PyMEs, siendo éstas el motor de la economía, fuente de empleo y promotoras del desarrollo social, debido a que conociendo su perfil empresario, se pudo establecer estratégicamente cuales son las alternativas idóneas para su financiamiento. Para lograr el abordaje de este objetivo específico se efectuó:

- SmartArt: Para exponer los sectores en que se diferencian y los ingresos anuales para calificar como PyME CNV.
- Tabla: Para citar al número máximo de personal ocupado que debe haber en el tramo PyME.
- Cuadro Sinóptico: Para enunciar los conceptos principales que hacen al universo PyME, proporcionando una estructura global coherente para su estudio, desarrollo y construcción de conocimientos.
- Mapas de la distribución geográfica: Para exponer la localización de emisoras PyME, de acuerdo al domicilio estatutario de las mismas y principales concentraciones en la República Argentina.

Se planteó como segundo objetivo específico, investigar los aspectos que definen, diferencian y regulan al Mercado de Capitales, para luego transmitir la importancia de financiarse en tal mercado, brindando seguridad y confianza a las PyMEs. Algunos de los contenidos analizado, al recurrir al análisis bibliográfico y a lo expresado en el Marco Teórico, son: Marco Legal; Emisores e Inversores; Participantes complementarios; Valores Negociables; Operaciones bursátiles; Necesidades y fuentes de financiamiento. Para resumir y manifestar lo antepuesto, se utilizó:

- SmartArt: Sobre una ilustración, expuesta en la Pág. 5 del libro de Erpen, Mónica, para relacionar la temática de forma integral.



- Gráfico Circular: Para exponer la participación porcentual de las de PyMEs CNV en el Mercado de Capitales según sus sectores de actividad.
- Gráfico de Línea: Para observar la evolución de la cantidad neta de emisoras PyMEs.
- Gráficos de columnas: Para reconocer la evolución y justipreciar el financiamiento histórico de las PyMEs en el Mercado de Capitales.

Asimismo se expresaron las reformas introducidas por la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, cuyo dictamen impactó especialmente sobre las PyMEs y el Mercado de Capitales desbloqueando segmentos muy importantes del financiamiento y contribuyendo a la transparencia y reducción del riesgo. Para la síntesis de lo expuesto se empleó:

- Flyer publicitarios: Para exponer lo referente a la nueva Ley, según se halle en folletería o en publicaciones electrónicas; y sólo sobre el instrumento a estudiar en este TFG.

Para finalmente profundizar en lo que se estableció como cuarto objetivo específico y general del PIA, identificando las alternativas de financiamiento que tienen las PyMEs en el Mercado de Capitales en el período en estudio; variando tales instrumentos de acuerdo a su tipo, niveles de riesgo/rentabilidad, plazos, posibilidades de negociación e implicancias impositivas, entre otras características. Se propuso la investigación de aquellos valores negociables que están disponibles para las PyMEs, en el Mercado de Capitales, y éstos son:

- Cheques de Pago Diferido
- Pagarés
- Fideicomisos Financieros
- Obligaciones Negociables para PyMEs

- Acciones
- Factura de Crédito Electrónica
- Private Placement
- Caucción Bursátil

Utilizando como instrumento de recolección de datos, para lograr el abordaje del mismo a:

- Grilla de Análisis: Para poder evaluar las características generales y específicas de los instrumentos en todos sus aspectos, con el fin de brindar claridad a las PyMEs sobre el tema.
- SmartArt: Para exponer la clasificación de los instrumentos financieros de acuerdo a su nivel de riesgo.
- Gráficos de columnas: Para exponer la clasificación de los instrumentos financieros de acuerdo a su plazo de financiamiento.
- Gráficos circulares: Para presentar el financiamiento total PyME por instrumento por trimestres.
- Gráficos de columnas: Para desplegar el análisis acumulado anual y por instrumentos correspondiente al financiamiento PyME 2018-2019.
- Gráfico de Línea: Para evidenciar la evolución de la participación PyME en el MAV en el período en estudio.

Para investigar y explicar lo propuesto, tanto en el objetivo general como en los específicos, se recurrió al análisis bibliográfico, de versiones impresas y electrónicas, y visitas a la Bolsa de Comercio de Rosario, espacio en donde se desempeña el Mercado de Capitales con el que se trabajará, en el que se conversará con los encargados del financiamiento a PyMEs del MAV, el Director Ejecutivo Fernando Luciani y el Gerente de Relaciones Institucionales Cristian Cuini.

Para monitorear el avance de lo propuesto, se utilizó el diagrama de Gantt, antes propuesto, con la duración de cada tarea efectuada.

Como cierre de esta proposición se esclarece que no sería correcto pensar en un instrumento financiero como mejor o peor, ya que la elección depende de la necesidad y del perfil de la PyME que lo requiera, lo que si se esclareció cual/es es/son el/los más emitido/s en la actualidad. Por tal motivo, es de fundamental importancia el fomento de este TFG, ya que con sus resultados, se puede acercar a las PyMES, las herramientas que necesitan para una toma de decisiones clara, segura y objetiva, sujeta a sus necesidades de financiamiento a través del Mercado de Capitales Argentino.

### **3.4. Resultados esperados**

En base al TFG propuesto y tras el desarrollo del mismo, se identificaron los diversos instrumentos que el Mercado de Capitales ofrece en respuesta a las necesidades de captación de fondos de las PyMEs.

Actualmente no existe un documento o guía que esclarezca e integre en su totalidad estos temas y por causa de ese vacío teórico las PyMES quedan lejos de aspirar a un mayor crecimiento empresarial, financiado con instrumentos del Mercado de Capitales. Otras veces la falta de estrategia, la inexperiencia del equipo gestor o la falta de asesoramiento son las que acortan la vida de la PyME por no saber en dónde ni cómo financiarse.

El presente es una fuente actualizada y confiable de información que expone las características y beneficios de cada alternativa y brinda los datos necesarios para una toma de decisiones clara, segura y objetiva.

Como resultado final de este PIA se creó este TFG como instructivo para las PyMEs, que detalla todos los instrumentos disponibles y ofrece información veraz y detallada de cada uno de éstos para una clara toma de decisiones en relación a los mismos, estimulando de esta forma, el ingreso del sector PyME al Mercado de Capitales Argentino.

## **CAPITULO IV: Análisis de resultados**

### **4.1. Desarrollo de la propuesta**

La única manera de validar una idea es desarrollarla y lanzándola a conocer; por ello, en el presente capítulo se expondrá y analizará la información recabada acerca de cada objetivo específico, que en su forma integrada, lleva al logro del objetivo general.

#### **4.1.1. Desarrollo del Objetivo específico N° 1**

Como se esclareció en el Marco Teórico, una PyME es una Pequeña y Mediana Empresa que realiza sus actividades en el país, teniendo un comercio, ofreciendo un servicio o desarrollando actividades productivas de construcción, industriales, mineras o agropecuarias.

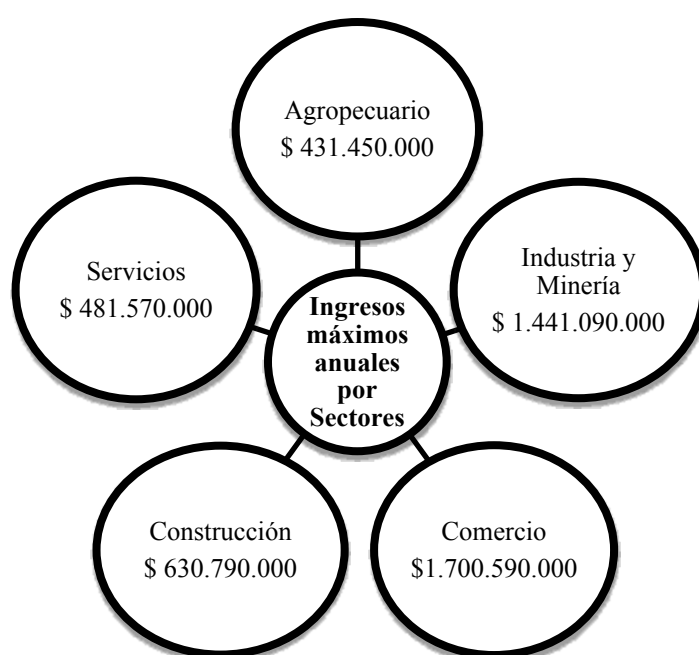
Éstas son de gran importancia por impulsar el desarrollo de la economía nacional, por la flexibilidad para adaptarse a los cambios tecnológicos, por mejorar la distribución de la riqueza y por ser un motor para la generación de empleos.

La diferenciación entre una PyME y el resto de empresas viene determinada por el criterio de clasificación adoptado. A sabiendas de que en un mismo país pueden coexistir distintos criterios de clasificación, se expondrá a modo informativo, los expuestos por la Administración Federal de Ingresos Públicos y a modo de análisis comparativo y de interés para este TFG, los de la Comisión Nacional de Valores.

Según información sobre la sección MiPyME de la AFIP, para formar parte del registro de empresas PyMEs, se establecen categorías, según las ventas totales anuales, actividad declarada, valor de los activos o la cantidad de empleados según rubro o sector de la empresa, exponiéndose sólo lo referente al tramo de PyMEs, que

para AFIP se califica como Mediana - Tramo 2; lo cual permite su comparación con lo establecido por la CNV.

Comenzando con la exposición de las ventas totales anuales por sector, correspondiente al promedio de los últimos tres ejercicios comerciales o años fiscales, excluyendo el IVA, los impuestos internos que pudieran corresponder y deduciendo hasta el 75% del monto de las exportaciones, como ya se trató en el Marco Teórico.



*Figura 6* SmartArt sobre los ingresos anuales por sector para calificar como PYME. Fuente: Elaboración propia en base a montos determinados por la CNV y AFIP al mes de Septiembre de 2019.

Si después de registrarse, la PyME cambia su actividad o se modifican los montos, habrá que recategorizarla, a fines de cumplir con las disposiciones legales que para cada caso, se establecen.

Respecto al parámetro de los activos, podrán inscribirse en el Registro de AFIP aquellas PyMEs, portadoras de activos que no superen los \$193.000.000,

informados en la última Declaración Jurada del Impuesto a las Ganancias vencida al período de la solicitud de la inscripción.

Para terminar con la categorización establecida por AFIP, se enuncia cual es la cantidad máxima de empleados según sector, para calificar como PyME. Dicha tabla se expone a continuación:

Tabla 6  
*Personal Ocupado en el tramo PyME*

Tramo	Agropecuario	Servicios	Actividad Construcción	Industria y Minería	Comercio
<b>PyMEs</b>	215	535	590	655	345

Fuente: Elaboración propia en base a registros de AFIP.

Lo argumentado en los puntos referidos al número total de trabajadores y valor máximo de activos por sector, no corresponde con la clasificación efectuada por la CNV, por ello, no se enuncia más que lo recientemente expuesto. Si a interés del lector, le atañe conocer cuáles son los beneficios impositivos y fiscales que el Gobierno les otorga, puede ingresar a la página oficial de la AFIP y satisfacer sus dudas; pero al ser de interés para este TFG, todo lo que atañe al Mercado de Capitales, es que se continuará analizando y esclareciendo todo acerca del mismo.

El Departamento PyME del Mercado de Capitales no solo tiene como objetivo informar sobre los instrumentos disponibles y las características necesarias para ingresar al sistema sino también darles la seguridad que cada PyME necesita para confiar y llegar al mismo.

Por la Resolución General 772/2018, de la CNV, se considera PyMEs CNV, al sólo efecto del acceso al Mercado de Capitales, “a las empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen los valores establecidos” (InfoLEG, 2018). Sin más que añadir, dichos valores según balances

para calificar como PyME CNV, a fecha de Septiembre de 2019, son equivalentes a los establecidos por AFIP y expresados en la figura 6.

De acuerdo a lo dicho por esta Comisión de supervisión, promoción y control del Mercado de Capitales y a lo acordado por el Ministerio de Producción de la Nación, la determinación que se presenta a continuación tiene por objeto presentar los rasgos que denotan una constante y una distinción en las PyMEs de nuestro país y que su entendimiento lleva a determinar la importancia que tienen las mismas como motor productivo del país.

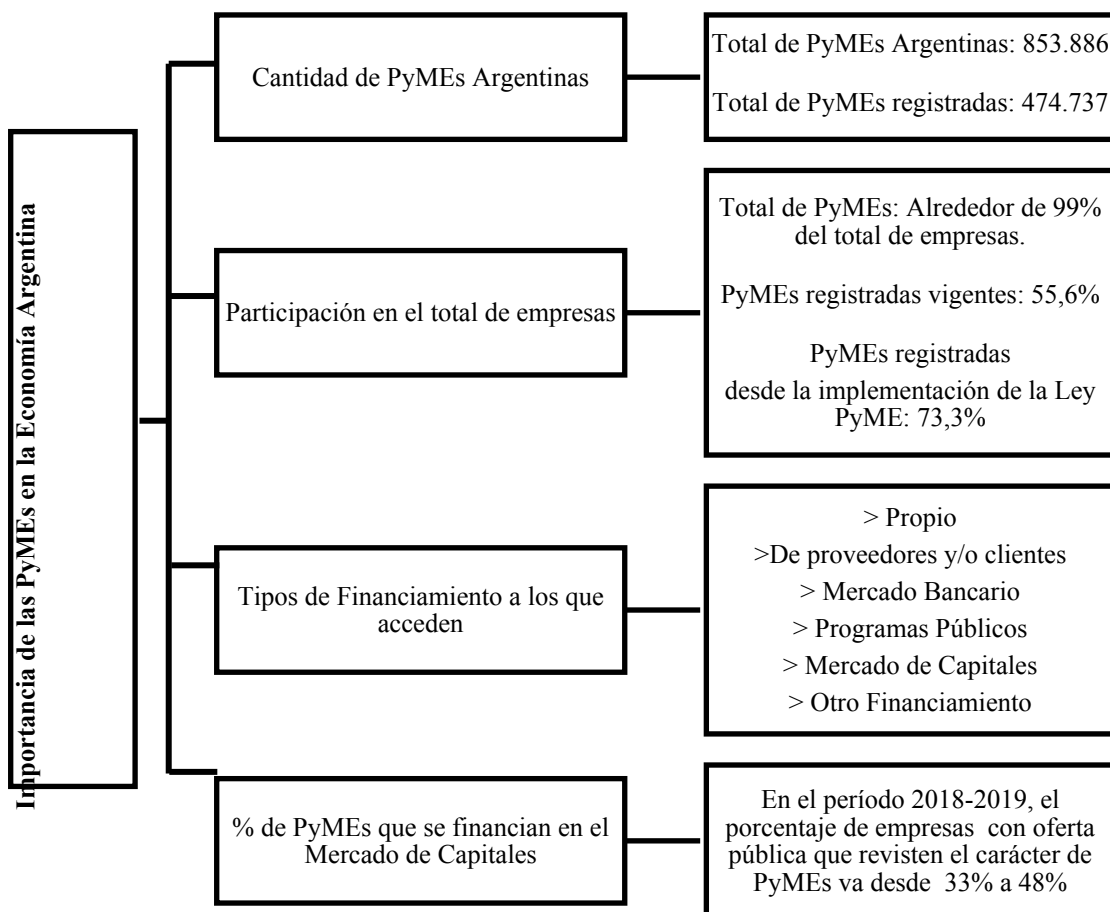


Figura 7 Cuadro Sinóptico sobre el Universo PyME

Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones de la Secretaría de Emprendedores y PyMEs del Ministerio de Producción de la Nación y a informes de la CNV.



El tema del financiamiento es lo que siempre ha preocupado al sector PyME, ya que persistentemente se habla de cómo y en donde invertir, pero poco de cómo y en donde financiarse. Y, como cada director u administrador sabe, para obtener un beneficio máximo en la rentabilidad de la empresa y no caer en pérdidas por una mala gestión, es primordial el tratamiento del financiamiento y como ya se explicó, el que compete en este TFG es el logrado en el Mercado de Capitales, ya que hoy es el que menos trabas pone al ingreso de las mismas y al que hasta hace unos años, muy pocas se animaban a ingresar por miedo y desconocimiento; por ello, el objetivo principal de este trabajo es darlo a conocer para un beneficio global.

Como se expresó al final de la figura, y tomando lo relevante para este TFG, en el período en estudio, de las empresas con oferta pública en el Mercado de Capitales, del 33% al 48% revisten el carácter de PyMEs CNV, mostrando variaciones positivas en el período estudiado y estimándose un gran porcentaje de aumento en las emisiones al llegar al final del año 2019, debido a que la cantidad de PyMEs que participan en el MAV, hasta el primer semestre del corriente año, es el mayor de la historia.

A continuación se expondrán imágenes de la distribución geográfica de las mismas, extraídas de la página oficial de la CNV, del período en estudio y sólo hasta el segundo trimestre de 2019 que es el momento en el que se finaliza el TFG, con las localizaciones de tales empresas emisoras, para dejar en claro donde se concentran las mismas y concluir con el desarrollo del primer objetivo específico, procediendo a situar a estas PyMEs en el Mercado de Capitales.

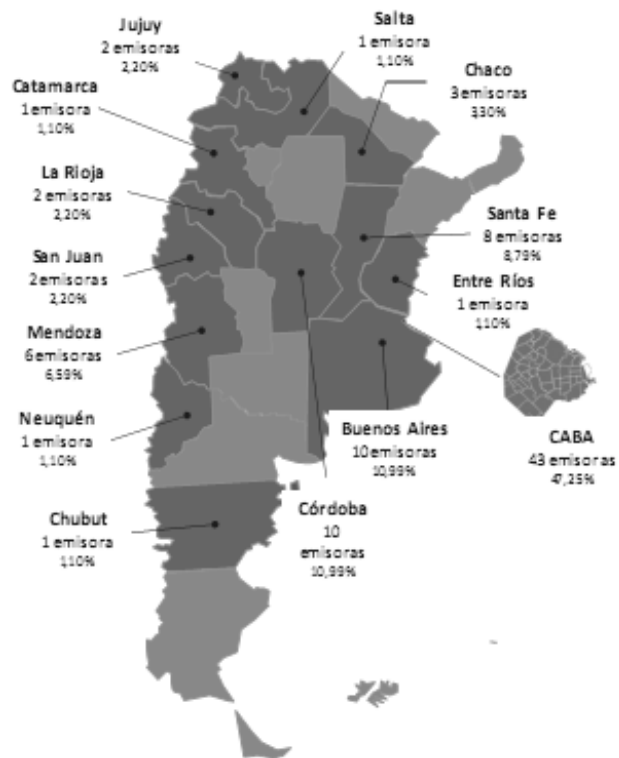


Figura 8 Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.  
Fuente: Informe trimestral PyMEs CNV – Primer trimestre 2018

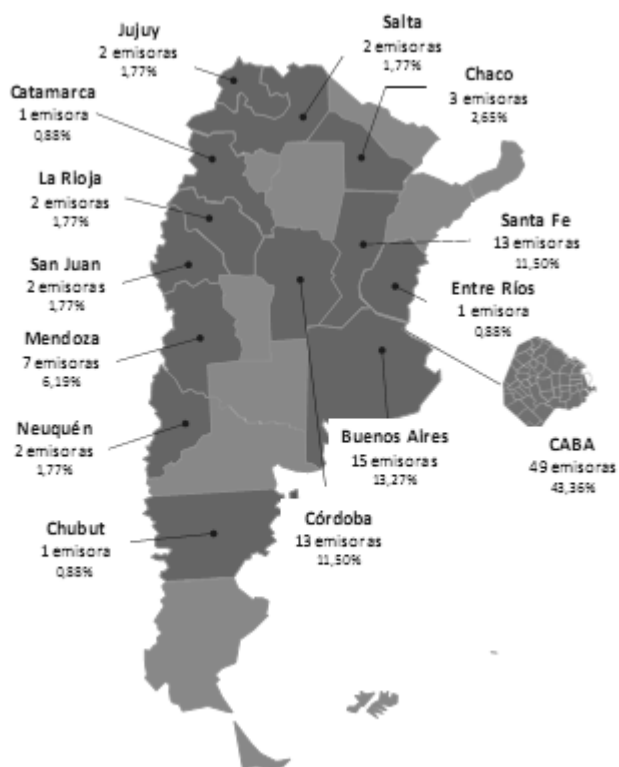


Figura 9 Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.  
Fuente: Informe trimestral PyMEs CNV – Segundo trimestre 2018



Figura 10 Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.  
Fuente: Informe trimestral PyMEs CNV – Tercer trimestre 2018

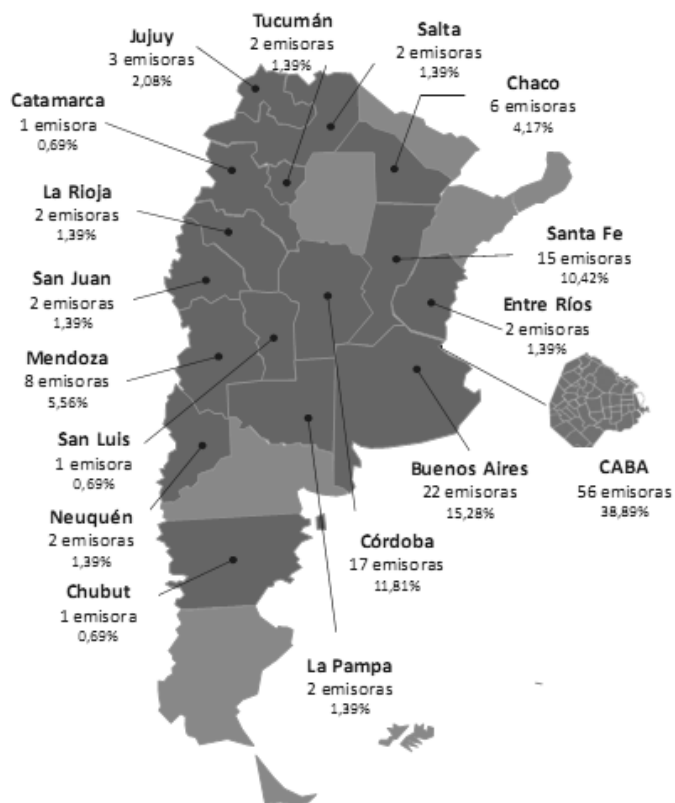


Figura 11 Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.  
Fuente: Informe trimestral PyMEs CNV – Cuarto trimestre 2018

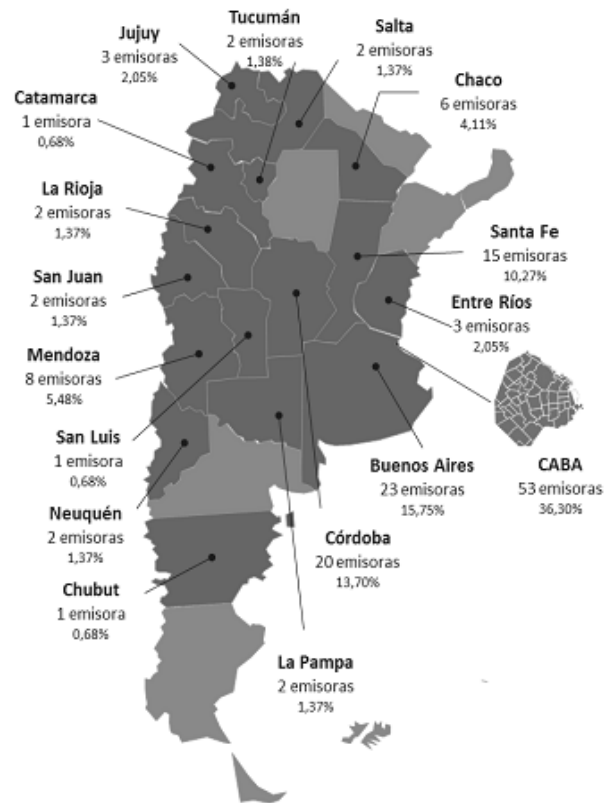


Figura 12 Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.  
Fuente: Informe trimestral PyMEs CNV – Primer trimestre 2019



Figura 13 Mapa de la distribución geográfica de emisoras PyME.  
Fuente: Informe trimestral PyMEs CNV – Segundo trimestre 2019

Como se puede observar en cada gráfico en el período 2018-2019 la localización de las emisoras, establecidas en base a su domicilio estatutario, se da en cinco distritos:

- 1.) Ciudad Autónoma de Buenos Aires,
- 2.) Provincia de Buenos Aires,
- 3.) Provincia de Córdoba,
- 4.) Provincia de Santa Fe, y
- 5.) Provincia de Mendoza.

Tal es así la importancia de la elección de la distribución que, cuando un país apuesta al desarrollo productivo y con él al nacimiento y crecimiento de nuevas empresas lo hace, en consonancia con las estructuras de las cadenas de valor. Esto, básicamente significa que la cuestión de la importancia de las PyMEs es un hecho justificado y consolidado.

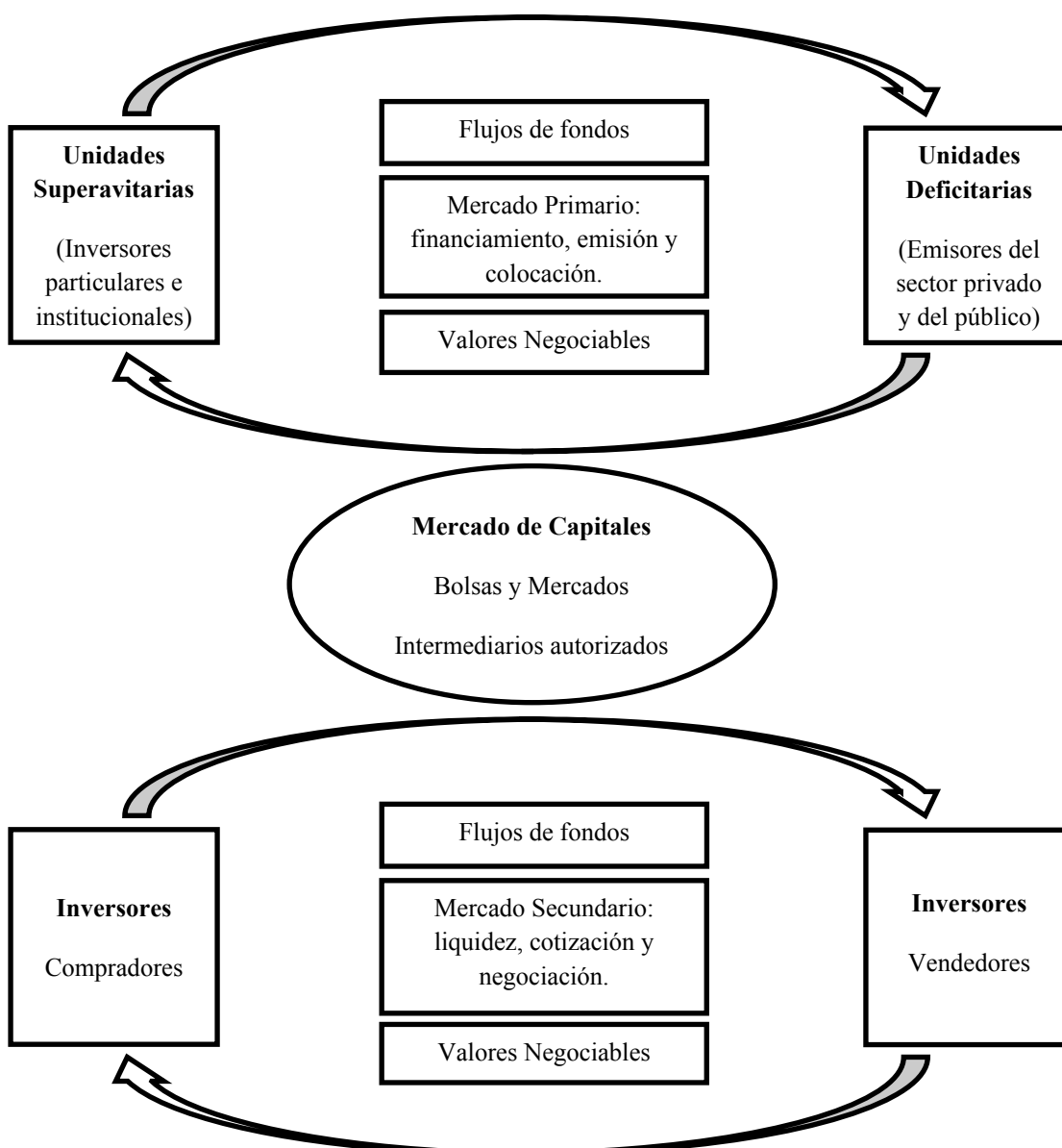
#### **4.1.2. Desarrollo del Objetivo específico N° 2**

Como ya se manifestó en el marco teórico, el Mercado de Capitales es un mercado especialista en productos no estandarizados, orientado a las PyMEs, vinculándolas con una amplia comunidad de inversores, diseñando instrumentos y productos a medida, para que éstas puedan financiarse e incrementar su capital productivo.

Las PyMEs que desean financiarse a través del Mercado de Capitales, una vez autorizada su oferta pública inicial por la CNV, realizan la colocación de la emisión en el mercado primario y luego los valores serán negociados en el mercado secundario. Los inversores interesados, de acuerdo con su perfil de riesgo, determinarán qué instrumentos adquirir. Los intermediarios obtendrán, en nombre de

este último, los instrumentos (de financiamiento para las PyMEs y de inversión para el inversionista) seleccionados, y a los cuales se los desarrollará en el cuarto objetivo específico. Para cerrar se esclarece que las negociaciones se realizan siempre con la intermediación de los agentes registrados, habilitados por la CNV, para cumplir con los fines del Mercado de Capitales.

El siguiente diagrama muestra en forma resumida todos estos conceptos y relaciones:

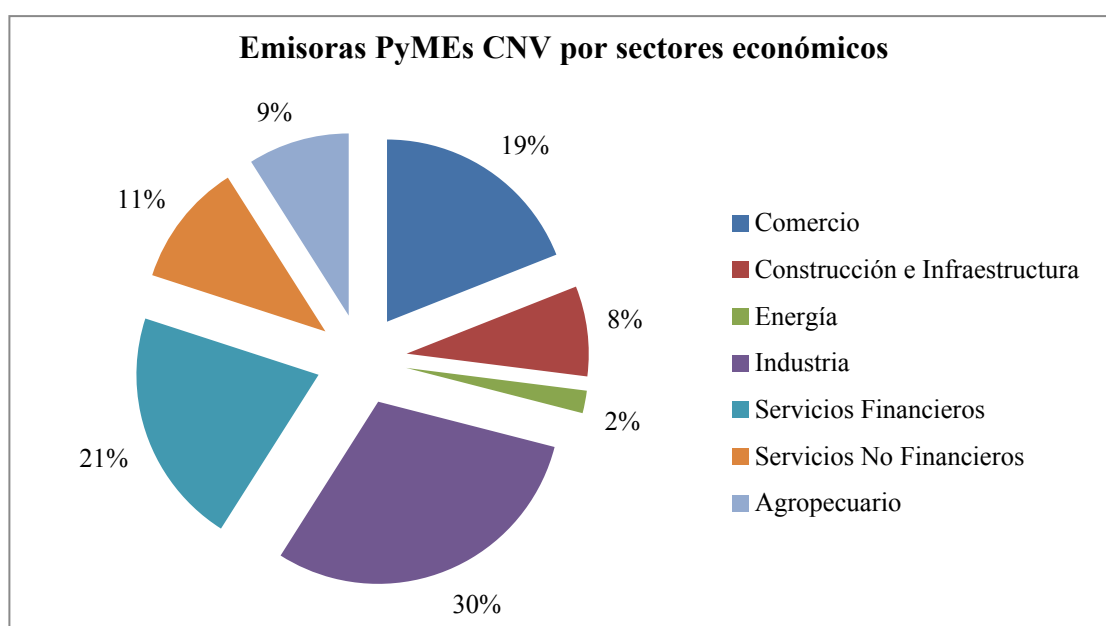


*Figura 14* SmartArt integral sobre el Mercado de Capitales.

Fuente: Elaboración propia que reproduce la ilustración, expuesta en la Pág. 5 del libro Mercado de Capitales, Manual para no especialistas.

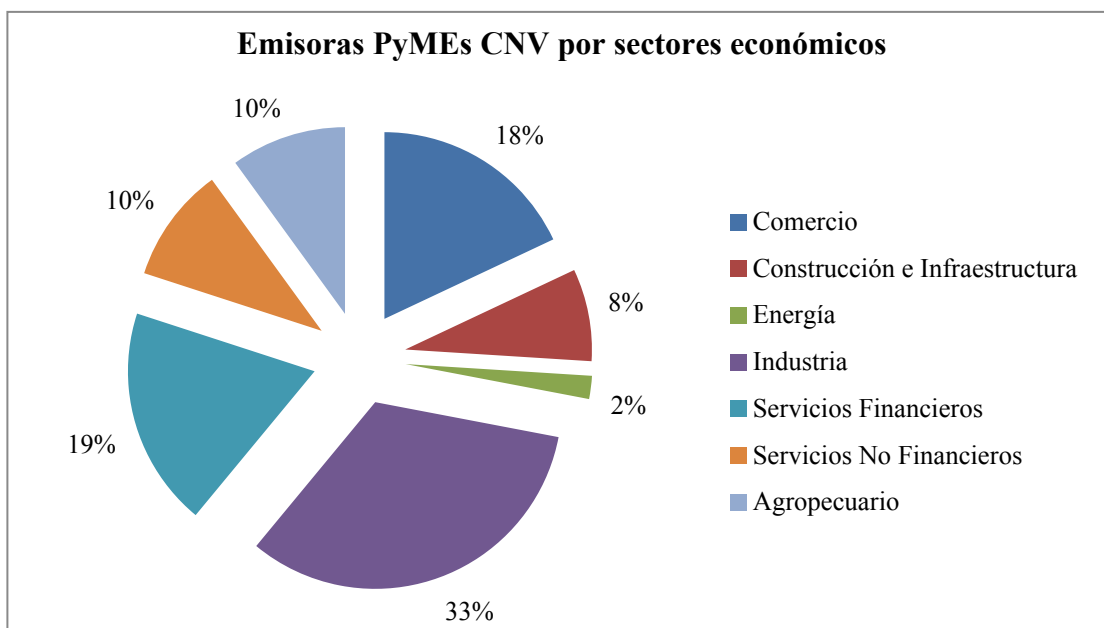
Poniendo en conocimiento el impacto de la devaluación, la presión tributaria y las altas tasas de interés que han golpeado fuertemente la competitividad y el crecimiento sustentable de las PyMEs durante el periodo en estudio, en relación al sistema bancario, es que resulta fundamental y muy valioso establecer estímulos para generar más acercamiento de las PyMEs al Mercado de Capitales.

De acuerdo a lo ya expresado, se toma como base el Codificador de Actividades Económicas (CLAE), para determinar qué actividades están incluidas en cada sector PyME, y conforme con el mismo y con datos estadísticos de la CNV, - extraídos en la visita efectuada al MAV de la ciudad de Rosario, con el acompañamiento del Director Ejecutivo Fernando Luciani y del Gerente de Relaciones Institucionales Cristian Cuini-, es que a continuación se expondrán los porcentajes de emisoras PyMEs por sectores económicos, en el Mercado de Capitales, en cada trimestre del período en estudio; precisando siempre que en el caso del año 2019, como es el año del desarrollo del TFG, se considera sólo el primer semestre.

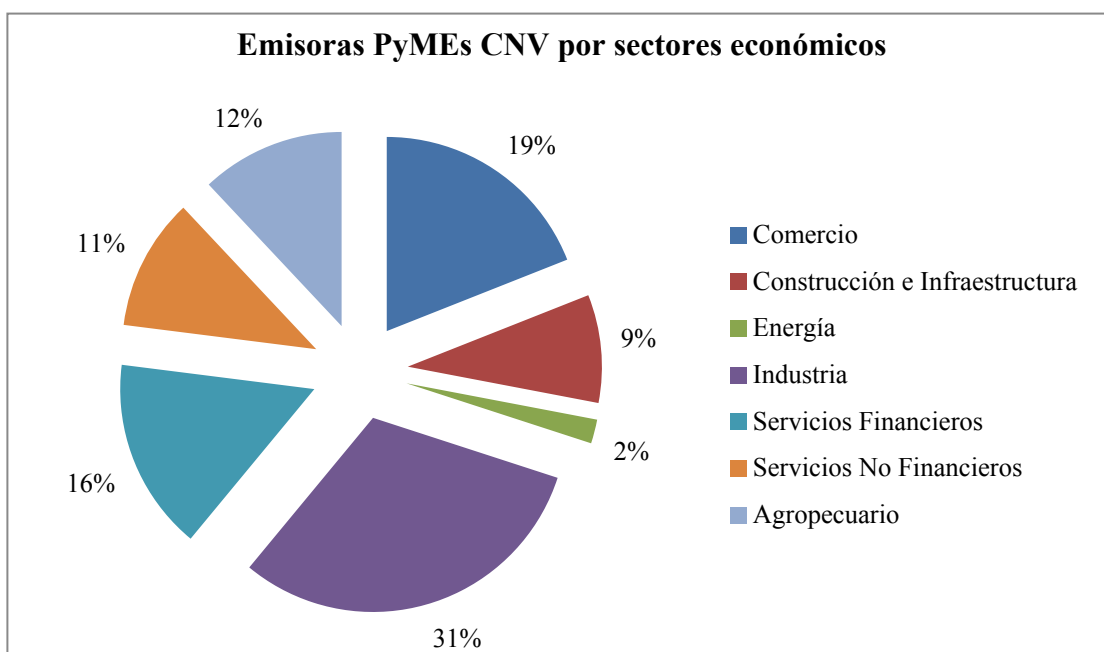


*Figura 15* Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el primer trimestre de 2018.

Fuente: Elaboración propia en base a datos expuestos en la sección de informes PyMEs de la CNV.

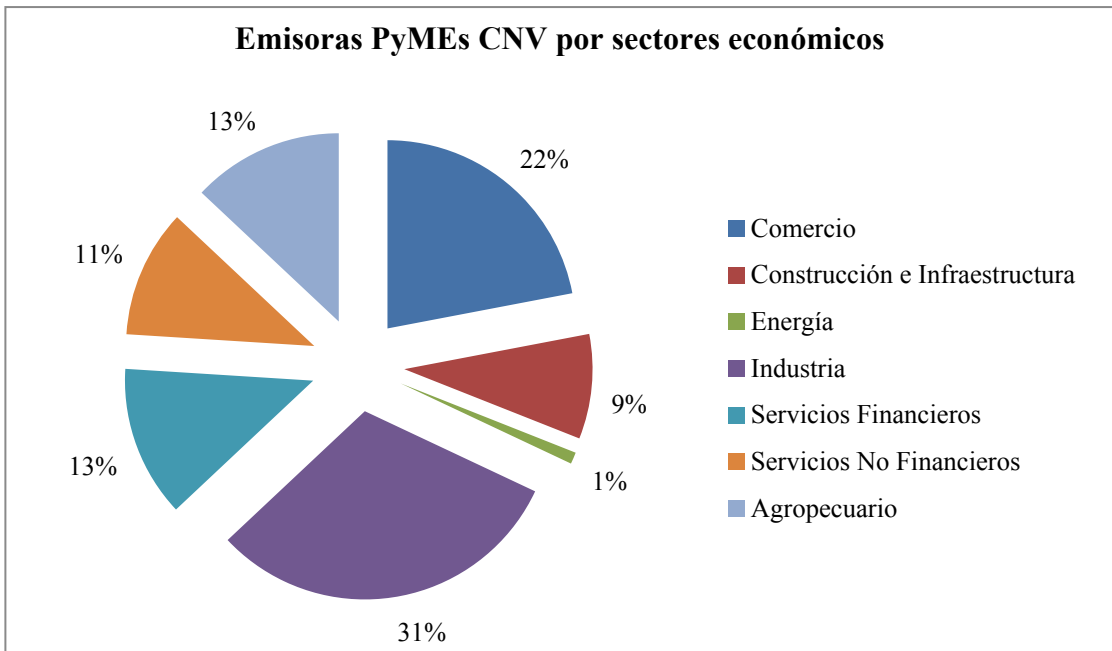


*Figura 16* Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el segundo trimestre de 2018.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos expuestos en la sección de informes PyMEs de la CNV.

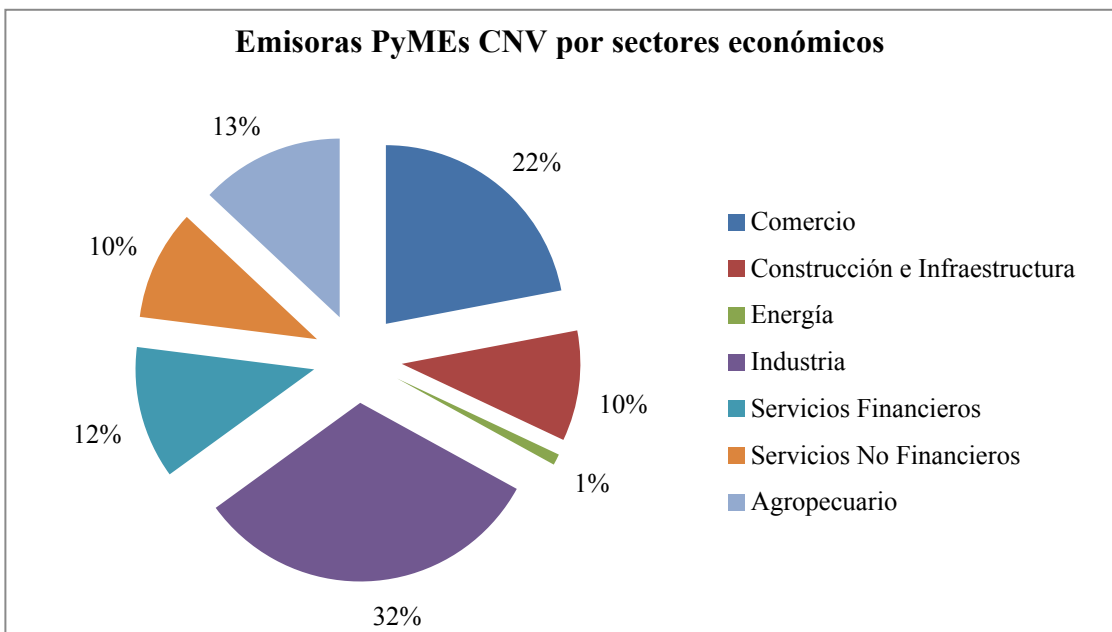


*Figura 17* Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el tercer trimestre de 2018.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos expuestos en la sección de informes PyMEs de la CNV.

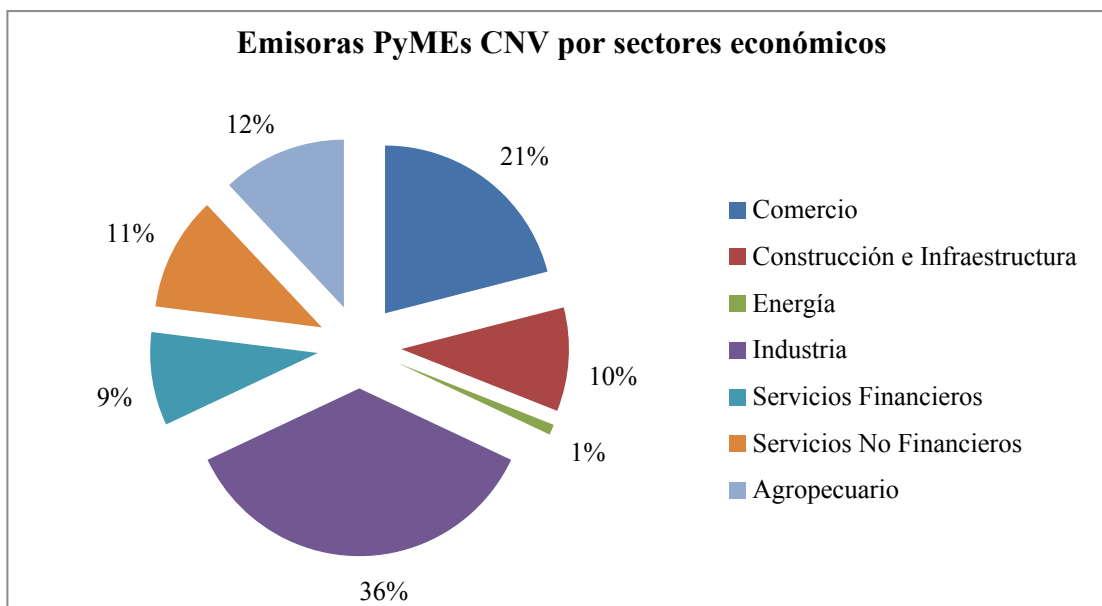




*Figura 18* Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el cuarto trimestre de 2018.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos expuestos en la sección de informes PyMEs de la CNV.



*Figura 19* Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el primer trimestre de 2019.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos expuestos en la sección de informes PyMEs de la CNV.



*Figura 20* Gráfico Circular sobre el % de participación de los sectores PyMEs en el financiamiento a través del Mercado de Capitales, en el segundo trimestre de 2019.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos expuestos en la sección de informes PyMEs de la CNV.

La interpretación de cada gráfico, se efectuará en forma integral, en el Capítulo de Conclusiones; ya que el objetivo primordial es analizar, interpretar y desarrollar los instrumentos que financian a cada uno de estos sectores.

A continuación, se adjuntará como figura un gráfico de línea adquirido como folletería, durante la visita al MAV, en donde se muestra la evolución en la cantidad de emisoras PyMEs incorporadas al Mercado de Capitales en los últimos años, considerando para el análisis sólo el período 2018-2019. En Anexos se presenta como Anexo I, el detalle de las PyMEs CNV incorporadas al MAV, según provincia, sector económico, ingreso anual promedio y régimen de emisión de valores.

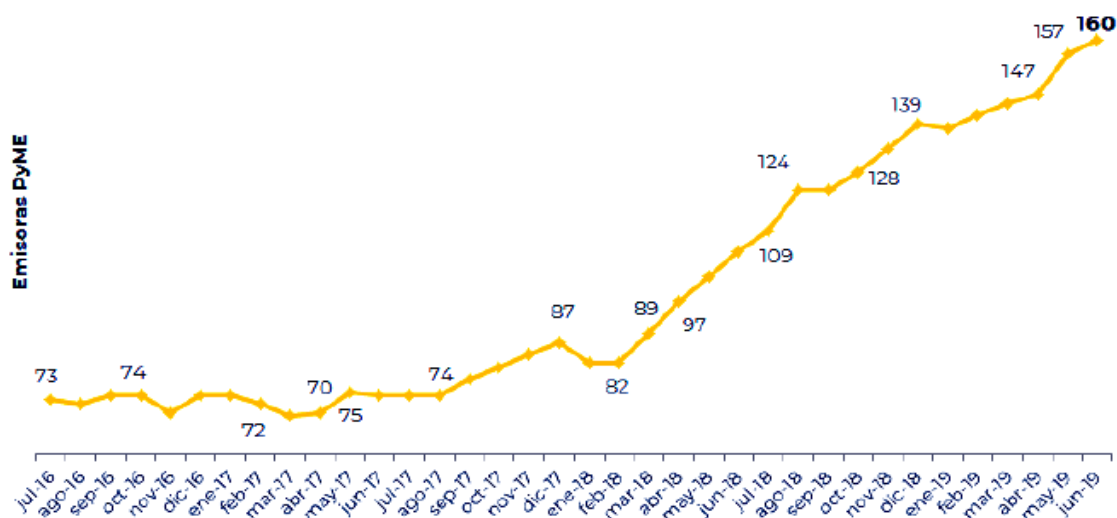
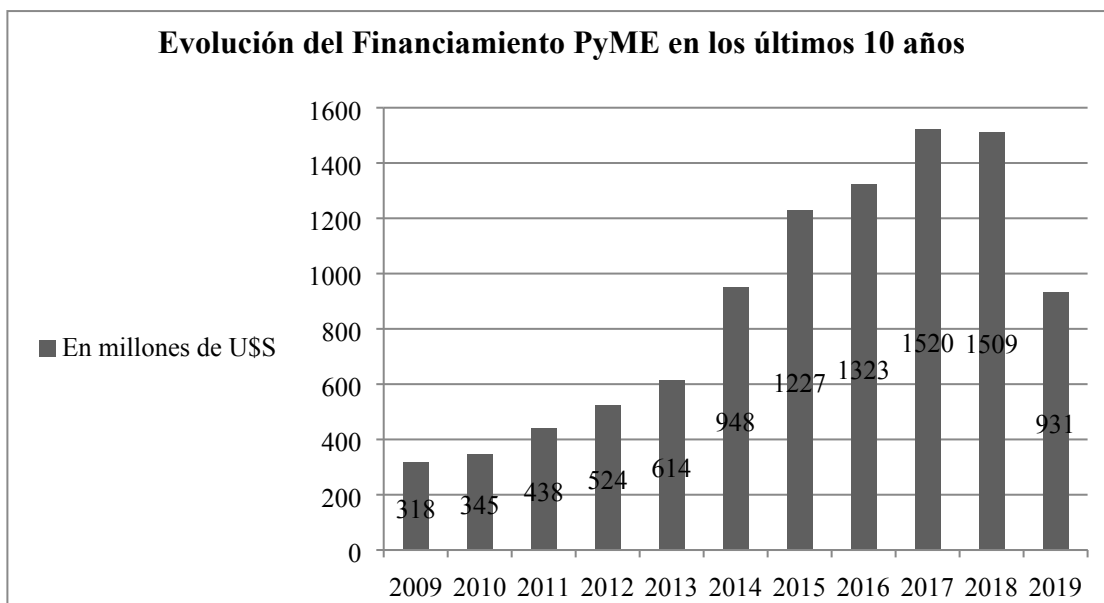


Figura 21 Gráfico de Línea sobre la evolución de la incorporación de PyMEs en el Mercado de Capitales.

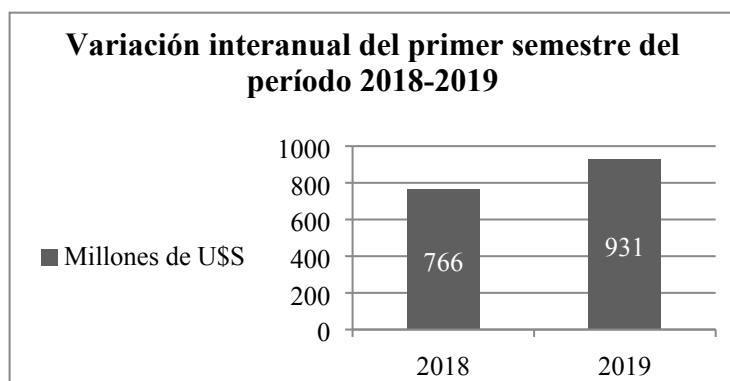
Fuente: Extraído de un folleto del MAV.

Como se puede observar, la inclusión de empresas PyMEs en el Mercado de Capitales, ocurre con un acelerado aumento en el período en estudio, comenzado el 2018 con alrededor de 80 emisoras y finalizando el primer semestre de 2019 con el doble de emisoras, en comparación con años previos en donde la brecha de crecimiento era menor. Tal aceleración se debe a la implementación y entrada en vigencia en Junio del 2017, de la R.G. N° 696 del Régimen PyME CNV Garantizada, evidenciándose el despegue en el mes de agosto de ese mismo año.

Seguidamente se analizará la evolución del financiamiento PyME en los últimos 10 años teniendo como referencia que hasta el año 2013, se toma por financiamiento total PyME a la sumatoria de las emisiones autorizadas a cotizar en BCBA, y desde el año 2014 se empalma la serie con las colocaciones PyME en todos los mercados del país.



*Figura 22* Gráfico de Columnas sobre la evolución del financiamiento histórico PyMEs en el Mercado de Capitales, en el período 2009-2019.  
Fuente: Elaboración propia en base a informes de evolución acumulada de la C.N.V.



*Figura 23* Gráfico de Columnas sobre la evolución del financiamiento PyMEs en el Mercado de Capitales, en el primer semestre de período 2018-2019.  
Fuente: Elaboración propia en base a informes de evolución acumulada de la C.N.V.

En base a lo antepuesto, la variación del financiamiento acumulado durante el año 2018 respecto del año anterior evidenció una caída de 0,7% en dólares. Adicionalmente, el crecimiento con respecto al acumulado del año 2009 alcanzó el 375% medido en la misma moneda, valor que representa un crecimiento promedio geométrico anual de 16,8%.

La variación interanual del financiamiento acumulado durante el primer semestre de 2019 respecto del año 2018, evidenció un aumento de 21,5% en dólares. Por lo que a la fecha de entrega de este TFG, el crecimiento en el financiamiento PyME es mayor en el 2019, lo cual augura que al finalizar el año, corra con el mismo hado.

Los instrumentos de mayor dinamismo en el Mercado de Capitales, en el período 2018-2019, han sido aquellos relacionados con el financiamiento PyME; en breve se expondrá toda la investigación efectuada sobre este tema, en el desarrollo del cuarto objetivo, que permitirá culminar con éxito este PIA.

#### **4.1.3. Desarrollo del Objetivo específico N° 3**

El Senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina, el 11 de mayo de 2018 al sancionar la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, potencian el financiamiento de las MiPyMEs y el desarrollo del Mercado de Capitales, modificando la Ley de Mercados de Capitales N° 26.831 y buscando con ello aumentar la base de inversores y de empresas que se financien en dicho ámbito, como así también estimular la integración y federalización de los distintos mercados del país.

La reglamentación de dicha Ley, genera un impulso al financiamiento de las PyMEs al ratificar el rumbo institucional de reducir las trabas para el acceso de las mismas al Mercado de Capitales, como la reducción del costo financiero y mejores tasas a través de la negociación anticipada de los títulos ejecutivos; lo cual hace del Mercado de Capitales, una actividad estratégica y principal para el crecimiento del país.

En relación a las crecientes exigencias de evolución del mercado producto y para impulsar la apertura de capital y el desarrollo de proyectos inmobiliarios y de infraestructura, la Ley dispuso que los Fideicomisos Financieros y los Fondos Comunes de Inversión, no les corresponde tributar el impuesto a las Ganancias en relación a ciertas rentas; considerando la adecuación de la normativa a fin de facilitar a los Mercados de Valores, estar en una posición competitiva con relación a sus pares.

Otro pilar que desarrolla la Ley es la implementación de una Estrategia Nacional de Inclusión Financiera que permita la inserción de todos los sectores de la población, a un sistema financiero eficiente y transparente que fomente la confianza de los consumidores y sea de fácil acceso en todo el territorio Argentino.

En resumidas palabras, la Ley de Financiamiento Productivo es un impulso al financiamiento de las PyMEs, en el Mercado de Capitales; desarrollando además otros temas que no se tratarán en el presente TFG como, el impulso al financiamiento hipotecario y al ahorro, el impulso a la apertura de capital y el desarrollo de proyectos inmobiliarios y de infraestructura, las regulaciones de instrumentos derivados, la inclusión financiera, y los sistemas de financiamiento colectivos, entre otros. Ante lo dicho, sólo se enfocará en el instrumento Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs, a desarrollar en el cuarto objetivo específico, junto con el resto de los instrumentos de financiamiento para las PyMEs.

A continuación y para cerrar el tercer objetivo, se expondrán Flyer informativos, sobre generalidades del nuevo instrumento y sobre las diferencias en la Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs con el régimen de factura de crédito:



Figura 24 Flyer del nuevo instrumento incorporado al financiamiento PyME: FCE.  
Fuente: Extraído del portal electrónico de AFIP.

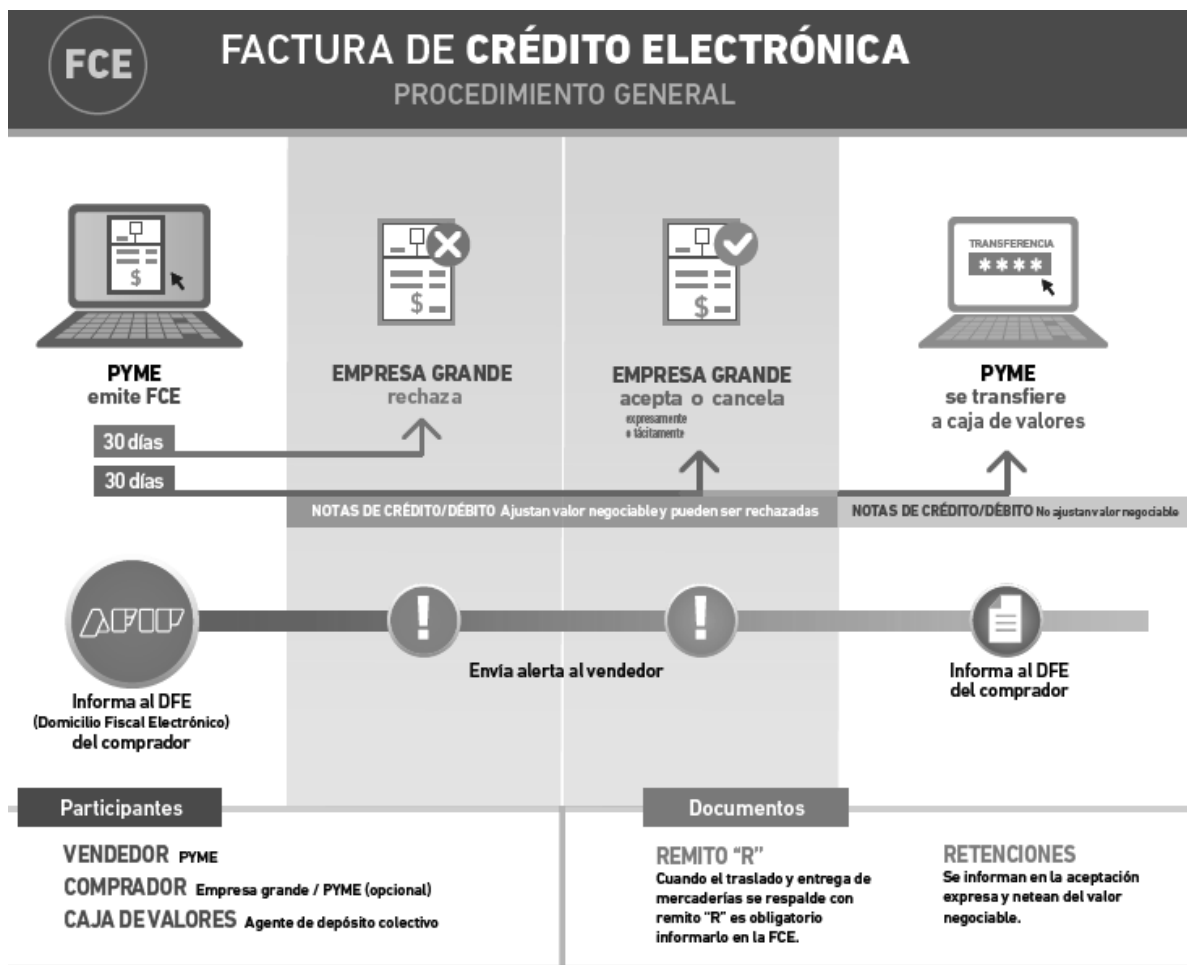


Figura 25 Flyer del procedimiento general de la FCE.  
Fuente: Extraído del portal electrónico de AFIP.



Figura 26 Flyer del procedimiento general de la FCE en ME.  
Fuente: Extraído del portal electrónico de AFIP.

**FCE MiPyME**

Ante la falta de aceptación expresa, las FCE se consideren aceptadas

Constituye título ejecutivo

AFIP

Factura electrónica  
Desde una plataforma electrónica se transfiere la factura a un agente de custodia colectivo.

A través del agente de custodia colectivo, vía transferencia electrónica por CBU

Vía domicilio electrónico AFIP

**FACTURA DE CRÉDITO (FACTURA CONFORMADA)**

Necesitaban aceptación expresa del comprador (30 días)

Constituye título ejecutivo

AFIP

La factura de crédito se emite junto con la factura original

**ASPECTOS A CONSIDERAR:**

- 1- Aceptación
- 2- Ejecución
- 3- Autoridad de aplicación
- 4- Documento original
- 5- Procedimiento
- 6- Pago
- 7- Notificaciones

Figura 27 Flyer de la FCE instrumentada con la Ley N° 27.440.  
Fuente: Elaboración propia utilizando la aplicación Canva.



#### 4.1.4. Desarrollo del Objetivo específico N° 4

El desarrollo de este apartado conlleva a esclarecer el último y cuarto objetivo específico pero también a integrar lo anterior y alcanzar el general de este TFG.

Especificar las diferentes alternativas de financiamiento y con ello identificar los diversos instrumentos a los que pueden acceder las PyMEs en el Mercado de Capitales Argentino, según sus necesidades de financiamiento, conlleva a armar una guía, como portafolio de inversión/financiamiento, que sirva a estas empresas para la toma de decisiones acerca de las alternativas que tiene para emitir, conociendo de ante mano, sus beneficios y riesgos, pero sobre todo, el gran potencial y escasas trabas que le otorga el Mercado de Capitales Argentino.

Actualmente, existen numerosas alternativas financieras, que han sido desarrolladas por especialistas en la materia, como por ejemplo las capacitaciones o charlas abiertas que dicta el MAV, o en trabajos académicos, pero ninguna agrupa y distingue las alternativas que hoy tiene una PyME para financiarse, teniendo en cuenta la inestabilidad de la economía nacional y el preocupante riesgo país.

A continuación, se desarrollarán las alternativas, dispuestas a abrir el abanico del sistema financiero, a través de los instrumentos bursátiles, que faciliten el acceso de las PyMEs al Mercado de Capitales y con ello, agregar valor a su empresa.

Tabla 7  
*Grilla de Análisis*

<b>Alternativas del Mercado de Capitales Argentino</b>		
<b>Aspectos a evaluar</b>		<b>CHEQUES DE PAGO DIFERIDO (CPD)</b>
1	Generalidades:	<p>El instrumento CPD permite a las PyMEs obtener fondos a partir del descuento de su cartera de cheques, para ser negociados en el Mercado de Capitales, bajo diferentes segmentos según las garantías que ofrecen.</p> <p>Es el primer instrumento con el que comienzan negociando las PyMEs, para luego pasar a otras alternativas de financiamiento bursátiles, ya que es una</p>

		herramienta ágil, simple y segura, que ofrece una atractiva tasa activa final, en comparación a la de otros instrumentos de financiamiento.
2	Clasificación del Valor Negociable:	De RENTA FIJA.
3	Plazo de financiamiento:	CORTO PLAZO: <ul style="list-style-type: none"> <li>Plazo máximo de 360 días.</li> </ul>
4	Requerimientos del proceso de emisión:	<p>Los requerimientos de emisión de los CPD son:</p> <p>En el SISTEMA AVALADO:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La PyME presenta a la SGR la documentación requerida;</li> <li>La SGR evalúa la solicitud de garantía realizada por la PyME;</li> <li>La PyME constituye las contragarantías;</li> <li>La SGR emite las garantías solicitadas;</li> <li>Las PyMEs entregan los CPD a la SGR para que ésta los envíe a la Caja de Valores y luego pasen a la Bolsa para su posterior negociación;</li> <li>Un agente o sociedad de bolsa deposita los fondos netos resultantes de la negociación, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario;</li> <li>Al vencimiento del plazo del CPD, el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.</li> </ul> <p>En el SISTEMA PATROCINADO:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Se realiza la solicitud para emitir CPD patrocinados;</li> <li>Una vez autorizados, se envían los valores a un Agente o Sociedad de Bolsa para que éstos los depositen en la Caja de Valores;</li> <li>Un Agente o Sociedad de Bolsa depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición;</li> <li>Los beneficiarios de los CPD pueden hacerlos líquidos en el Mercado sin que recaiga ningún tipo de calificación sobre ellos;</li> <li>La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, al igual que en el S. Avalado.</li> </ul> <p>En el SISTEMA DIRECTO:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Los requerimientos son similares a los anteriormente expuestos, los cuales son diseñados para cada necesidad de financiamiento y contando con distintas garantías o sin ellas, pero en éste no se requiere el aval de una SGR, sino que quien autoriza es el MAV.</li> <li>Y, solo se admitirá la negociación cuando dicha operatoria se encuentre localizada dentro del ámbito geográfico del Mercado en el que se negocie o su zona de influencia.</li> </ul>
5	Acción al vencimiento:	<p>Al vencimiento los CPD son negociados en subastas bursátiles con sistemas electrónicos con concentración automática de operaciones según prioridad precio-tiempo.</p> <p>Negociación:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>Liquidación en 24hs (T+1)</li> <li>Congelamiento de plaza ante la concertación (2min).</li> <li>Acreditación desde la presentación en la SGR en 48hs.</li> </ol>
6	Costo de financiamiento:	<p>El costo (Costo Financiero Total) que refleja el costo anual de la operación, está compuesto por la sumatoria de:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La tasa de descuento que se negocie en el mercado y surge de la interacción de la oferta y la demanda, proporcional para los días de descuento;</li> <li>Los derechos de Mercado (no negociables);</li> </ul>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>La comisión de la SGR y del Agente de Bolsa (discutibles de acuerdo al volumen negociado). El IVA de la comisión podrá deducirse ya que es computable en la DD.JJ mensual.</li> </ul> <p>Los agentes y sociedades de bolsa ingresan las tasas de descuento ofertadas por los inversores. Las tasas se calculan en función del período comprendido desde la compra del CPD hasta el del vencimiento, momento en que el inversor que adquirió los valores recibe el monto total consignado en el cheque. Para los CPD avalados, la tasa será menor. Tal disminución en la tasa de financiación es debido al aval y con ello, al bajo riesgo de incumplimiento.</p>
7	Monto potencial de financiamiento:	Deberán ser emitidos por PyMEs, por un monto mínimo de \$1.000 y deben ser endosados por el beneficiario a favor de la Caja de Valores S.A. y con la leyenda “para su negociación en Mercados autorizados por la CNV” para su negociación en el Mercado de Capitales y depositados en él por un Agente o Sociedad de Bolsa.
8	Tipo de moneda:	Local (\$).
9	Beneficios:	<p>Los beneficios en general que este instrumento puede aportar a las PyMEs son:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Permite adelantar las cobranzas, evitando costos inflacionarios;</li> <li>El CFT es menor que a través del Sistema de descubierto Bancario;</li> <li>Otorgan mayores niveles de retorno/rentabilidad respecto de similares alternativas;</li> <li>Permite ofrecer financiamiento al cliente, donde se le traslada el CFT a quien lo solicite;</li> <li>Permite mejorar la relación de liquidez y flexibilidad al ciclo de la PyME;</li> <li>No utiliza el cupo de crédito bancario;</li> <li>Acceso rápido al MAV, con posibilidad de liquidez en 72hs.</li> </ul> <p>En el SISTEMA AVALADO: En el caso de un eventual incumplimiento del librador del CPD, la entidad avalista cubre el riesgo crediticio asumiendo el pago en tiempo y forma; por ello, el riesgo de incobrabilidad es acotado. Esta operatoria, da al inversor, la posibilidad de ganar una diferencia que surge de comprar el CPD en el MAV a un valor menor que el que cobra al vencimiento; y como financiamiento, le da a la PyME liquidez para solventar su financiamiento y evitar la pérdida del poder de compra a causa de la inflación que en el período en estudio abunda. Otro beneficio es que no aparecen los nombres del beneficiario ni del librador, ya que la que cotiza en el mercado es la SGR.</p> <p>En el SISTEMA PATROCINADO: Brinda asistencia a PyMEs proveedoras, ayudando así a promover la empresa y fidelizar proveedores. Operatoria que permite ganar prestigio y reconocimiento por cotizar en el MAV.</p> <p>En el SISTEMA DIRECTO: SEGMENTO GARANTIZADO: Operatoria calificada por los organismos de calificación del riesgo, como con muy buena capacidad de pago. SEGMENTO NO GARANTIZADO: Operatoria que cuenta con el beneficio de librarse el cupo para negociar valores de cualquier importe. SEGMENTO WARRANTS: Operatoria calificada como una propuesta muy interesante para un amplio sector de la economía local. Para el inversor es una posibilidad muy interesante por su bajo riesgo ya que su inversión tiene como respaldo la mercadería dada en depósito.</p>

		SEGMENTO COMMODITIES AGRÍCOLAS: Operatoria que resulta muy auspiciosa como alternativa de financiamiento de la economía real vinculada a la producción agrícola del país.
10	Respaldo con el que cuentan los activos financieros a negociar:	<p>SISTEMA AVALADO: Garantía brindada por una SGR (que emitirá un aval sobre los CPD librados) o por una entidad financiera SGR (que emitirá un certificado de aval sobre los CPD librados, que será negociado).</p> <p>SISTEMA PATROCINADO: Garantía brindada por la solvencia del librador.</p> <p>SISTEMA DIRECTO: SEGMENTO GARANTIZADO: Garantía brindada por MAV, con contragarantías del Vendedor.</p> <p>SEGMENTO NO GARANTIZADO: Garantía brindada por la solvencia del librador.</p> <p>GARANTÍA WARRANTS: Garantía Warrant sobre productos materiales tangibles.</p> <p>GARANTÍA COMMODITIES AGRÍCOLAS: Cesión de derechos crediticios derivados de contratos de compraventa de Granos, modalidad precio a fijar.</p>
Aspectos a evaluar		PAGARÉ BURSÁTIL
1	Generalidades:	<p>El instrumento Pagaré permite a las PyMEs obtener fondos a partir del descuento que se aplica respecto de su valor nominal, pagadero al vencimiento del instrumento; permitiendo a estas empresas contar con financiación en condiciones competitivas a través de los agentes del MAV.</p> <p>Resulta un instrumento especialmente apropiado para las PyMEs que tengan dolarizada su operatoria, como para aquellas que encuentren conveniente diversificar su matriz de financiamiento y puedan gestionar el descalce de monedas.</p> <p>Es un instrumento similar al CPD Avalado, ya que significan un compromiso de pago a una fecha futura determinada y cuentan con el aval de una SGR y/o por Fondos de Garantía de Carácter Público ante el BCRA.</p> <p>El mismo puede gestionarse en el MAV como Pagaré Bursátil Avalado o como Pagaré Digital.</p>
2	Clasificación del Valor Negociable:	De RENTA FIJA.
3	Plazo de financiamiento:	<p>CORTO Y LARGO PLAZO:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Vencimiento mínimo: 180 días.</li> <li>• Vencimiento máximo: 3 años.</li> </ul>
4	Requerimientos del proceso de emisión:	<p>Los requerimientos de emisión en forma general son:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La PyME libera y endosa el Pagaré con todos los datos que el mismo debe contener;</li> <li>• Envía el instrumento para su aval a una SGR;</li> <li>• La SGR avala el Pagaré y lo envía a la Caja de Valores;</li> <li>• La CV S.A. los carga para que el Agente pueda operar con el mismo; la operación se llevará a cabo entre agentes tanto de la PyME emisora como de la inversora, quienes negociaran la tasa a aplicar;</li> <li>• La operación se liquida a través del MAV cuando el Agente entrega el</li> </ul>

		<p>Pagaré al inversor en Bolsa, cuya acreditación es a plazo, y recibe el valor de contado neto de intereses y comisiones, que depositará en la cuenta comitente de la PyME emisora.</p> <p>Para el caso del Pagaré Digital:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El agente miembro del MAV solicita financiamiento mediante la carga de datos del Pagaré Digital en un portal electrónico habilitado para tal operatoria;</li> <li>• La PyME firma digitalmente el Pagaré;</li> <li>• La SGR recibe el legajo de la PyME y avala con firma digital el Pagaré;</li> <li>• El Pagaré Digital se negocia en el MAV.</li> </ul>
5	Acción al vencimiento:	<p>Al vencimiento del Pagaré Bursátil Avalado, el producido se acreditará en la cuenta del Agente comprador.</p> <p>El tiempo que ha de mediar entre el ofrecimiento a la negociación del instrumento y la fecha de pago no podrá ser inferior a 20 días corridos.</p> <p>El pagaré podrá ser presentado a negociación recién a partir del día siguiente de haber sido incorporado, dado de alta en el sistema y entregado al MAV, por lo que el plazo mínimo de negociación se computará a partir de la fecha T + 1 del alta y entrega del instrumento.</p> <p>Todas las operaciones podrán ser pre-canceladas con anterioridad a su vencimiento, debiendo el intermediario vendedor proceder a depositar en las cuentas correspondientes el monto resultante de la operación, previamente a solicitar el retiro de los pagarés negociados, los cuales no podrán volver a ser depositados para su negociación.</p> <p>Al término, el agente vendedor pagará por cuenta y orden del comitente a la entidad a cargo de la custodia del documento.</p> <p>Para el caso de que al vencimiento del Pagaré, el mismo no sea pagado por el emisor, el MAV procederá a notificar a los avalistas dicha situación, para que procedan a pagar al MAV inmediatamente.</p> <p>Al vencimiento del Pagaré Digital se cobra a través de débito en CBU de la empresa y se le transfieren los fondos al inversor.</p>
6	Costo de financiamiento:	<p>El costo (Costo Financiero Total) que refleja el costo anual de la operación, está compuesto por la sumatoria de:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La tasa de descuento que se negocie en el mercado y surge de la interacción de la oferta y la demanda, proporcional para los días de descuento;</li> <li>• Los derechos de Mercado (no negociables);</li> <li>• La comisión de la SGR y del Agente de Bolsa (discutibles de acuerdo al volumen negociado). El IVA de la comisión podrá deducirse ya que es computable en la DD.JJ mensual.</li> </ul> <p>El Pagaré Digital es menos costoso porque elimina tiempos burocráticos, certificaciones y papeles, permitiendo la portabilidad del mismo; además de ser más rápido porque se gestiona desde la web.</p>
7	Monto potencial de financiamiento:	<p>Deberán ser emitidos por PyMEs, por un monto mínimo de \$100.000 o monto equivalente en moneda extranjera, y con la cláusula “sin protesto”.</p> <p>En el caso de emitirse en Moneda Extranjera, deberá considerarse el tipo de cambio vendedor, correspondiente al cierre del día anterior de la fecha de vencimiento.</p> <p>Para la liquidación, también se utilizará el tipo de cambio vendedor, correspondiente al cierre del día anterior de la fecha de concertación. Esto es porque el líquido de la operación ingresa a la cuenta comitente de la PyME en pesos.</p>
8	Tipo de moneda:	Local (\$) o Extranjera (US\$).

9	Beneficios:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Extensión de los plazos de negociación;</li> <li>• Posibilidad de operar en pesos y en dólares;</li> <li>• Acceso a tasas competitivas;</li> <li>• Intervención de una SGR la cual responde como avalista;</li> <li>• Acceso rápido al MAV, con posibilidad de liquidez en 48hs.</li> </ul>
10	Respaldo con el que cuentan los activos financieros a negociar:	La Garantía es brindada por una SGR autorizada por la SEPyME y/o por Fondos de Garantía de Carácter Público ante el BCRA, que en el caso del Pagaré Digital, es 100% digital.
<b>Aspectos a evaluar</b>		<b>FIDEICOMISO FINANCIERO</b>
1	Generalidades:	<p>El instrumento Fideicomiso Financiero (F.F.) permite a las PyMEs obtener fondos líquidos a partir de activos ilíquidos de su hoja de balance. De esta manera logran financiarse en el Mercado de Capitales sin que esto represente un incremento en su pasivo, puesto que el riesgo de la inversión se corresponde con la cartera cedida.</p> <p>La cartera se conforma de determinados activos (reales o financieros) del patrimonio de la PyME que son separados y cedidos a un administrador autorizado por la CNV, en propiedad fiduciaria, para que los transforme en activos financieros líquidos y puedan ser negociados en el MAV. Por lo que la PyME y su balance quedan fuera del patrimonio de afectación del F.F.</p>
2	Clasificación del Valor Negociable:	<p>De RENTA FIJA si se emiten valores representativos de deuda.</p> <p>De RENTA VARIABLES si se emiten certificados de participación.</p>
3	Plazo de financiamiento:	CORTO A LARGO PLAZO: A determinar según condición resolutoria y horizonte de sus proyectos a lograr.
4	Requerimientos del proceso de emisión:	<p>Los requerimientos de emisión del contrato de fideicomiso son:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El Fiduciante (dueño de los bienes) entrega los bienes ilíquidos.</li> <li>• El Fiduciario lo recibe en propiedad fiduciaria para su acción (convertirlos en activos financieros líquidos y entregarlos para su negociación en el MAV).</li> <li>• El Beneficiario (destinatario de tales activos) lo recibe cumplido un plazo determinado o condición.</li> </ul>
5	Acción al vencimiento:	Finalizado el fideicomiso, ya sea por el cumplimiento del plazo o la condición a que se hubiera sometido, o por el vencimiento del plazo legal, por la revocación del fiduciante o por cualquier otra causal prevista en el contrato, el fiduciario está obligado a entregar los bienes fideicomitados al fideicomisario (destinatario final de los bienes fideicomitados pudiendo sustituirse cuando se prevea que el fiduciante o los beneficiarios sean los destinatarios finales del remanente del F.F.), otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales correspondientes.
6	Costo de financiamiento:	<p>El costo de obtención de fondos es directamente proporcional a la calificación de riesgo del F.F., por lo que a una mejor calificación de riesgo, le debería seguir una mejor tasa de financiación.</p> <p>Reducido costo financiero por el aislamiento de determinados activos del patrimonio de la PyME y creación de un patrimonio de afectación separado y por el otorgamiento de garantías adicionales.</p> <p>A partir de la securitización, se puede lograr que los ahorros a largo plazo existentes en el MAV estén disponibles para financiar a los tomadores de fondos a igual plazo. A causa de esto se produce un aumento en la oferta de fondos para estos fines, que trae aparejado una disminución del costo, es decir, de la tasa de interés activa.</p>

		Aclarando que si la PyME tiene dificultad para realizar grandes emisiones, el costo de estructuración del F.F. será alto, ya que solo con grandes montos de emisión se puede disminuir el impacto de los costos iniciales de emisión.
7	Monto potencial de financiamiento:	Montos de emisión acordados según contrato y dependiente del capital con que cuente la PyME emisora del F.F. A medida que aumenta el monto de emisión del F.F. se reduce el CFT, ya que es posible absorber de una mejor manera los costos fijos de la estructuración.
8	Tipo de moneda:	Local (\$) o Extranjera (US\$).
9	Beneficios:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Instrumento que se caracteriza por su flexibilidad a la hora de estructurar una emisión, de acuerdo a las necesidades del fiduciante;</li> <li>• Obtención de fondos a través de la titulización (securitización);</li> <li>• Transformación de activos ilíquidos en activos financieros líquidos;</li> <li>• La transmisión de créditos al fideicomiso le permite a la empresa hacer frente a las necesidades de capital de trabajo, hacerse de una nueva fuente de fondos, disminuyendo el riesgo de iliquidez y estimulando el crecimiento de la compañía a largo plazo;</li> <li>• Su éxito en la historia del MAV se debe a la posibilidad de asociación de PyMEs sectoriales o regionales a efectos de bajar los costos fijos y disminuir, por dispersión, el riesgo;</li> <li>• La PyME y su balance quedan fuera del F.F., al igual que los bienes fideicomitados quedan exentos de la acción de acreedores; lo cual hace que ésta pueda acceder a mejores calificaciones de riesgo y emitir títulos valores garantizando su pago con el flujo de fondos generado por esos activos específicos;</li> <li>• Permite obtener fondos sin contraer deudas, es decir, sin aumentar el pasivo de la sociedad, ya que se trata de una fuente de financiamiento “fuera del balance”;</li> <li>• Menores costos de financiamiento para la PyME por la mejor calificación de riesgo y las mejores garantías;</li> <li>• Posibilidad de acceso al financiamiento a empresas con dificultades financieras, en la medida que éstas tengan buenos negocios proyectados.</li> <li>• El inversor al comprar valores representativos de deuda de un F.F., le presta dinero al fideicomiso con el fin de adelantar fondos a un proyecto o a un flujo futuro de pagos, recibiendo durante el período de vigencia y hasta el vencimiento, la devolución del dinero con una tasa de interés pactada en el prospecto de emisión. En cambio, aquel inversor que posea certificados de participación, obtendrá además de la renta periódica, ganancias sobre las utilidades que le correspondan de los resultados finales del F.F.</li> </ul>
10	Respaldo con el que cuenten los activos financieros a negociar:	<p>Los bienes fideicomitados quedan exentos de la acción de acreedores, el inversor no se perjudica ante eventuales inconvenientes y la PyME y su patrimonio, separado del F.F., quedan fuera del instrumento. Por lo dicho, el respaldo es garantido por el patrimonio propio del F.F.</p> <p>Otra forma de garantizar el respaldo es: asignando bienes adicionales al F.F. de manera que haya una sobre-cobertura de riesgos, garantías personales por parte del fiduciante o un tercero, garantías reales, entre otras alternativas propuestas por la CNV.</p> <p>También está la posibilidad de utilizar el aval de una SGR para mejorar la calificación crediticia.</p>
<b>OBLIGACIONES NEGOCIABLES PYMES</b>		
1	Generalidades:	El instrumento Obligaciones Negociables PyMEs (O.N.) permite a las PyMEs acceder al financiamiento necesario, para el desarrollo de sus actividades y

		<p>proyectos, adquisición de activos y capital de trabajo, como para la realización de inversiones o el refinanciamiento de deudas, sin la necesidad de incrementar su patrimonio.</p> <p>Representan valores de deuda de la PyME que las emite, bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización.</p> <p>La PyME emisora, se compromete a devolver en una fecha determinada el monto recibido en préstamo más los intereses estipulados, al inversor quien reviste el carácter de un acreedor.</p> <p>Estos valores negociables pueden emitirse bajo dos modalidades:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• O.N. PyME CNV GARANTIZADA</li> <li>• Régimen específico PyME CNV.</li> </ul> <p>Para la primera no se requiere calificación de la PyME. El riesgo es absorbido por la SGR, que se introduce para simplificar el proceso, reduciendo trámites y bajando los costos.</p> <p>Para la segunda, el único requisito es que califiquen como PyME según la normativa CNV y cuenten con una fianza de una Entidad de Garantía listada en la CNV.</p>
2	Clasificación del Valor Negociable:	De RENTA FIJA.
3	Plazo de financiamiento:	MEDIANO PLAZO: A determinar por la PyME de acuerdo a sus características propias, el horizonte de sus proyectos de inversión y sus necesidades de financiamiento, pero en términos generales, se emiten a mediano plazo.
4	Requerimientos del proceso de emisión:	<p>Los requerimientos de la emisión de O.N. Simple según el Régimen específico PyME CNV, son:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La PyME contacta a una Entidad de Garantía;</li> <li>• Con su asesoramiento, establece los términos de emisión (el plazo, el monto y forma de pago) y la guían en la presentación de la documentación requerida por CNV;</li> <li>• La CNV la analiza la documentación y autoriza la oferta pública de la ON Simple;</li> <li>• La ON es colocada en el MAV, donde se reciben ofertas de los inversores interesados.</li> <li>• La PyME obtiene sus fondos.</li> </ul> <p>Los requerimientos de la emisión de O.N. PyME CNV GARANTIZADA, son:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los pasos previos a la emisión, son iguales a los anteriores, sólo que el trámite se gestiona de forma digital.</li> <li>• Para la colocación deberá utilizarse un sistema electrónico autorizado por la CNV, con la intervención de un Agente de Negociación.</li> <li>• El MAV podrá actuar como organizador de la colocación al disponer de un sistema electrónico conforme la reglamentación vigente para la negociación de O.N. PyME CNV GARANTIZADA;</li> <li>• A opción de la PyME CNV emisora, del Agente o de la SGR, el MAV podrá actuar como agente de liquidación en la colocación primaria.</li> </ul>
5	Acción al vencimiento:	<p>Al vencimiento el capital es amortizable o pagadero en su totalidad.</p> <p>La PyME se financia al contraer deuda con los obligacionistas, que son los inversores que compran las O.N., y se compromete a cancelar esa deuda en el plazo pactado junto con el interés correspondiente.</p>
6	Costo de financiamiento:	<p>Costos menores de financiamiento por contar con fianzas de entidades de garantía; por ello a dicho costo de financiamiento se le deberán sumar los costos de la garantía y las comisiones del proceso de colocación en el MAV.</p> <p>En el caso de la tasa de interés, la misma puede ser fija o variable definida</p>



		<p>mediante subasta o licitación pública.</p> <p>Para el caso de la O.N. PyME CNV GARANTIZADA los costos de publicación (suplemento, aviso de colocación, aviso de resultado de licitación, avisos de pagos, etc.) son bonificados.</p>
7	Monto potencial de financiamiento:	Deberán ser emitidos por PyMEs, hasta un tope de \$100.000.000.
8	Tipo de moneda:	Local (\$) o Extranjera (US\$).
9	Beneficios:	<p>Beneficios de la O.N. PyME CNV GARANTIZADA:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• No se requiere calificación de la PyME.</li> <li>• Simple acceso al financiamiento en el MAV;</li> <li>• Menores costos de financiamiento porque cuenta con el aval de una SGR.</li> <li>• Listado automático;</li> <li>• Eliminación de la obligación de contar con síndico en las S.A., según lo establecido en la Ley de Financiamiento Productivo.</li> <li>• Trámite ante la CNV 100% electrónico con simple tratamiento.</li> </ul> <p>Beneficios de la O.N. del Régimen específico PyME CNV:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Si se requiere calificación de la PyME;</li> <li>• Plazo y monto según las necesidades de la PyME;</li> <li>• Federal, porque el trámite ante la CNV es 100% electrónico si se delega en el garante;</li> <li>• Simple, porque tiene un registro ágil y documentación estandarizada;</li> <li>• Mejores costos de financiamiento porque cuenta con el aval de una Entidad de Garantía;</li> <li>• Beneficios Impositivos.</li> </ul>
10	Respaldo con el que cuenten los activos financieros a negociar:	<p>O.N. PyME CNV GARANTIZADA: Avalado el 100% por una o varias SGR.</p> <p>O.N. del Régimen específico PyME CNV: Avalado por una Entidad de Garantía listada en la CNV (SGR, Fondo de Garantía Público o Entidad Financiera).</p>
<b>Aspectos a evaluar</b>		<b>ACCIONES</b>
1	Generalidades:	<p>El instrumento Acciones permite a las PyMEs ampliar su capital, otorgar liquidez a sus accionistas y simplificar el acceso a otros canales de financiamiento, obteniendo fondos del Mercado para financiar sus operaciones.</p> <p>Cuando una PyME emite acciones y las coloca en el MAV, está incorporando en su estructura patrimonial a un universo de inversores individuales o institucionales calificados que compartirán con los accionistas mayoritarios el riesgo del negocio y también sus beneficios, en proporción a su tenencia.</p> <p>Las PyMEs cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización, que les permite el acceso a esta vía de financiamiento.</p> <p>No obstante, este camino se recomienda para aquellas empresas que hubieran transitado previamente por el MAV, o bien tuvieran una buena organización administrativa que les permita cumplir con los plazos y exigencias en cuanto a la presentación de la información requerida.</p> <p>Nuestro país no se destaca por la cantidad de empresas que listan su capital en los mercados regulados. Por la complejidad en la operatoria de tal instrumento, es una alternativa casi descartada por las PyMEs, siendo muy pocas las que se financian por esta vía.</p>

2	Clasificación del Valor Negociable:	De RENTA VARIABLE.
3	Plazo de financiamiento:	LARGO PLAZO.
4	Requerimientos del proceso de emisión:	<p>Los requerimientos del proceso de emisión para obtener la autorización de sus acciones en el MAV, son:</p> <p>Las emisoras deben ajustarse a las siguientes condiciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Que su objeto social, capital y situación patrimonial, económica y financiera justifiquen el acceso al mercado; y</li> <li>• Que su organización administrativa les permita atender los requerimientos para este tipo de emisiones.</li> </ul> <p>Pueden solicitar su listado de Acciones, las S.A. que califiquen como PyMEs conforme a las normas de la CNV y disposiciones legales aplicables.</p> <p>Las PyMEs, al solicitar por primera vez el listado de sus acciones deben acompañar:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Acta de la asamblea extraordinaria que resolvió solicitar el listado en el MAV, donde consten las razones que han determinado tal solicitud. Esta decisión no podrá ser delegada en el directorio, salvo aquello referido a la oportunidad de su presentación;</li> <li>• La documentación e información exigidas para el ingreso al régimen general de la oferta pública de valores negociables;</li> <li>• Toda otra documentación e información que el MAV solicite;</li> <li>• Con relación a los antecedentes económicos, financieros y patrimoniales, se deberá acompañar: <ul style="list-style-type: none"> <li>i) Estados contables de la sociedad de los tres (3) últimos ejercicios o desde su constitución, si su antigüedad fuere menor, tal como fueron presentados a la respectiva autoridad de contralor;</li> <li>ii) Información contable por el último período intermedio que corresponda.</li> </ul> </li> <li>• Nómina de los directores con indicación de quienes integran el comité de auditoría, de los miembros del órgano de fiscalización, del contador dictaminante y del responsable de relaciones con el mercado, acompañada de la DD.JJ. suscripta por cada uno de ellos en formularios que suministrará el MAV. La DDJJ, incluirá el compromiso de cada director y miembro del órgano de fiscalización de cumplir las Normas de la CNV y las disposiciones del presente Reglamento que les resulten aplicable;</li> <li>• Acta de asamblea donde conste la designación de directores y miembros del órgano de fiscalización;</li> <li>• Acta de directorio donde conste la designación del comité de auditoría, en caso de corresponder;</li> <li>• Reglamento interno del comité de auditoría, en su caso;</li> <li>• Acta de asamblea donde conste la designación de los auditores externos. Deberá consignarse si reúnen o no la calidad de independientes según las Normas de la CNV.</li> <li>• Prospecto;</li> <li>• Copias, numeración de los títulos y acciones y planilla de porcentajes ajustados a las reglamentaciones vigentes, de encontrarse representados por láminas definitivas. En su caso, descripción del sistema de acciones escriturales y, si se llevara en forma computarizada, la constancia de la aprobación por la autoridad de control;</li> <li>• Constancia de autorización de oferta pública de la CNV; y</li> <li>• De existir: informe de la calificadora de riesgo emitido por una Calificadora registrada en la CNV.</li> </ul> <p>Una vez recibido de CNV el prospecto, se publicará en el Boletín. Resuelta en forma favorable la solicitud de listado, el MAV notificará a la sociedad y a la</p>

		CNV, y publicará el anuncio de la respectiva autorización en el Boletín Informativo del Mercado Argentino de Valores.  Aviso de Colocación.  Aviso de Resultado de Colocación.
5	Acción al vencimiento:	Al vencimiento se puede efectuar el rescate preestablecido; adquisición y venta de acciones.
6	Costo de financiamiento:	El costo (Costo Financiero Total) que refleja el costo anual de la operación, está compuesto por la sumatoria de: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los derechos de Mercado (no negociables);</li> <li>• La comisión del Agente de Bolsa que se utiliza como vehículo para la negociación.</li> </ul>
7	Monto potencial de financiamiento:	El valor nominal de una acción, es el resultado de dividir el capital de la PyME por el número de acciones de la misma. Cuyo monto es definido por las partes en el momento de la negociación.
8	Tipo de moneda:	Local (\$) o Extranjera (US\$).
9	Beneficios:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Es conveniente para aquellas empresas que no desean asumir deuda y prefieren incorporar socios;</li> <li>• Permite a la PyME encarar negocios que sin la incorporación de socios-inversores no podría;</li> <li>• Compartir el riesgo con los nuevos accionistas;</li> <li>• Obtener recursos líquidos sin ampliar el pasivo;</li> <li>• Acceder a una valuación objetiva de la firma;</li> <li>• Mejorar la imagen corporativa;</li> <li>• Otorga seriedad y transparencia.</li> </ul>
10	Respaldo con el que cuentan los activos financieros a negociar:	El respaldo con el que cuenta la operatoria es el dictamen emitido por la calificadora de riesgo registrada en la CNV.
<b>Aspectos a evaluar FACTURA DE CRÉDITO ELECTRÓNICA (FCE)</b>		
1	Generalidades:	<p>El instrumento Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs permite a las PyMEs transformar un crédito comercial en un crédito financiero, convirtiéndose de esta forma un crédito ordinario en un título ejecutivo y en valor no cartular una vez conformada.</p> <p>Este nuevo instrumento abre la posibilidad a todas las PyMEs para que operen de forma ágil y sencilla en MAV.</p> <p>Mediante el descuento de FCE, las PyMEs acceden a financiamiento simple y con menores costos mediante el Mercado de Capitales para crecer, tener mayor liquidez y ser más competitivas.</p> <p>Aspectos a esclarecer:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Debe concertarse entre residentes argentinos y ambas partes deben tener constituido el Domicilio Fiscal Electrónico (DFE).</li> <li>• Las FCE que se negocien en MAV les será aplicable el tratamiento impositivo correspondiente a los valores negociables con oferta pública.</li> <li>• No tiene límites de endosos.</li> <li>• Para las operaciones de PyMEs con Grandes Empresas, resultará obligatoria la FCE.</li> <li>• No se incluyen facturas de exportación.</li> <li>• Las empresas establecidas en Tierra del Fuego quedan fuera del alcance</li> </ul>

		<p>del Régimen.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tampoco se incluyen transacciones con el Gobierno, sea Nacional, Provincial o Municipal.</li> <li>• Quedan exceptuadas las facturas emitidas por prestadores de servicios públicos, las facturas emitidas a consumidores finales y las operaciones comerciales por intermedio de consignatarios y/o comisionistas.</li> </ul> <p>La totalidad de su proceso es absolutamente digital, siendo las modalidades de negociación de la misma, las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• FCE Cadena de Valor (Línea Clean o No Garantizada).</li> <li>• FCE Garantizadas.</li> <li>• FCE con Garantía Warrant.</li> <li>• FCE con Garantía de Contratos de Compra-Venta de Granos, modalidad Precio a fijar.</li> <li>• FCE Avaladas.</li> </ul> <p>Siendo “Sujetos Alcanzados” por el Régimen de FCE MiPyME: AFIP, los Agentes Depositario Central de Valores Negociables (“Caja de Valores”), los ALyC’s y AN’s, el Público Inversor en general, las PyMEs y las Empresas Grandes que den origen a la operación comercial.</p>
2	Clasificación del Valor Negociable:	De RENTA FIJA.
3	Plazo de financiamiento:	CORTO PLAZO.
4	Requerimientos del proceso de emisión:	<p>Los requerimientos del proceso de emisión de FCE son:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La PYME emite la FCE sobre la plataforma de AFIP;</li> <li>• La misma puede ser Cancelada mediante pago a la PyME, Rechazada, Aceptada tácitamente o expresamente pasados los 30 días;</li> <li>• La FCE se constituye en un título ejecutivo y valor no cartular, la cual podrá ser conservada hasta el vencimiento o transmitida a un Agente de Depósito Colectivo;</li> <li>• AFIP notifica al deudor el nuevo domicilio de pago (CSVA);</li> <li>• Negociación en Mercado de Capitales;</li> <li>• CSVA transfiere la FCE al Agente donde la PyME tenga su cuenta;</li> <li>• El Agente negocia en el MAV la FCE;</li> </ul> <p>A partir de cada factura emitida se generará una "cuenta corriente" en el registro de facturas de crédito electrónicas con las notas de débito y/o crédito asociadas, a fin de obtener el monto total a negociar (previa aplicación de las retenciones). La solicitud de autorización de la factura de crédito electrónica MiPyME podrá efectuarse dentro de los 5 días corridos anteriores o 1 día posterior a la fecha a la de emisión de la misma. En caso de ser anterior, deberá corresponder al mismo mes que el de la fecha de emisión.</p> <p>Una vez aceptada la FCE, ya sea tácita o expresamente, no podrán emitirse notas de crédito que anulen la operación.</p> <p>La subasta es el mecanismo de negociación del lote (una o un conjunto de FCE de un mismo deudor cedido), y se realiza mediante la plataforma de negociación del MAV.</p> <p>Su implementación es mediante un cronograma por industrias, con montos actualizables por la Secretaría de Simplificación Productiva.</p>
5	Acción al vencimiento:	Al vencimiento de la FCE, el deudor paga al CBU de CVSA, quien distribuye el pago al inversor. La fecha de vencimiento que se otorgará al "C.A.E." será la misma que la de emisión del comprobante.
6	Costo de financiamiento:	<p>El costo (Costo Financiero Total) que refleja el costo anual de la operación, está compuesto por la sumatoria de:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los derechos de Mercado (no negociables);</li> </ul>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>La comisión del Agente de Bolsa que se utiliza como vehículo para la negociación.</li> </ul>
7	Monto potencial de financiamiento:	El Régimen resultará aplicable para cada uno de los comprobantes que se emitan por un monto total igual o superior, a aquellos establecidos en el cronograma de implementación (cuyos montos informados en el mismo, van desde los \$100.000 a los \$6.000.000) sin considerar los ajustes posteriores por nota de débito y crédito.
8	Tipo de moneda:	Local (\$) o Extranjera (US\$).
9	Beneficios:	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las PyMEs acceden a financiamiento simple y con menores costos mediante el Mercado de Capitales para crecer, tener mayor liquidez y ser más competitivas.</li> <li>Al negociar la factura, la PyME ya no va a tener deuda contingente, con lo cual mejora también su balance.</li> <li>Se transforma el crédito comercial en crédito financiero.</li> <li>La FCE se conforma a los 30 días de emitido el remito, un beneficio directo para las Pymes.</li> <li>El valor que se descuenta es neto de notas de débito, crédito y retenciones.</li> <li>No paga Impuesto a los Débitos y Créditos.</li> <li>Proceso totalmente digital.</li> </ul>
10	Respaldo con el que cuenten los activos financieros a negociar:	Al igual que los CPD las garantías son brindadas por los responsables de los segmentos de cada modalidad.
<b>Aspectos a evaluar PRIVATE PLACEMENT / COLOCACIÓN PRIVADA</b>		
1	Generalidades:	<p>El instrumento Private Placement permite a las PyMEs obtener capital directamente de los inversores interesados sin la necesidad de requerir la oferta pública.</p> <p>En nuestro país no existe un marco normativo preciso sobre este tema. Por lo tanto, las operaciones quedan suscriptas a las ordinarias de aumento de capital, sin oferta pública.</p> <p>Es el proceso por medio del cual una compañía colecta capital en relación a un grupo determinado de inversionistas elegidos, sin hacer esfuerzos públicos de colocación masivamente o a inversores indeterminados, sino a un grupo seleccionado y calificado, elegible por la emisora. Para ello, la colocación "private placement" se realiza sin hacer esfuerzos públicos y masivos de difusión, siendo un proceso netamente "peer to peer".</p> <p>Las emisiones de colocación privada no requieren un prospecto detallado, como sí es requerido para las de oferta pública.</p> <p>Cabe destacar que los valores de colocación privada no pueden negociarse en los mercados públicos, pero sí de forma privada entre los inversores una vez que hayan sido emitidos por la PyME emisora.</p> <p>Este sistema novedoso en Argentina, pero con desarrollo en otras partes del mundo, permite a los inversores calificados convertirse en socios de las PyMEs, e impulsar su crecimiento, consolidando el camino para que, posteriormente, puedan llegar a listarse en los mercados regulados.</p> <p>No está regulado por la CNV. Pero, cabe destacar que el MAV ha presentado a la CNV una propuesta de regulación que puede mejorar el estándar de acceso actual tanto para empresas y emprendedores, como a los inversores de riesgo.</p>

		Por ello, el MAV desarrolla el programa A2 Capital Market, que al día de la entrega del TFG aún opera sin la regulación de la CNV, que contribuye a estandarizar estos procesos y simplificar el acceso al capital y al necesario financiamiento de las PyMEs. El programa dinamiza el recorrido hacia la oferta pública, acompañando a la PyME en todas las etapas.
2	Clasificación del Valor Negociable:	*Sin una Norma de CNV, no se puede establecer este aspecto. Si bien se aprobó el Programa A2 de MAV, el instrumento no está regulado por la CNV y hay vacío legal al respecto. Pero podría ser de RENTA VARIABLE.
3	Plazo de financiamiento:	*Sin una Norma de CNV, no se puede establecer este aspecto. Si bien se aprobó el Programa A2 de MAV, el instrumento no está regulado por la CNV y hay vacío legal al respecto. Pero podría ser de LARGO PLAZO.
4	Requerimientos del proceso de emisión:	Los requerimientos del proceso de emisión del proceso A2, son:: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Presentación de resumen ejecutivo y plan de negocios: Primera etapa de análisis en donde se evaluará la viabilidad de incorporación del proyecto al programa A2 CM;</li> <li>• Firma de acuerdo marco y convenio de asistencia técnica: Documentación que habilita la participación de la PyME “startup” en el programa A2 CM;</li> <li>• Análisis de estructura legal y contable y desarrollo del gobierno corporativo: Validación de la metodología de valuación presentada; Estandarización de la información corporativa a ser publicada ante inversores, promoviendo una difusión adecuada y oportuna de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, su desempeño y administración; Profesionalización y transparencia en el manejo del negocio; Estructuración de derechos especiales para los inversores;</li> <li>• Presentación del prospecto técnico ante inversores jerarquizados: Difusión de la empresa y su plan de negocios ante inversores institucionales e inversores jerarquizados como potenciales aportantes de fondos en la ronda inicial de financiación.</li> </ul>
5	Acción al vencimiento:	Al vencimiento y una vez que la PyME ha alcanzado un tamaño relevante se vuelve viable la opción de ser comprada por una empresa más grande, a esto se le conoce como salida y es el momento donde el emprendedor y los varios inversionistas que se sumaron en el camino del Private Placement ven la recompensa de su inversión.  Otro posible evento de liquidez es una oferta pública inicial, donde la empresa empieza a cotizar en bolsa y las acciones de los distintos inversionistas pueden ser vendidas a precio de mercado.
6	Costo de financiamiento:	*Sin una Norma de CNV, no se puede establecer este aspecto. Si bien se aprobó el Programa A2 de MAV, el instrumento no está regulado por la CNV y hay vacío legal al respecto. Pero podría ser definido por las partes ya que es PRIVADO.
7	Monto potencial de financiamiento:	Los términos y condiciones se negocian entre la PyME emisora y los inversores-compradores. No habiendo ni mínimos ni máximos regulados.
8	Tipo de moneda:	*Sin una Norma de CNV, no se puede establecer este aspecto. Si bien se aprobó el Programa A2 de MAV, el instrumento no está regulado por la CNV y hay vacío legal al respecto.
9	Beneficios:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La principal ventaja de la colocación privada es que evita los estrictos requisitos normativos de una oferta pública;</li> <li>• Las colocaciones privadas se negocian de forma privada entre los</li> </ul>

		<p>inversores y la empresa emisora;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducción del tiempo y de los costos de emisión;</li> <li>• Dado que este instrumento no está sometido a esquemas rígidos, se obtiene un marco flexible que resulta en un diferencial positivo para las PyMEs;</li> <li>• El Programa A2 del MAV posee como ventaja central que acompaña a la PyME por el camino hacia la profesionalización y el desarrollo como futura compañía listada.</li> </ul>
10	Respaldo con el que cuentan los activos financieros a negociar:	Garantía metodológica MAV.
Aspectos a evaluar		CAUCIÓN BURSÁTIL
1	Generalidades:	<p>El instrumento Caución Bursátil permite a las PyMEs depositar en caución activos financieros que posee, obteniendo a cambio un préstamo a tasa y plazo determinado.</p> <p>Es una operatoria financiera en donde intervienen dos partes: una que tiene excedentes de fondos e invierte dicho dinero a través del MAV (Colocador) y otra que necesita fondos y accede al MAV en busca de liquides (PyME Tomadora).</p> <p>Es una operación ideal para aquellas PyMEs que busquen preservar el capital obteniendo rendimientos superiores al de otras alternativas similares.</p> <p>Se asemeja al plazo fijo, ya que ambos aseguran una tasa y se tienen los fondos inmovilizado por una cierta cantidad de tiempo; pero a diferencia de éste, no se le presta dinero al banco, sino a un tomador, que en este caso es la PyME, y la tasa de interés que se paga en la caución suele ser superior a la del plazo fijo, lo cual incentiva al inversor a colocar su dinero, mediante este instrumento, en la PyME que lo necesita para financiarse. Además, existe una mayor flexibilidad a la hora de elegir el plazo en este instrumento bursátil.</p> <p>Para recibir ese dinero, la PyME debe depositar en garantía títulos que serán inmovilizados y luego vendidos en caso de que no devuelva el dinero. En última instancia, si el valor del título entregado en caución se desploma y no alcanza a cubrir el préstamo, el Mercado de Valores será el garante y asumirá el monto total del préstamo.</p>
2	Clasificación del Valor Negociable:	De RENTA FIJA
3	Plazo de financiamiento:	<p>CORTO PLAZO:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Plazo mínimo de 7 días.</li> <li>• Plazo mínimo de 120 días.</li> </ul>
4	Requerimientos del proceso de emisión:	<p>Los requerimientos del proceso de emisión de la Caución Bursátil son:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Abrir una cuenta en un Broker de Bolsa y ordenar al Agente bursátil para que negocie la caución;</li> <li>• Al precio de venta de contado de los valores objeto de la caución se le aplica un afaro (garantía) determinado por el Mercado de Valores, cuyo porcentaje (generalmente ronda entre 80%/90%), fija el límite de fondos que puede obtener el tomador a cambio de los títulos que entregó;</li> <li>• El tomador recibe los fondos y deja títulos en el Mercado como garantía de repago.</li> </ul>
5	Acción al vencimiento:	Al vencimiento el colocador recibe los intereses y el capital pactados, mientras que el tomador, la PyME devuelve el préstamo más sus intereses y recupera sus títulos.

6	Costo de financiamiento:	El costo (Costo Financiero Total) que refleja el costo anual de la operación, está compuesto por la sumatoria de: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los derechos de Mercado (no negociables);</li> <li>• La comisión del Agente de Bolsa que se utiliza como vehículo para la negociación.</li> <li>• Interés a pagar por la caución. Las tasas varían diariamente con el rendimiento del Mercado, pero una vez realizada la caución la tasa quedará fija a la operada en ese día.</li> </ul>
7	Monto potencial de financiamiento:	Monto mínimo de \$1.000.-
8	Tipo de moneda:	Local (\$) o Extranjera (US\$).
9	Beneficios:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Permite a la PyME, a cambio de una tasa determinada, cubrir necesidades de liquidez poniendo como garantía activos financieros en su cartera;</li> <li>• Los riesgos son muy acotados ya que si el tomador de la caución no paga, se liquidan los activos en garantía y se paga el efectivo;</li> <li>• Permite mejorar el ciclo de efectivo del negocio;</li> <li>• Se puede deducir el IVA abonado en la DD.JJ. mensual y se está exento del pago de impuesto a los débitos y créditos;</li> <li>• Permite cubrir desfasajes temporarios de fondo, debido a la versatilidad para la elección de plazos;</li> <li>• Facilita un acceso rápido al MAV.</li> </ul>
10	Respaldo con el que cuentan los activos financieros a negociar:	Garantizado por el Mercado de Valores.

Fuente: Elaboración propia en base a información recolectada en el MAV, y a través de los sitios electrónicos de Bolsa de Comercio de Rosario, CNV, BYMA, Bolsar, AFIP y Programa A2.

Los diferentes valores negociables expuestos en la grilla precedente, se puede clasificar según la naturaleza de su flujo de fondos en, VN de renta fija o variable. Los primeros son aquellos cuyos flujos de fondos son conocidos, ya que en el prospecto de emisión del instrumento se especifica cómo será la devolución del capital y el pago de los intereses ya estipulados en la financiación y por ello son los menos riesgosos; los segundos, son aquellos cuyos flujos de fondos no se conocen de ante mano, debido a que dependen del rendimiento de la actividad a desarrollar por la PyME emisora y por ello, son los más riesgosos ya que se corre con el riesgo total del negocio.

A continuación se expondrán dos SmartArt con la exposición de tales instrumentos según el nivel de riesgo y plazo de financiamiento:



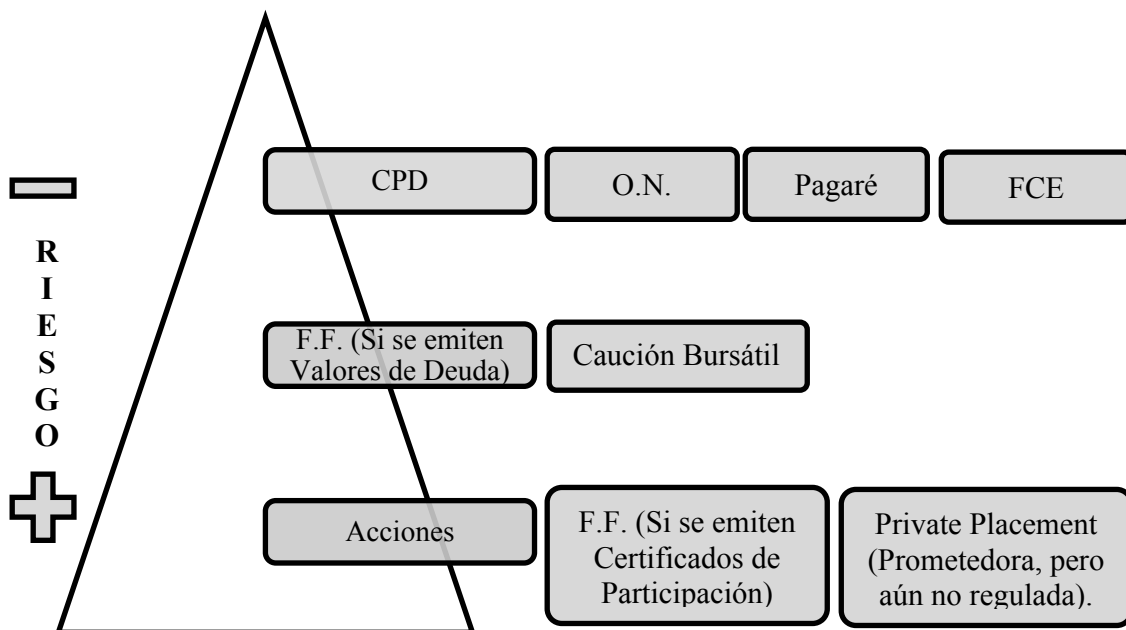


Figura 28 SmartArt sobre la clasificación de los instrumentos financieros de acuerdo a su nivel de riesgo.  
Fuente: Elaboración propia.

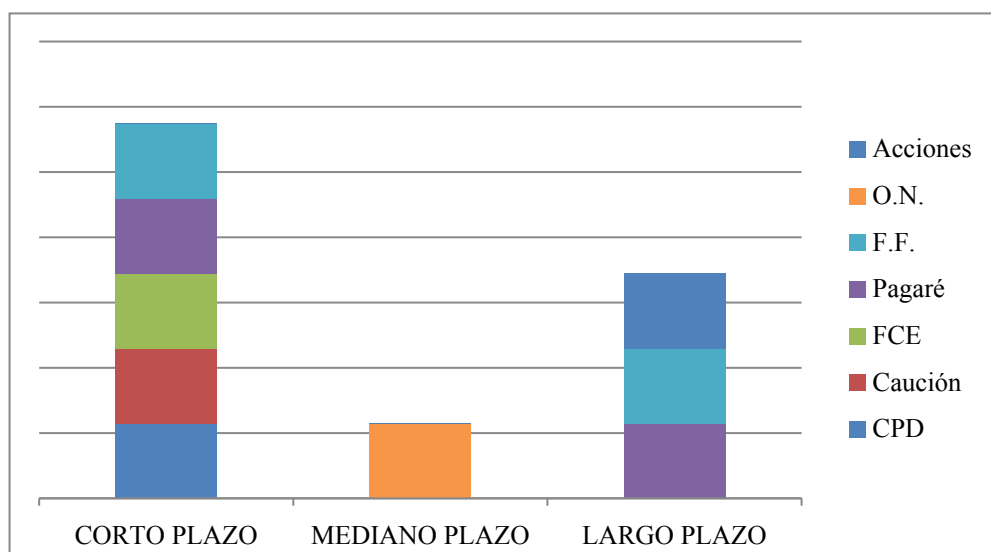


Figura 29 Gráfico de Columnas sobre la clasificación de los instrumentos financieros de acuerdo al plazo de financiamiento.  
Fuente: Elaboración Propia.

Seguidamente se expondrá y desarrollará el financiamiento de las PyMEs en el MAV, de acuerdo a las emisiones por éstas efectuadas en millones de pesos en el período en estudio:

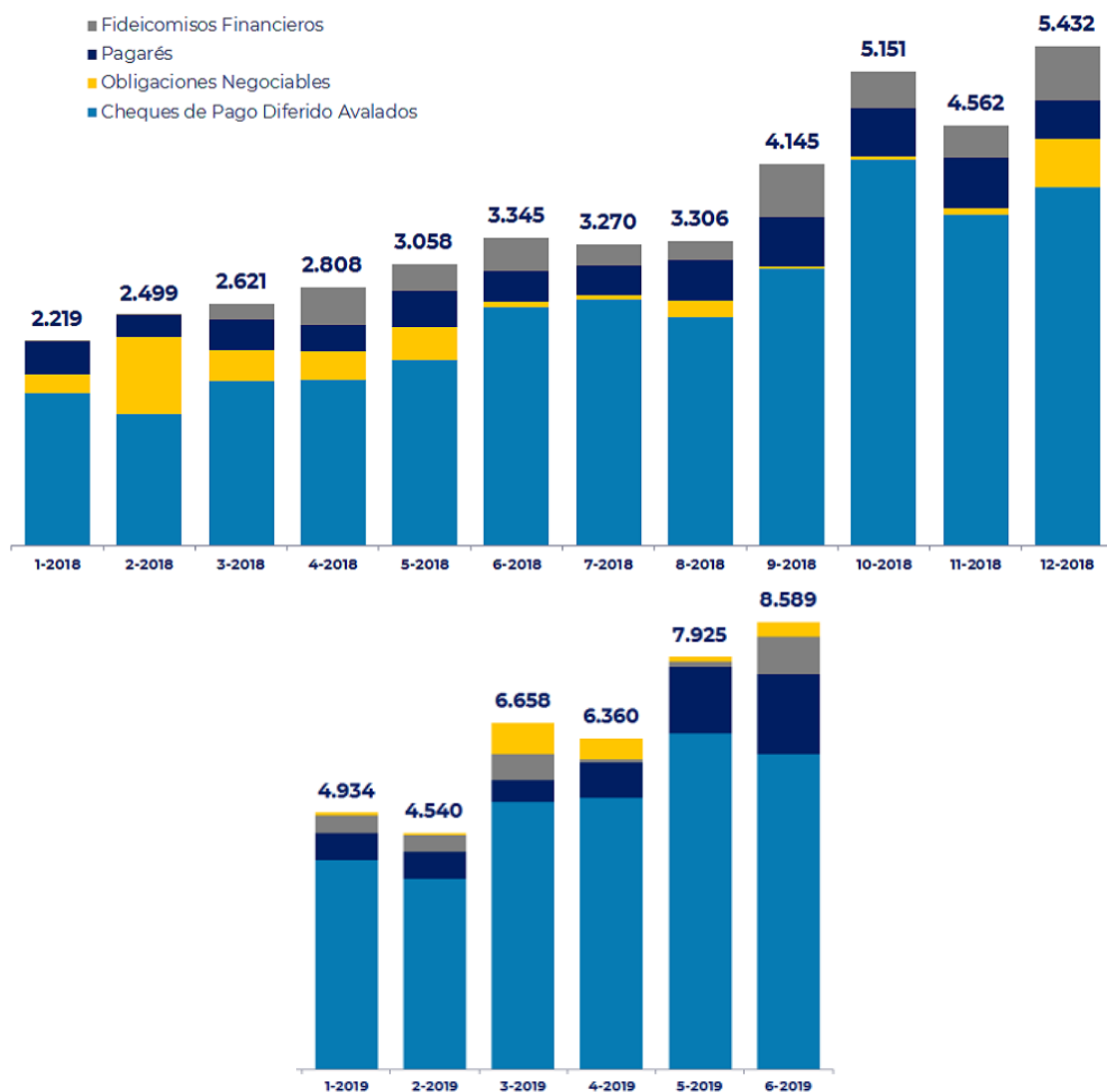


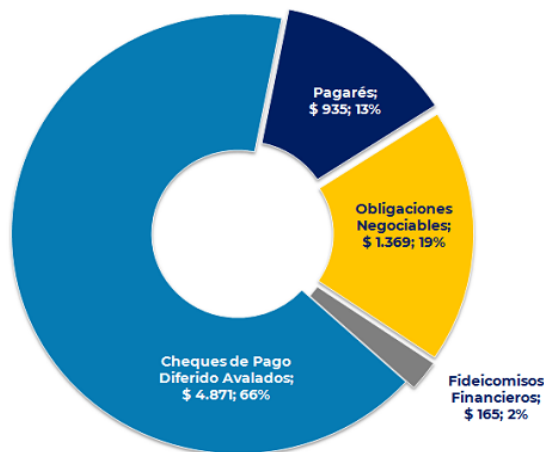
Figura 30 Grafico de Columna sobre Financiamiento total PyME.  
Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

Como se puede apreciar, de acuerdo a información oficial del organismo de supervisión, promoción y control del Mercado de Capitales, la CNV, sólo se informan los instrumentos elegidos en mayor proporción, por las PyMEs, para financiarse en el período 2018-2019.

Los instrumentos como la Factura de Crédito Electrónica, Caución y Acciones, se dejaron fuera del análisis debido al bajo, casi escaso, volumen negociado por las PyMEs. Y, el instrumento Private Placement, al no estar regulado por la CNV,

aún está en progreso de conocimiento por las PyMEs a través del programa A2 del MAV que lo desarrolla y promueve, y por ello no hay movimientos que informar.

En pos de lo graficado anteriormente y con el objetivo de integrar, se expondrá el financiamiento PyME por instrumentos según trimestres evaluados, correspondientes al período en estudio, incluyendo también los resultados del 2017, junto con un análisis acumulado por instrumento, en porcentaje de participación y en millones de pesos:



*Figura 31* Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el primer trimestre de 2018.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.



*Figura 32* Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el segundo trimestre de 2018.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

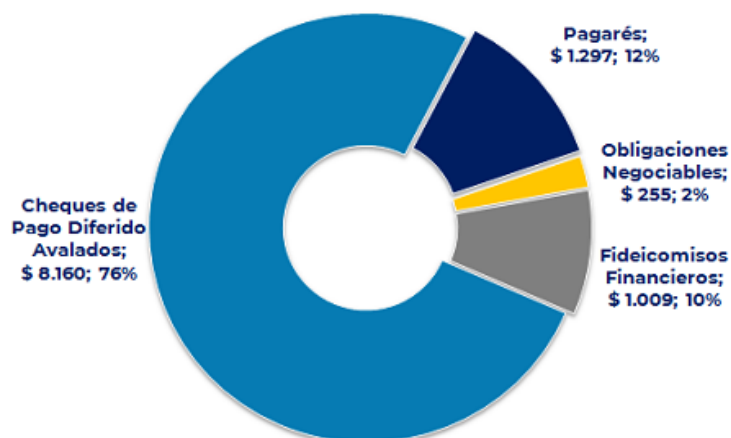


Figura 33 Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el tercer trimestre de 2018.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

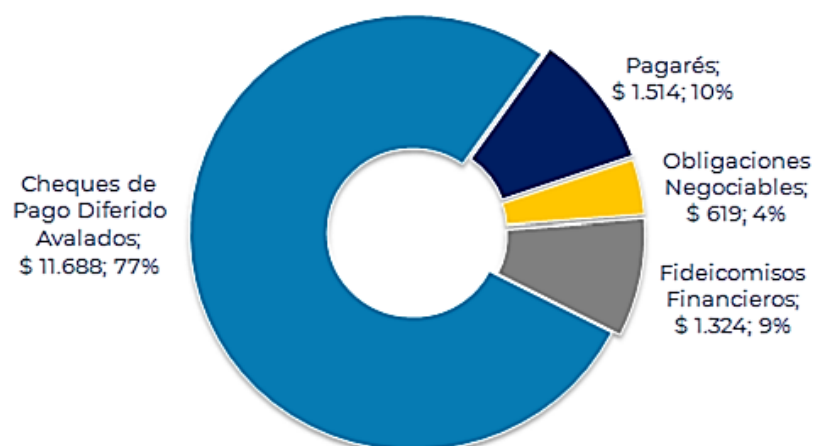


Figura 34 Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el cuarto trimestre de 2018.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

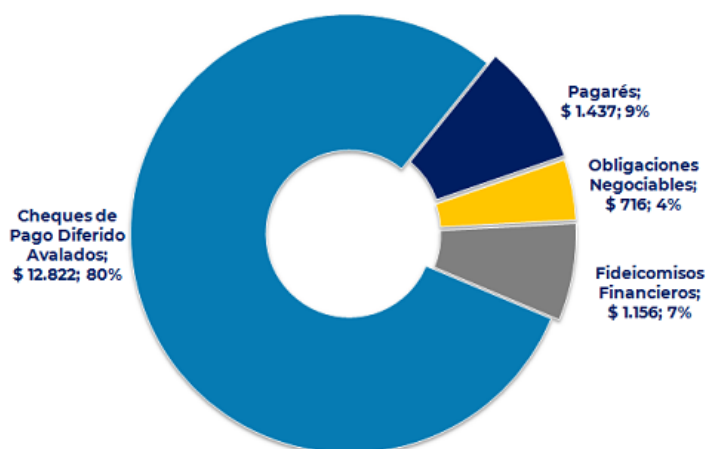


Figura 35 Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el primer trimestre de 2019.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

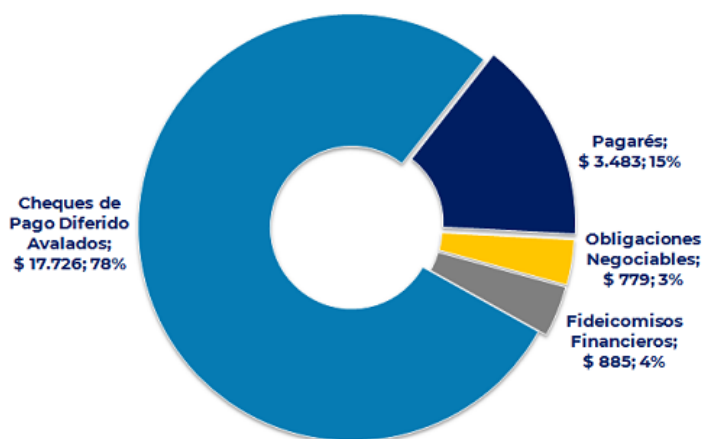


Figura 36 Gráfico Circular sobre financiamiento total PyME por instrumento, en el segundo trimestre de 2019.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

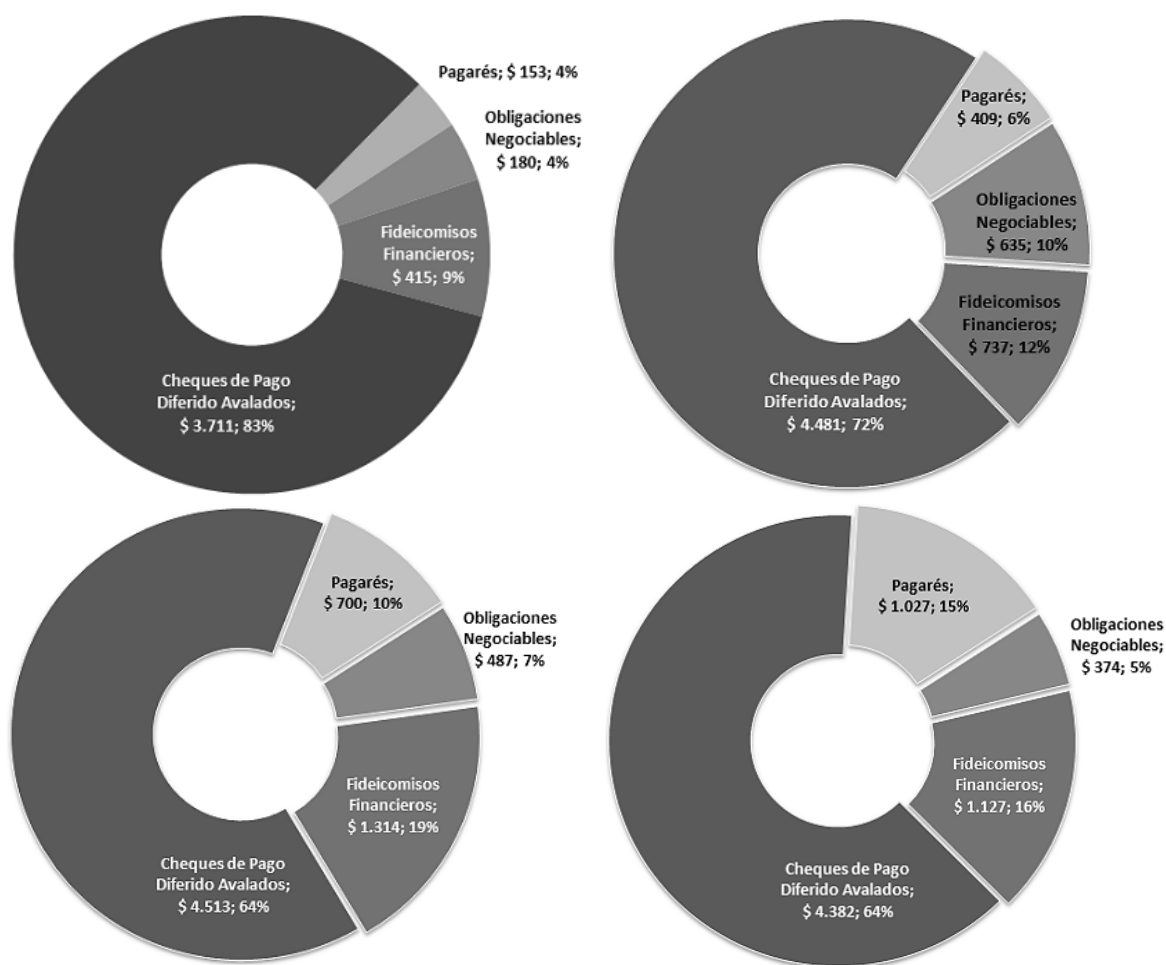


Figura 37 Gráficos Circulares sobre financiamiento total PyME por instrumento, en los cuatro trimestres de 2017.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

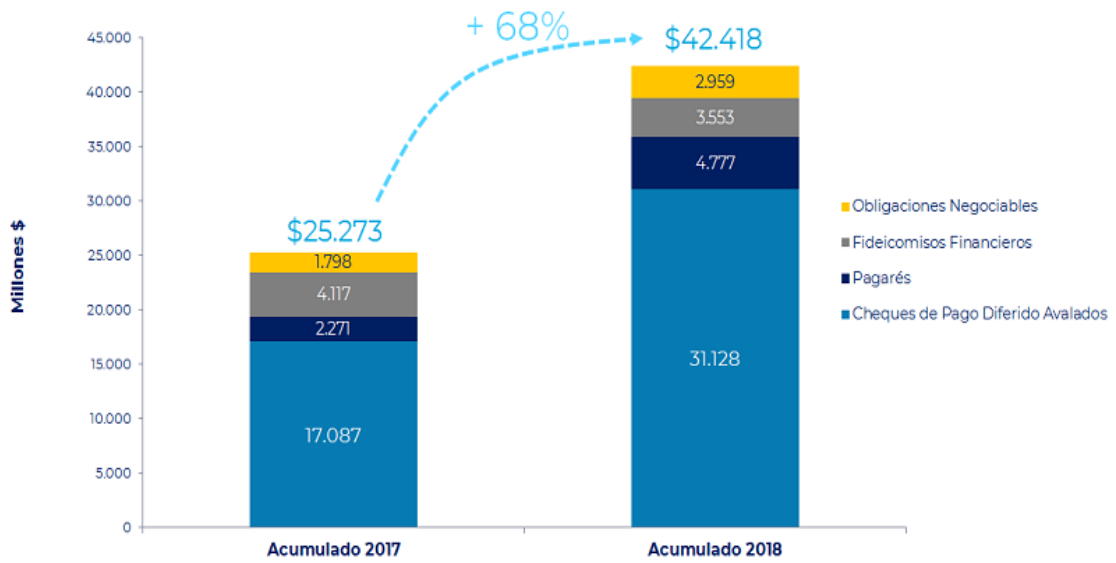


Figura 38 Gráfico de columna del análisis acumulado anual correspondiente al financiamiento PyME 2018.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

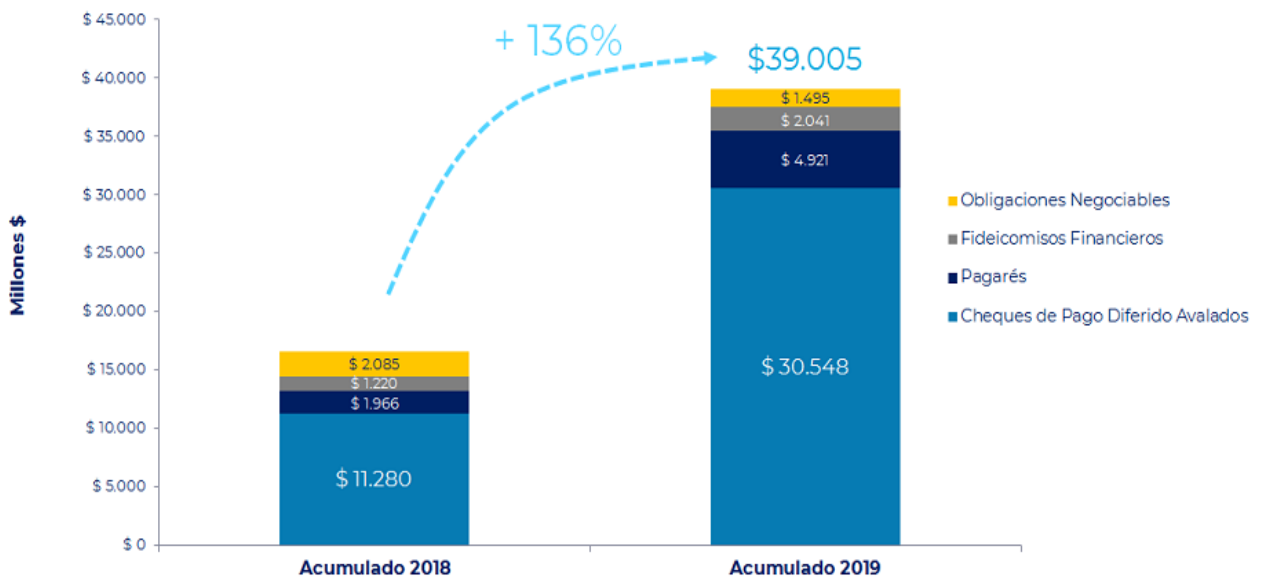


Figura 39 Gráfico de columna del análisis acumulado anual correspondiente al financiamiento PyME del primer semestre de 2019.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

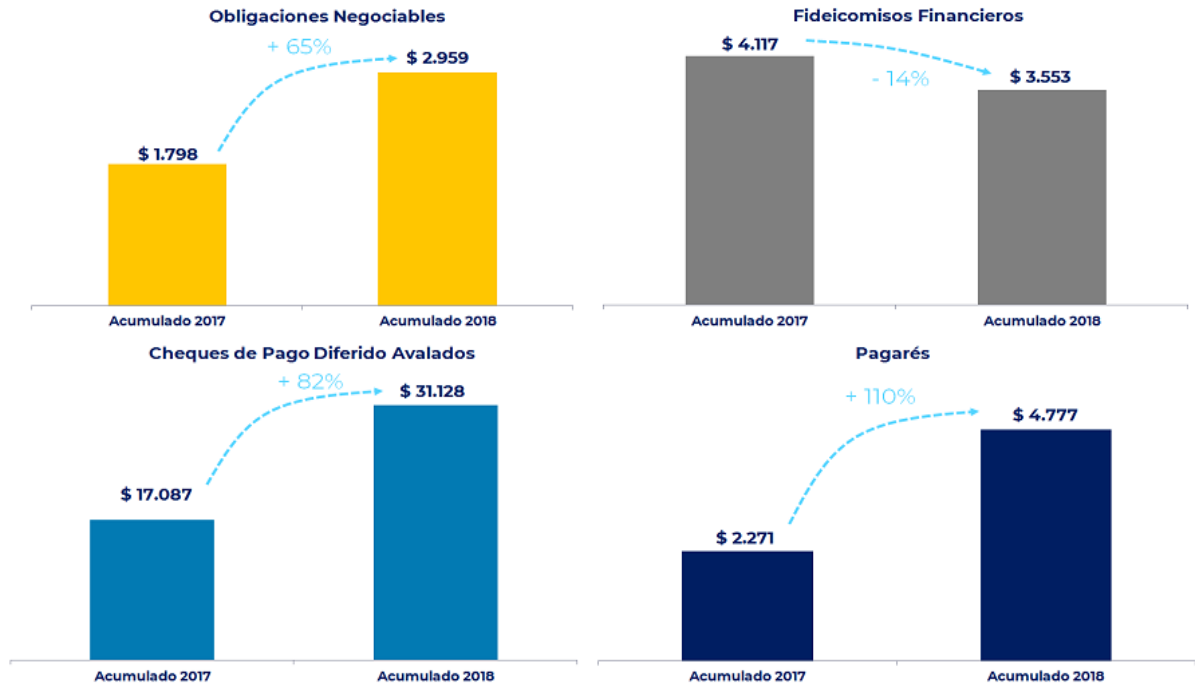


Figura 40 Gráfico de columna del análisis acumulado anual por instrumento correspondiente al financiamiento PyME del 2018.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

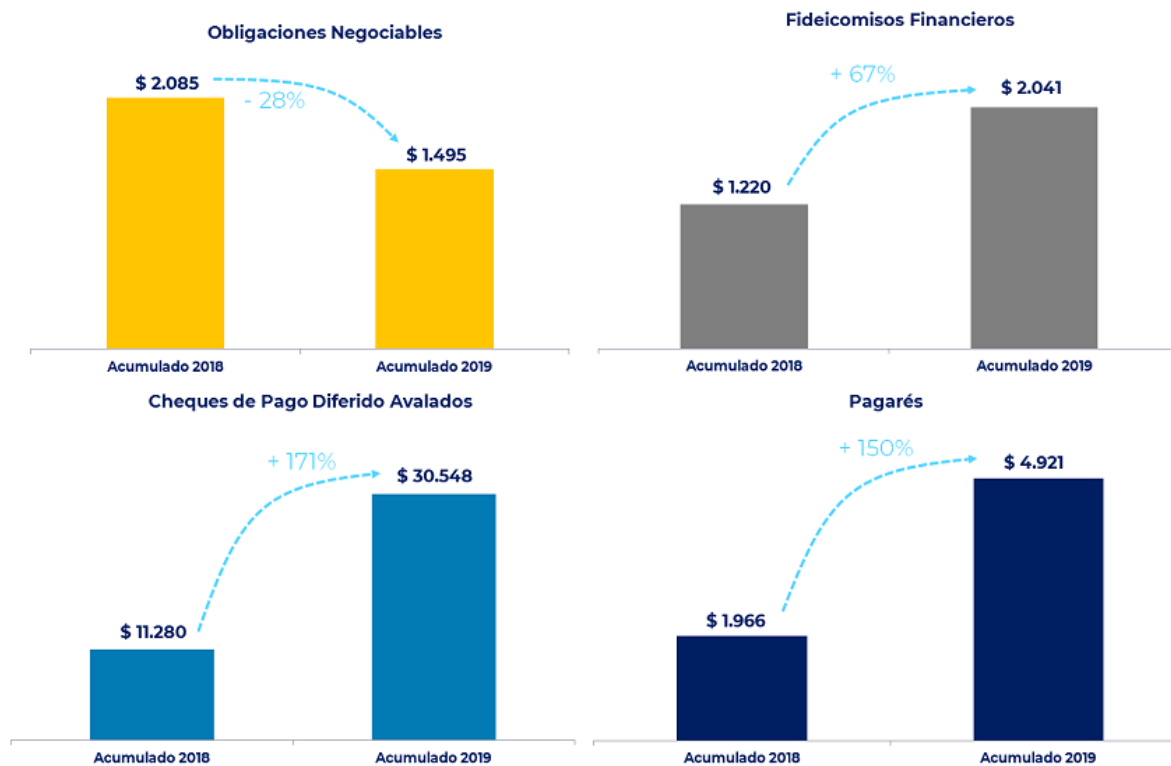


Figura 41 Gráfico de columna del análisis acumulado anual por instrumento correspondiente al financiamiento PyME del primer semestre de 2019.

Fuente: Extraído de los informes trimestrales PyMEs de la CNV.

Del análisis realizado surge que, durante el primer trimestre de 2018 el financiamiento PyME ascendió a \$7.340 millones, un 57% mayor al del mismo período del año previo, compuesto de \$4.871 millones (66% del total) en concepto de CPD avalados, \$1.369 millones (19%) obtenidos a través de O.N., \$935 millones (13%) mediante la emisión de Pagarés y \$165 millones (2%) a través de la colocación de F.F.

El instrumento de mayor nivel de crecimiento en la aceptación de recursos por parte de las PyMEs en el primer trimestre del 2018 ha sido la O.N., que alcanzó una participación del 19% en el total trimestral en contra posición al 4% alcanzado en el mismo período del año 2017.

Durante el segundo trimestre de 2018 el financiamiento PyME ascendió a \$9.191 millones, un 51% mayor al del mismo período del año previo, compuesto de \$6.410 millones (70%) en concepto de CPD avalados, \$1.055 millones (11%) obtenidos a través de F.F., \$1.032 millones (11%) mediante la emisión de Pagarés avalados y \$695 millones (8%) a través de la colocación de O.N.

El instrumento de mayor nivel de crecimiento en la aceptación de recursos por parte de las PyMEs en el segundo trimestre del 2018 ha sido el CPD, explicando casi el 70% del financiamiento de este segmento de empresas. El Pagaré avalado fue el activo financiero que mayor dinamismo presentó, al aumentar 262% lo recaudado en comparación al primer semestre del año anterior.

Durante el tercer trimestre de 2018 el financiamiento PyME ascendió a \$10.721 millones, un 48% mayor al del mismo período del año previo, compuesto de \$8.160 millones (76%) en concepto de CPD avalados, \$1.297 millones (12%) mediante la emisión de Pagarés avalados, \$1.009 millones (9%) obtenidos a través de F.F. y \$255 millones (3%) a través de la colocación de O.N. Siendo, como en el



trimestre anterior, el CPD el instrumento que más recursos captó y el Pagaré el que más dinamismo presentó.

Durante el cuarto y último trimestre de 2018 el financiamiento PyME ascendió a \$15.146 millones, un 35% mayor al del mismo período del año previo, compuesto de \$11.688 millones (77%) en concepto de CPD avalados, \$1.514 millones (10%) mediante la emisión de Pagarés avalados, \$1.324 millones (9%) obtenidos a través de F.F. y \$619 millones (4%) a través de la colocación de O.N.

Cerrando el 2018 con un 44% de empresas con oferta pública que revisten el carácter de PyMEs; con el instrumento CPD que canalizó el mayor caudal de recursos, con más del 77% de aceptación; con otro instrumento que presentó el mayor dinamismo en comparación a los valores emitidos en el año anterior, y el mismo es el Pagaré avalado; y entendiendo que desde que se puso en vigencia la R.G. 696 del Régimen O.N. Simple, el crecimiento de la emisión de tal instrumento es notorio y exponencial.

Comenzando el primer trimestre de 2019 con un financiamiento PyME de \$16.131 millones, monto que representa un 120% mayor al del mismo período del año previo, compuesto de \$12.822 millones (79%) en concepto de CPD avalados, \$1.437 millones (9%) mediante la emisión de Pagarés avalados, \$1.157 millones (7%) obtenidos a través de F.F. y \$716 millones (4%) a través de la colocación de O.N.

Por último, durante el segundo trimestre de 2019, último trimestre de análisis debido a que es el período de término de la investigación y elaboración del presente TFG, el financiamiento obtenido por las PyMEs ascendió a \$22.873 millones. El financiamiento en cuestión se compuso de \$17.726 millones (78%) en concepto de CPD avalados, \$3.483 millones (15%) mediante la emisión de Pagarés avalados, \$885 millones (4%) obtenidos a través de F.F. y \$779 millones (3%) a través de la

colocación de O.N. Siendo los mismos instrumentos mencionados en el 2018, los que exhibieron mayor desarrollo y dinamismo en el sector; y cerrando el 2019 con un 48% de empresas con oferta pública que revisten el carácter de PyMEs, en el Mercado de Capitales Argentino.

Examinando el financiamiento acumulado anual de ambos años expuestos, a lo largo del año 2018 el financiamiento ascendió a \$42.418 millones, valor que supera en un 68% a los \$25.273 millones del año anterior. Y el financiamiento logrado en el primer semestre del año en curso, ascendió a \$39.005 millones, valor que supera en un 135% a los \$16.551 millones del año anterior. Siendo la cantidad de PyMEs que participaron en el MAV, el mayor de la historia.

Para cerrar este capítulo y pasar a considerar las conclusiones finales, se despliega que el financiamiento PyME en el MAV, en el período 2018-2019 batió records, mostrando un crecimiento acelerado de emisiones PyMEs y manteniendo ese dinamismo en todo el período.

## **CAPITULO V: Conclusiones**

Este TFG fue una producción realizada en el marco del cursado de Seminario Final de Contador Público, propuesto por la Universidad Empresarial Siglo 21, con el objetivo de gestionar los conocimientos científicos en el campo de las Finanzas y elaborar una propuesta que responda a algún problema del mundo profesional.

El problema detectado fue que en el universo PyME no había claridad en cuanto a cuáles eran los instrumentos que brindaba el Mercado de Capitales, para solventar sus necesidades de financiamiento; y para responder a ese interrogante y otorgar información veraz al respecto fue que se decidió formular el tema “Alternativas de financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales Argentino. Período 2018-2019”.

Luego de analizar la situación inicial de que la República Argentina es identificada históricamente por tener ciclos económicos bruscos; que por tanto las PyMEs transitan un complejo panorama, siendo uno de los mayores problemas, el acceso al financiamiento; que tal sector empresario es considerado el motor productivo del país; y que quien desempeña un rol fundamental brindando múltiples alternativas financieras, es el Mercado de Capitales; es que nació la idea de crear el presente TFG como documento que sirva de guía financiera para las PyMEs, y les otorgue la información necesaria para el conocimiento y distinción de cada instrumento que brinda el MAV y les facilite la toma de decisiones sobre cuales alternativas de financiamiento adoptar.

A lo largo del trabajo se abordó el análisis de la importancia de incorporar al sector PyME en el Mercado de Capitales, como medio para alcanzar alternativas de financiamiento exitosas. Asimismo se manifestaron las modificaciones recientes a las

normativas existentes y en especial a la de Mercado de Capitales, que abren paso a nuevas oportunidades de desarrollo del sector, que les permite fondearse de una manera alternativa, rápida, sencilla, económica y segura que la tradicional bancaria o comercial. Como así también se desarrollaron cada uno de los instrumentos que ofrece el MAV, en exclusiva al Sector PyME CNV, como un aliado estratégico.

De los resultados analizados, se concluyó que las Pequeñas y Medianas Empresas son de gran importancia para la República Argentina, por impulsar el desarrollo de la economía nacional, por su flexibilidad para adaptarse a los cambios tecnológicos, por mejorar la distribución de la riqueza y por ser el motor para la generación de empleos. Por ello, es que sus problemas, nos competen a todos, ya que si éstas crecen, el país también, y viceversa. Y como el período analizado se caracterizó por momentos de alto riesgo, inestabilidad y crisis nacional, es que éstas necesitan de financiamiento para su crecimiento y desarrollo.

Históricamente, el acceso al crédito fue siempre una dificultad reclamada por el sector que se veía obligado a pagar tasas de interés bancarias excesivamente altas que terminaban empujando a la empresa a un círculo vicioso. Al presente se fueron implementado nuevos enfoques de intervención propuestos por el MAV, con el objetivo de informar sobre los instrumentos disponibles y las características necesarias para ingresar al sistema, ya que por miedo y desconocimiento, las PyMEs dejaban de lado a este importante sistema financiero; que a causa ello fue el sistema escogido para investigar.

El Departamento PyME del Mercado de Capitales, regulado por la Comisión Nacional de Valores, además de informar los procedimientos y requisitos para la emisión de Valores Negociables por parte de las PyMEs, brinda la seguridad que cada una de éstas necesita para confiar y llegar al mismo.

Del horizonte descripto precedentemente se consideran PyMEs CNV, al sólo efecto del acceso al Mercado de Capitales, a las empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen los valores establecidos para cada sector, siendo los mismos: Agropecuario; Industria y Minería; Comercio; Servicios y Construcción.

La cantidad de PyMEs que participaron en el Mercado de Capitales, buscando financiamiento en el período en estudio, fue el mayor de la historia. De las empresas con oferta pública en el MAV a septiembre de 2019, el 48% son PyMEs, valor que supera con creces a lo alcanzado en años previos; y eso se debe a la eficiencia de tal Mercado, que brinda costos de financiamiento más bajos, requerimientos de emisión más simples, e incorporación de nuevos instrumentos más eficientes que generan competitividad en comparación con los otorgados por otros sistemas financieros.

Es de vital importancia dejar en claro que el objetivo primordial de este TFG es exponer las alternativas que el Mercado de Capitales ofrece en pos de alentar la mayor incorporación de PyMEs al sistema y con ello generar valor al sector que tanto aporta a la economía y finanzas de nuestro país.

Como consecuencia de lo recientemente dicho, se realizó una investigación profunda de cada instrumento financiero, concluyendo que en el período 2018-2019 el instrumento que canalizó el mayor caudal de financiamiento a PyMEs, con más del 78% de aceptación, fue el Cheque de Pago Diferido, emitiéndose hasta septiembre de 2019 \$61.676 millones de pesos; el instrumento que presentó el mayor dinamismo en comparación a valores emitidos en el período anterior, fue el Pagaré avalado, emitiéndose \$9.698 millones de pesos; y el instrumento que mostró un crecimiento notorio y exponencial, fue la emisión de Obligaciones Negociables Simples, cuyo

monto de emisión ascendió a \$4.454 millones de pesos. Exponiendo tales instrumentos, variaciones positivas para el sector empresarial de interés.

Como respuesta a que alternativas son más convenientes para las PyMEs según sus necesidades de liquidez, flujos de ingresos, plazos, disposición de garantías y demás condiciones específicas, se explicó que si una PyME posee un ciclo productivo de corto plazo, probablemente optará por el descuento de Cheque de Pago Diferido, el descuento de Factura de Crédito Electrónica o el Pagaré bursátil; en lugar de la Caución bursátil, que en el período en estudio no se reflejó como instrumento PyME, y del Fideicomiso Financiero con emisión de valores representativos de deuda, ya que el corto plazo no le permite una adecuada absorción de los costos iniciales de emisión y de estructuración del F.F. Pero si la PyME posee un ciclo productivo mayor y/o necesita obtener un monto de financiación más elevado, es posible que le resulte conveniente un Fideicomiso Financiero en caso de que se emitan certificados de participación; Obligaciones Negociable, si se trata de un mediano plazo y no se desea ampliar el capital, sino convertir al inversor en acreedor; y de Acciones si el plazo del proyecto a financiar es largo, la renta es variable y se desea ampliar el capital incorporando accionistas.

Con una visión de largo plazo, las acciones son los instrumentos que mayor rentabilidad ofrecen entre las alternativas tradicionales del mercado de capitales; no obstante, se trata también de un instrumento que exhibe una mayor volatilidad en sus cotizaciones, por lo que el financiamiento en acciones es un área reservada sólo para expertos. Por ello, la alternativa Acciones en el período en estudio registró contadas emisiones PyMEs y por ese motivo es que no se expuso en este escrito.

Lo mismo sucede con el instrumento Private Placement, similar a la emisión de acciones, ya que a través del mismo, se proyecta ampliar el capital empresario;

pero al no encontrarse regulado por la CNV es que aún no hay movimientos registrados al respecto.

En el caso de la Factura de Crédito Electrónica, tampoco se expone debido a que es un instrumento novedoso y recién en Julio de 2019 fue que se negociaron por \$6 millones, las primeras dos FCE en el MAV.

Para finalizar, se suele decir que de cada crisis surgen oportunidades, y justamente las oportunidades que ofrece el Mercado de Capitales hoy, y a pesar de todo, son mucho más diversas y competitivas que las ofrecidas por otros sistemas financieros; concluyendo que a través de los instrumentos que brinda el MAV, es posible agregarle valor a las PyME y surfear los problemas existente a nivel nacional, con optimismo y alternativas eficaces de financiamiento.

## Referencias

*ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS.* (2018-2019).

Recuperado de <http://www.afip.gob.ar>

*AUTOPISTA DE ACCESO AL MERCADO DE CAPITALS.* (2019). Recuperado de

<http://a2cm.com.ar/es>

*BANCO DE VALORES.* (2018-2019). Recuperado de <http://bancodevalores.com>

*BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES.* (2018-2019). Recuperado de

<http://www.bcba.sba.com.ar>

*BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO.* (2018-2019). Recuperado de

<https://bcr.com.ar/es>

*BOLSAR.* (2018-2019). Recuperado de <https://www.bolsar.com>

*BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS S.A.* (2018-2019). Recuperado de

<https://www.byma.com.ar>

*COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.* (2018-2019). Recuperado de

<http://www.cnv.gov.ar>



Dapena Fernandez, José Pablo (2012) *Instrumentos de inversión y mercados financieros: un manual para aprender desde los cuadros financieros* (1ª ed.). Buenos Aires, Argentina: Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Decreto 1087/93 TÍTULOS VALORES. InfoLEG. Buenos Aires, 24 de Mayo de 1993.

Disposición General 147/2006 SECRETARÍA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA Y DESARROLLO REGIONAL. *InfoLEG*. Buenos Aires, 23 de Octubre de 2006.

Erpen, M. (2010). *Mercado de Capitales: manual para no especialistas* (9ª ed.). Buenos Aires, Argentina: Temas

*FUNDACIÓN OBSERVATORIO PYME*. (2016-2019). Recuperado de <http://www.observatoriopyme.org.ar/>

Gitman, L. J. & Zutter, C. J. (2012). *Principios de administración financier* (12ª ed.). México: Pearson Educación.

Hernández Sampieri, Fernández Collado y Baptista Lucio (2010). *Metodología de la Investigación* (5ª ed.). Santa Fe, México: McGRAW-HILL

*LA CAJA DE VALORES S.A.* (2018-2019). Recuperado de <http://www.cajval.sba.com.ar>

Ley N° 24.441 DE FINANCIAMIENTO DE LA VIVIENDA Y LA CONSTRUCCION. InfoLEG. Buenos Aires, 16 de Enero de 1995.

Ley N° 26.831 DE MERCADO DE CAPITALES. InfoLEG. Buenos Aires, 28 de Diciembre de 2012.

Ley N° 27.440 DE FINANCIAMIENTO PRODUCTIVO. InfoLEG. Buenos Aires, 11 de Mayo de 2018.

*MERCADO ARGENTINO DE VALORES S.A.* (2018-2019). Recuperado de <http://www.mav-sa.com.ar>

*MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES.* (2018-2019). Recuperado de <http://www.merval.sba.com.ar>

*MINISTERIO DE PRODUCCIÓN DE LA NACIÓN.* (2018-2019). Recuperado de <https://www.produccion.gob.ar/pymesregistradas/>

Resolución General 696/2017 COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. *InfoLEG.*  
Buenos Aires, 15 de Junio de 2017.

Resolución General 743/2018 COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. *InfoLEG.*  
Buenos Aires, 12 de Junio de 2018.

Resolución General 772/2018 COMISIÓN NACIONAL DE VALORES. *InfoLEG*.

Buenos Aires, 23 de Noviembre de 2018.

Resolución General 3537/2013 NOMECLADOR DE ACTIVIDADES AFIP.

*InfoLEG*. Buenos Aires, 30 de Octubre de 2013.

## Anexos

### Anexo I

Sociedad	Provincia	Sector económico	Ingreso anual promedio (\$)	Rég. de emisión de valores
Actual S.A.	NEUQUÉN	Servicios Financieros	212.973.698	Pyme
Agro Ganadera Vidoret S.A.	SANTA FE	Agropecuario	172.636.254	Garantizada
Agroempresa Colón S.A.	CÓRDOBA	Comercio	391.927.949	Pyme
Agroinversiones S.A.	BUENOS AIRES	Agropecuario	74.187.781	Garantizada
Agrometal Sociedad Anónima Industrial	CÓRDOBA	Industria	946.823.541	Rég. Gral
Aldyl Argentina S.A.	BUENOS AIRES	Industria	246.580.304	Garantizada
Algabo S.A.	BUENOS AIRES	Industria	349.738.031	Pyme
Alianza Semillas S.A.	SANTA FE	Agropecuario	455.182.222	Pyme
Altote S.A.	C.A.B.A.	Construcción e Infraestructura	152.462.389	Garantizada
Amoblamientos Reno S.A.	SANTA FE	Industria	114.872.621	Garantizada
Anta del Dorado S.A.	SALTA	Agropecuario	228.604.324	Garantizada
Automotores Pampeanos S.A.	LA PAMPA	Comercio	19.325.437	Garantizada
Avícola Telos S.A.	C.A.B.A.	Agropecuario	155.288.861	Pyme
Azlepi S.R.L.	TUCUMÁN	Construcción e Infraestructura	3.737.554	Garantizada
Balanz Capital Valores S.A.	C.A.B.A.	Servicios Financieros	447.293.458	Rég. Gral
Bandex S.A.	SAN LUIS	Industria	863.656.556	Garantizada
Bauge Construcciones S.A.	CÓRDOBA	Construcción e Infraestructura	144.935.457	Garantizada
BCI Consulting S.R.L.	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	82.815.498	Garantizada
Bertotto Boglione S.A.	CÓRDOBA	Industria	609.522.254	Garantizada
BF Argentina S.A. BAUFEST	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	183.412.071	Pyme
Big Bloom S.A.	BUENOS AIRES	Industria	598.944.128	Pyme
Bioetanol Río Cuarto S.A.	CÓRDOBA	Industria	1.029.062.982	Garantizada
Bronway Technology S.A.	SANTA FE	Industria	129.564.349	Garantizada
Calzetta S.A.	MENDOZA	Construcción e Infraestructura	16.861.405	Garantizada
Canepa Kopec Y Asociados S.R.L.	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	143.032.999	Garantizada
Catajuy S.R.L.	C.A.B.A.	Agropecuario	80.854.686	Garantizada
Catalinas Cooperativa de Crédito, Consumo y Vivienda Ltda.	C.A.B.A.	Servicios Financieros	95.813.084	PyME
Centro Card S.A.	CATAMARCA	Servicios Financieros	305.891.461	Pyme
Centro Maquinarias S.R.L.	CÓRDOBA	Comercio	s/d	Garantizada
Cerealera Puntana S.R.L.	SAN LUIS	Agropecuario	39.825.829	Garantizada
Chacara S.A.	MENDOZA	Agropecuario	7.770.116	Garantizada
Cilbrake S.R.L.	BUENOS AIRES	Comercio	147.641.466	Garantizada
Coes Sudamérica S.A.	BUENOS AIRES	Industria	181.917.411	Garantizada
Colven S.A.	SANTA FE	Industria	622.087.429	Garantizada
Compacto S.A.	MENDOZA	Construcción e Infraestructura	179.926.288	Garantizada
Compañía Argentina de Comodoro Rivadavia S.A.	C.A.B.A.	Energía	2943.414	Rég. Gral
Compañía Integral de Alimentos S.A.	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	334.412.884	Pyme
Construir S.A.	SAN JUAN	Construcción e Infraestructura	154.241.255	Garantizada
Cooperativa de Crédito, Consumo y Servicios Sociales La Plata LTDA.	BUENOS AIRES	Servicios Financieros	159.700.715	PyME
Cumar S.A.	MENDOZA	Servicios Financieros	17.736.113	Pyme
Darío y Gustavo Bergamasco S.A.	SANTA FE	Agropecuario	56.187.703	Garantizada
Decréditos S.A.	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	449.569.305	Pyme
Del Fabro Hnos y Cía S.A.	BUENOS AIRES	Comercio	183.499.160	Pyme
Desarrollos Nazareno S.R.L.	CÓRDOBA	Construcción e Infraestructura	3.545.794	Garantizada
Dilcar S.A.	CHACO	Comercio	319.055.128	Pyme

<b>Domec Cía. de Artefactos Domésticos</b>	CA.B.A.	Industria	271.497.273	Rég. Gral
<b>Dos Banderas S.A.</b>	LA PAMPA	Industria	15.789.859	Garantizada
<b>Dosam S.R.L.</b>	BUENOS AIRES	Industria	222.080.073	Garantizada
<b>Dulcor S.A.</b>	CÓRDOBA	Industria	1.911.243.670	Garantizada
<b>Ebucar S.A.</b>	MENDOZA	Servicios No Financieros	70.330.347	Garantizada
<b>Edisur S.A.</b>	CÓRDOBA	Construcción e Infraestructura	277.727.074	Pyme
<b>El Calden S.R.L.</b>	TUCUMÁN	Agropecuario	34.638.976	Garantizada
<b>El Guaymallen S.A.</b>	CÓRDOBA	Agropecuario	24.907.071	Garantizada
<b>El Paso del Virrey S.A.</b>	SALTA	Agropecuario	68.539.786	Garantizada
<b>Electromac S.A.</b>	BUENOS AIRES	Industria	5.888.052	Rég. Gral
<b>Elyon S.A.</b>	CÓRDOBA	Construcción e Infraestructura	30.149.048	Garantizada
<b>Emprendimiento Industrial Mediterráneo S.A.</b>	CA.B.A.	Industria	388.667.414	Garantizada
<b>Empresur S.A.</b>	CHUBUT	Servicios Financieros	107.630.187	Pyme
<b>Era Energías Renovables Argentinas S.A.</b>	SANTA FE	Industria	421.714.389	Garantizada
<b>Esat S.A.</b>	BUENOS AIRES	Industria	43.068.907	Garantizada
<b>Esquina 3 S.A.</b>	CA.B.A.	Servicios No Financieros	20.226.153	Garantizada
<b>Euro S.A.</b>	SANTA FE	Industria	408.160.054	Pyme
<b>Farlowin S.A.</b>	CA.B.A.	Comercio	80.486.263	Garantizada
<b>Farmanor S.R.L.</b>	LA RIOJA	Comercio	57.795.456	Garantizada
<b>Fértil Tecnologías S.R.L.</b>	CÓRDOBA	Industria	74.608.491	Garantizada
<b>Fincas del Rosario S.R.L.</b>	SANTA FE	Industria	16.376.840	Garantizada
<b>Forte Car S.A.</b>	BUENOS AIRES	Comercio	619.438.266	Garantizada
<b>Fraher Group S.A.</b>	CA.B.A.	Construcción e Infraestructura	57.927.801	Garantizada
<b>Fundición San Cayetano S.A.</b>	BUENOS AIRES	Industria	443.367.405	PyME
<b>Gabriel E Kelly Y Cía. S.A.</b>	BUENOS AIRES	Comercio	295.368.604	Garantizada
<b>Ganadera La Paz S.A.</b>	MENDOZA	Agropecuario	2.366.164	Rég. Gral
<b>García Reguera S.A.C.I.F. e I.</b>	CA.B.A.	Comercio	356.813.489	Rég. Gral
<b>Gelvez S.R.L.</b>	SANTA FE	Industria	309.088.331	Garantizada
<b>Ghiggeri Motos S.R.L.</b>	CHACO	Comercio	235.229.721	Garantizada
<b>Global Médica S.A.</b>	LA RIOJA	Comercio	64.310.008	Garantizada
<b>Good Park S.A.</b>	CA.B.A.	Servicios No Financieros	109.032.830	Rég. Gral
<b>Granville S.A.</b>	BUENOS AIRES	Comercio	78.130.040	Garantizada
<b>Grupo Cohen S.A.</b>	CA.B.A.	Servicios Financieros	313.000.595	Rég. Gral
<b>Grupo Pampatech S.A.</b>	CA.B.A.	Comercio	13.950.774	Garantizada
<b>Grupo Vuasa S.A.</b>	SANTA FE	Comercio	193.026.180	Garantizada
<b>Herfean Franquicias Alimenticias S.R.L.</b>	BUENOS AIRES	Comercio	41.066.221	Garantizada
<b>Horwath Consulting S.A.</b>	CA.B.A.	Servicios No Financieros	31.928.654	Garantizada
<b>Hulytego S.A.C.I.</b>	CA.B.A.	Industria	19.289.687	Rég. Gral
<b>Impomotors Argentina S.A.</b>	ENTRE RÍOS	Comercio	45.346.542	Garantizada
<b>Incisa S.A.</b>	CÓRDOBA	Construcción e Infraestructura	152.127.793	Garantizada
<b>Indo S.A.</b>	SAN JUAN	Servicios Financieros	77.905.522	Pyme
<b>Induar S.R.L.</b>	SANTA FE	Industria	13.952.346	Garantizada
<b>Induplack S.A.</b>	BUENOS AIRES	Industria	143.393.146	Garantizada
<b>Instituto Rosenbuch S.A. de Biología Experimental Agropecuaria</b>	CA.B.A.	Industria	246.737.132	Rég. Gral
<b>Insumos Agroquímicos S.A.</b>	CA.B.A.	Comercio	322.709.122	Pyme
<b>Intek S.A.</b>	CA.B.A.	Comercio	229.457.865	Pyme
<b>Iwin S.A.</b>	BUENOS AIRES	Industria	53.143.655	Garantizada
<b>Josa S.A.</b>	CÓRDOBA	Agropecuario	55.794.392	Garantizada
<b>Jose Lienes S.A.C.I.F.</b>	CÓRDOBA	Industria	96.893.469	Garantizada
<b>La Barranca S.R.L.</b>	CÓRDOBA	Comercio	565.111.094	Garantizada
<b>Laboratorios Pretty S.A.</b>	CA.B.A.	Industria	116.694.721	Pyme
<b>Laboratorios Richmond S.A.C.I.F.</b>	CA.B.A.	Industria	1.421.420.749	Rég. Gral
<b>Lesko S.A.C.I.F.I.A.</b>	BUENOS AIRES	Construcción e Infraestructura	350.016.625	Garantizada
<b>Leyden S.A.I.C.Y F.</b>	CA.B.A.	Industria	97.572.227	Rég. Gral
<b>Lipsa S.A.</b>	CHACO	Agropecuario	403.654.227	Garantizada

Longvie S.A.	CA.B.A.	Industria	1.100.726.049	Rég. Gral
Lustramax S.R.L.	CA.B.A.	Comercio	432.930.857	Garantizada
Marcelo Rossini S.A.	CHACO	Comercio	569.379.539	Garantizada
Marcos Schmukler S.A.	ENTRE RÍOS	Agropecuario	413.546.266	Garantizada
Maxisur S.A.	CA.B.A.	Servicios No Financieros	28.819.905	Garantizada
Meranol S.A.C.I.	CA.B.A.	Industria	669.728.242	Pyme
Metagro S.R.L.	CÓRDOBA	Industria	119.349.826	Garantizada
Metalfor S.A.	CÓRDOBA	Industria	1.710.237.329	Garantizada
Metalúrgica Sergio Strapazzón S.R.L.	CÓRDOBA	Industria	48.358.488	Garantizada
Micro Lending S.A.	CA.B.A.	Servicios Financieros	259.292.437	Pyme
Molinos Juan Semino S.A.	SANTA FE	Industria	648.218.390	Rég. Gral
Molinos Sytari S.R.L.	CÓRDOBA	Industria	60.903.257	Garantizada
Montever S.A.	CA.B.A.	Comercio	183.612.131	Pyme
Morixe Hermanos S.A.C.I.	CA.B.A.	Industria	204.053.330	Rég. Gral
New Arrecife S.A.	BUENOS AIRES	Comercio	163.953.496	Garantizada
Nuevo Continente S.A.	CA.B.A.	Servicios No Financieros	20.373.961	Rég. Gral
Ovoprot International S.A.	CA.B.A.	Industria	268.348.187	Pyme
Paranagro S.A.I.	ENTRE RÍOS	Comercio	328.414.693	Garantizada
Paredes Construcciones S.R.L.	JUJUY	Construcción e Infraestructura	67.773.493	Garantizada
Patricios S.A.I.C.	CA.B.A.	Industria	21.215.302	Rég. Gral
Pelque S.A.	BUENOS AIRES	Construcción e Infraestructura	334.164.990	Garantizada
Petroagro S.A.	BUENOS AIRES	Comercio	379.899.852	Rég. Gral
Plantel S.A.	BUENOS AIRES	Construcción e Infraestructura	493.609.384	Garantizada
Plásticos Dise S.A.	CÓRDOBA	Industria	443.847.494	Pyme
Plumada S.A.	SALTA	Comercio	289.553.101	Garantizada
Plural Cooperativa de Crédito, Consumo y Vivienda Limitada	CA.B.A.	Servicios Financieros	58.294.114	Pyme
Proseind S.A.	SANTA FE	Industria	114.995.340	Garantizada
Publicidad Sarmiento S.A.	MENDOZA	Servicios No Financieros	296.743.490	Garantizada
Puerto Las Palmas S.A.	CHACO	Industria	132.334.219	Garantizada
Qsn S.A.	CA.B.A.	Servicios No Financieros	27.196.905	Garantizada
RDA Renting S.A.	CA.B.A.	Industria	166.387.174	Garantizada
Regional Trade S.A.	SANTA FE	Comercio	499.546.712	Pyme
Roch S.A.	CA.B.A.	Energía	937.489.071	Rég. Gral
Rogiro Aceros S.A.	SANTA FE	Industria	1.238.672.694	Rég. Gral
S.A. Molinos Fénix	SANTA FE	Industria	403.817.508	Rég. Gral
S.E.D.A. P.I.C. S.A.	CA.B.A.	Industria	1.133.775.907	Pyme
San Atanasio Energía S.A.	CA.B.A.	Comercio	1.955.225.046	Garantizada
Santiago Sáenz S.A.	SALTA	Industria	1.123.382.208	Rég. Gral
Savant Pharm S.A.	CÓRDOBA	Industria	1.071.736.286	Rég. Gral
Sea White S.A.	BUENOS AIRES	Servicios No Financieros	500.601.488	Garantizada
Segufer S.A.	CA.B.A.	Comercio	680.977.487	Garantizada
Serviaut S.A.	CA.B.A.	Comercio	194.301.134	Pyme
Servipais S.R.L.	BUENOS AIRES	Servicios No Financieros	108.250.285	Garantizada
Sicom S.A.	JUJUY	Servicios Financieros	127.375.855	Pyme
Sion S.A.	CA.B.A.	Servicios No Financieros	144.524.492	Pyme
Sistemas Unificados de Crédito Dirigido S.A.	CA.B.A.	Servicios Financieros	265.925.925	Pyme
Sojas Argentinas S.R.L.	CÓRDOBA	Comercio	53.673.437	Garantizada
South Management S.A.	CA.B.A.	Servicios No Financieros	1.727.653.959	Pyme
Southcross Logistics S.A.	CA.B.A.	Servicios No Financieros	210.905.030	Garantizada
Tantal Argentina S.R.L.	CÓRDOBA	Industria	146.459.690	Garantizada
Tíser S.R.L.	NEUQUÉN	Comercio	109.180.486	Garantizada
Tito Dovio S.A.	SANTA FE	Agropecuario	57.247.300	Garantizada
Tradimex S.A.I. y C.	CA.B.A.	Industria	57.658.487	Garantizada
Transatlántica Compañía Financiera S.A.	CA.B.A.	Servicios Financieros	240.345.667	Rég. Gral
Tresnal Agropecuaria S.A.	CA.B.A.	Agropecuario	99.263.836	Garantizada
Tropical S.A.	LA PAMPA	Industria	7.747.534	Garantizada
Varcam S.A.	BUENOS AIRES	Agropecuario	31.510.863	Pyme
Vetanco S.A.	CA.B.A.	Industria	784.423.026	Pyme
Villanueva e Hijos S.A.	JUJUY	Construcción e Infraestructura	249.907.515	Garantizada
Warbel S.A.	CHACO	Industria	102.760.068	Garantizada