

Evolución de las emisiones Pymes en el mercado  
bursátil argentino.

López, María Florencia

Programa de Formación 2016

Bolsa de Comercio de Rosario

Julio 2017

## **Índice**

Introducción .....	3
1. Importancia de las Pymes en la economía global.....	4
2. El Mercado de capitales como fuente de financiamiento Pyme. ....	5
2.1 Instrumentos de financiamiento. ....	7
2.2 Evolución de las emisiones Pyme en los últimos 12 meses.....	9
Parte II - Análisis de barreras para el desarrollo del mercado de capitales para Pymes. ....	11
3. Obstáculos de las Pymes para acceder al financiamiento en el mercado de capitales .....	12
3.1 Costos de acceso .....	12
3.2 Desconocimiento del canal como alternativa de financiamiento .....	14
3.3 Informalidad de la economía .....	14
3.4 Falta de estructura organizativa y cultura organizacional .....	15
3.5 Calificaciones crediticias de Pymes bajas (en relación a las de grandes empresas).....	16
4. Incidencia de la demanda en el nivel de valores Pymes negociados .....	16
4.1 Comportamiento de los fondos calificados como Pymes .....	17
4.2 Efecto “crowding out” .....	19
Parte III -Cuestiones referentes al mercado de capitales argentino en general .....	21
Conclusiones .....	23
Bibliografía.....	24
Agradecimientos .....	25

## **Introducción**

El poco desarrollo que tiene el mercado de capitales en la Argentina es un tema recurrente y vigente. A diario se lee y se escucha sobre las dificultades financieras que enfrentan muchas empresas en nuestro país, y sin embargo no se termina de tener un mercado de capitales maduro (ni siquiera en crecimiento) que permita a estas empresas contar con una alternativa más a las que hoy tienen para financiarse. Asimismo, se dan muchas veces casos de empresas que exploran la alternativa del mercado de capitales cuando ya están demasiado asfixiadas financieramente, lo cual lejos está de ser el escenario ideal para el uso de las herramientas que este mercado ofrece.

Esta problemática se profundiza para el segmento de empresas más chicas de la Argentina, el de las Pymes. Claro que sería poco lógico que las pymes usen de manera masiva los instrumentos que ofrece el mercado de capitales cuando éste tiene escaso desarrollo y es poco profundo. No obstante, como se verá luego, las Pymes forman la columna vertebral de la estructura económica del país, tanto por lo que aporta al producto del país como por las personas que emplea. Y así como cualquier proceso productivo o prestación de servicios necesita de recursos humanos, materiales y otros insumos, también necesita de canales de financiación que apuntalen la inversión.

No podemos dejar de mencionar que este trabajo se desarrolla en un contexto de cambio para nuestro mercado de capitales. Diferentes medidas tomadas por el gobierno anterior (derogación del sistema de AFJP, estatización de empresas y cambios de normativa que aumentaban el poder el Estado frente a los privados, por mencionar algunas) hicieron que el mercado de capitales no se desarrollase, y que sea una herramienta para unos pocos. Si bien hubieron algunas medidas para fomentar el fondeo de las Pymes en el mercado, las mismas eran (y son aún en parte) forzosas para determinados agentes económicos, lo cual no garantiza su sustentabilidad en el tiempo.

Sabiendo que venimos de años de políticas que no eran las más propicias para el mercado de capitales y que todavía no se ha logrado avanzar fuertemente en su desarrollo, se propone con este trabajo poner el foco en el segmento Pymes y analizar, dentro del contexto general, sus propias limitantes.

No es objeto de este documento hacer juicio de valor de políticas económicas pasadas. La realidad es que el mercado hoy no tiene profundidad y no es una alternativa válida para la mayoría de las empresas. Tampoco se busca plantear soluciones, ya que entendemos que las mismas son de una complejidad que no se podrían resumir en un trabajo de investigación. El aporte que se busca hacer se limita a la exposición y análisis de factores que ayuden a explicar una problemática, dentro de un escenario macro que viene dado.

## **Parte I - Pymes y mercado de capitales**

### **1. Importancia de las Pymes en la economía global.**

Las pequeñas y medianas empresas (Pymes) desempeñan un papel crucial en la economía de cualquier país y constituyen el núcleo central del crecimiento y desarrollo de la sociedad contemporánea. Ello es así, primero, por la fuerte incidencia que estas empresas tienen como fuentes generadoras de empleo, pero además porque cumplen un rol socioeconómico muy importante al permitir la desconcentración de renta y capacidad productiva, repartiéndose en un mayor número de empresas.

En Argentina el 98% de las empresas son calificadas como Pyme. Este segmento genera cerca del 70% del empleo y su participación en el PBI asciende a 40%<sup>1</sup>. De esto se desprende que el segmento es un fuerte condicionante de la economía del país y un eslabón fundamental en el encadenamiento de la actividad económica. A pesar de ello, uno de los recurrentes problemas a los que deben enfrentarse estas empresas es el acceso a la financiación, una preocupación que ciertamente no puede dejar de atenderse.

Los criterios que determinan si una empresa califica o no Pyme varían de país a país, aunque generalmente en la mayoría de los casos las características que las definen están relacionadas con la magnitud de ventas anuales y la cantidad de empleados que poseen.

En nuestro país, se considera Pyme a aquellas empresas que cumplan los parámetros de ventas anuales (expresadas en pesos) establecidos en la Resolución 103-E/2017 del Ministerio de Producción:

<b>Categoría/Sector</b>	<b>Construcción</b>	<b>Servicios</b>	<b>Comercio</b>	<b>Industria y Minería</b>	<b>Agropecuario</b>
Micro	\$ 4.700.000	\$ 3.500.000	\$ 12.500.000	\$ 10.500.000	\$ 3.000.000
Pequeña	\$ 30.000.000	\$ 21.000.000	\$ 75.000.000	\$ 64.000.000	\$ 19.000.000
Mediana tramo 1	\$ 240.000.000	\$ 175.000.000	\$ 630.000.000	\$ 520.000.000	\$ 145.000.000
Mediana tramo 2	\$ 360.000.000	\$ 250.000.000	\$ 900.000.000	\$ 760.000.000	\$ 230.000.000

Sin embargo, para el objeto de este trabajo, debe tenerse presente que la Comisión Nacional de Valores estableció su propia clasificación al solo efecto del acceso al mercado de capitales, calificando como Pymes (según la resolución 670/16 de CNV) a las "... empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen los siguientes valores:

<b>Sector Tamaño</b>	<b>Agropecuario</b>	<b>Industria y Minería</b>	<b>Comercio</b>	<b>Servicios</b>	<b>Construcción</b>
PYME	230.000.000	760.000.000	900.000.000	250.000.000	360.000.000

<sup>1</sup>Según datos de la Fundación Observatorio Pyme "Informe Anual 2015-2016". Septiembre 2016

Se entiende por ingresos totales anuales, el valor de los ingresos que surjan del promedio de los últimos tres estados contables y deducidos los ingresos provenientes del exterior que surjan de los mencionados estados contables hasta un máximo del 50%.

No serán consideradas Pymes CNV las entidades bancarias, mercados autorizados a funcionar por la Comisión y las entidades que brinden servicios públicos. Tampoco serán consideradas Pymes CNV aquellas que, reuniendo los requisitos previos, estén controladas o vinculadas a otra empresa o grupo económico que no revista la característica de Pyme CNV. En caso de las entidades controladas, el 20% o más del capital y/o de los derechos políticos de las entidades incluidas en la definición de Pyme CNV no deberán pertenecer a otras entidades que no encuadren en la definición legal de Pyme CNV”.

## **2. El Mercado de capitales como fuente de financiamiento Pyme.**

Se presume que el mercado de capitales es un canal idóneo para que fluyan los ahorros (que tienen que existir) a las empresas que requieran financiación externa (distinta de la reinversión de utilidades o la capitalización privada), puesto que es un mecanismo de financiación que goza de cierto nivel de transparencia, lo que lleva a determinado grado de garantías para las partes involucradas. En la Argentina, sin embargo, el mercado de capitales no ha probado ser una alternativa de financiación frecuente para las pequeñas y medianas empresas (Pymes).

Vale una aclaración que se entiende necesaria: se debe tener en cuenta que, si bien la definición de Pyme en nuestro país es amplia (en el sentido de que Pyme puede ser una empresa tan pequeña como un kiosco como también una industria que emplea a más de cien personas y factura \$500MM al año), cuando se habla del acceso de este tipo de empresas al mercado de capitales se hace referencia a empresas que cuentan con una estructura tal que le permita soportar procedimientos administrativos y generar información en tiempo y forma.

Ahora bien, del total de pymes en el país menos del 2% de estas pequeñas y medianas empresas accede al mercado en busca de financiamiento. De acuerdo a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 15.683 pequeñas y medianas firmas se financiaron en el mercado de capitales desde el año 2002. Hoy, nuestro país cuenta con cerca de 850.000 Pymes, con lo cual las pymes que accedieron a este mercado representan apenas un 1,8% por ciento del total de las pequeñas y medianas compañías que existen en la Argentina.

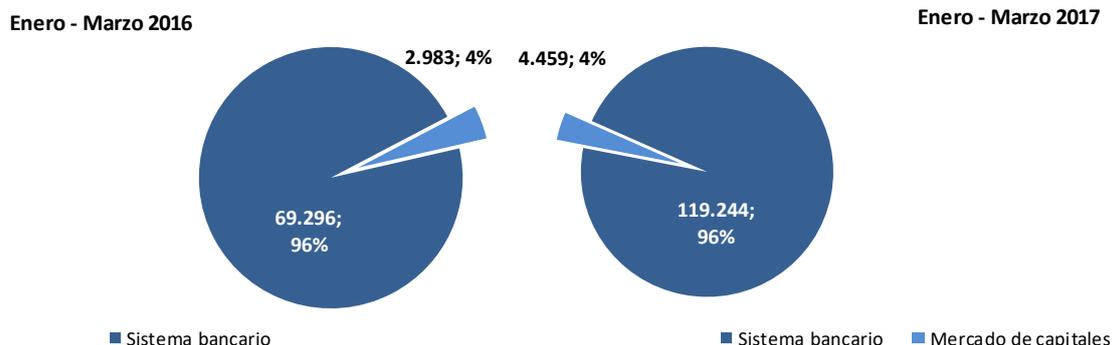
Generalmente, este tipo de empresas opta por financiarse en parte con recursos propios y en parte a través del sistema bancario.

De hecho, según se lee en un informe reciente de la Comisión Nacional de Valores (C.N.V), cuando se compara el financiamiento bancario y el bursátil, surge que este último es por lejos el más pequeño, representando tan sólo un 4% del financiamiento total Pyme en el primer trimestre del 2017 (porcentaje que se mantuvo invariable con relación al primer trimestre del año anterior)<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Según datos C.N.V “Informe Trimestral PYME marzo 2017”

En millones de Pesos y en porcentaje sobre total



Fuente: BCRA y CNV

Financiamiento en el mercado de capitales incluye montos colocados por Pymes en ON, FF, CPD avalados y Pagarés.

Financiamiento del sistema bancario incluye documentos a sola firma, documentos descontados, documentos comprados, préstamos hipotecarios, préstamos prendarios, créditos documentados y otros préstamos. No incluyen adelantos en cuenta corriente y otros adelantos, créditos personales y de tarjeta de crédito.

Del total de las emisoras bajo el régimen de oferta pública al 31 de marzo de 2017, 69 de ellas son emisoras Pymes CNV, lo que representa un 27% del total<sup>3</sup>(vale destacar que este número ha permanecido relativamente constante desde mediados del año 2015). Si bien de antemano este porcentaje de participación no pareciera ser menor, al analizar la misma en términos nominales, se observa que el fondeo empresario fue de u\$s32.874 millones desde el año 2014, pero u\$s30.350 millones quedaron en manos de grandes compañías y apenas u\$s2.524 millones fueron absorbidos por el segmento Pyme<sup>4</sup>, esto es un escaso 7,68% del financiamiento total.

La realidad es que sólo una ínfima parte del segmento Pyme accede al financiamiento bursátil.

<sup>3</sup> Según datos C.N.V "Informe Trimestral PYME marzo 2017"

<sup>4</sup> Datos extraídos del Instituto Argentino del Mercado de Capitales "Informe Financiamiento a través del mercado de capitales febrero 2017".

### Evolución del financiamiento total empresario en millones de USD

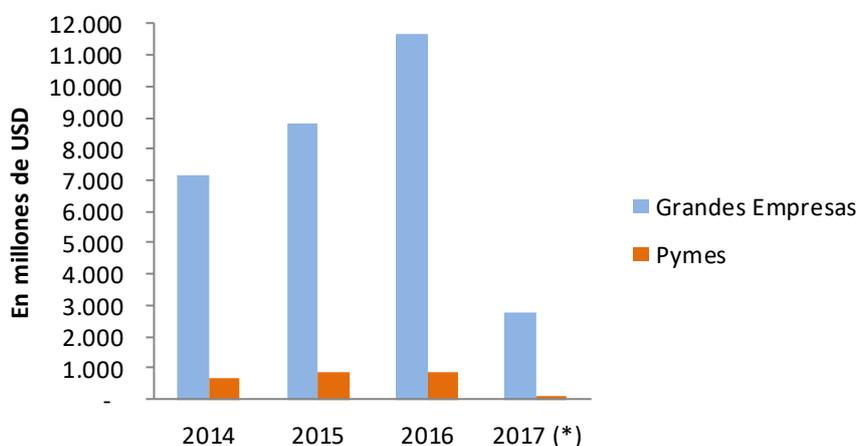
Año	Grandes Empresas				Pymes					Total General
	ON/VCP	FF	Acciones	Total	ON/VCP	FF	Acciones	CPD	Total	
2014	4.146,00	2.941,00	42,00	7.129	14,36	53,00	-	622,00	689	7.818
2015	6.045,00	2.728,00	15,00	8.788	18,87	34,00	-	822,00	875	9.663
2016	8.894,00	2.502,00	287,00	11.683	31,06	14,00	-	810,00	855	12.538
2017 (*)	2.461,00	289,00	-	2.750	2,20	-	-	103,00	105	2.855
<b>Total</b>	<b>21.546</b>	<b>8.460</b>	<b>344</b>	<b>30.350</b>	<b>66</b>	<b>101</b>	<b>-</b>	<b>2.357</b>	<b>2.524</b>	<b>32.874</b>

(\*) Datos al 24-02-2017

Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos del IAMC

Gráficamente:

### Financiamiento Total Empresario en el Mercado Argentino



(\*) Datos al 24-02-2017

Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos del IAMC

## **2.1 Instrumentos de financiamiento.**

Ahora bien, resulta interesante analizar a qué tipo de financiamiento logran acceder estas pequeñas empresas dentro de la esfera del mercado bursátil.

En el corto plazo, el cheque de pago diferido es una de las herramientas más útiles para atender necesidades de fondeo coyunturales, generalmente a tasas competitivas con relación a las bancarias. Sin embargo, una característica a tener en cuenta es que la fecha de pago no puede exceder los 365 días (su plazo promedio es de sólo 5 meses). Los CPD pueden negociarse bajo dos tipos de modalidades: avalados (contando con el aval de una SGR) y patrocinados (bajo esta modalidad, son las entidades libradoras de CPD las que solicitan la cotización de los CPD por ellas emitidos a favor de terceros, para que puedan ser negociados).

Este tipo de instrumento constituye generalmente el punto de acceso inicial de una Pyme al mercado de capitales y es el vehículo más utilizado para obtener financiamiento bursátil. Tal es así que, en el año 2016, el 95% del financiamiento anual de las Pymes en la Bolsa fue a través de cheques de pago diferido.

Más a mediano plazo, la segunda herramienta más utilizada históricamente es el Fideicomiso Financiero. Una de las ventajas más atractivas de esta herramienta es que brinda la posibilidad de financiarse “fuera de balance”, es decir, que no genera un aumento en el pasivo de la compañía (pues se trata de un mero intercambio de activos) permitiendo, al no afectar los ratios de apalancamiento, ampliar la capacidad de crédito. Sin embargo, la participación de las pequeñas y medianas empresas en la colocación de estos instrumentos en el mercado es relativamente baja (en términos porcentuales, apenas representa un 1% o 2% del monto total colocado en el mercado)

Como alternativa intermedia, encontramos los pagarés bursátiles, valores de deuda que sólo pueden ser negociados en mercados autorizados y exclusivamente por Pymes C.N.V. Tienen una instrumentación similar a la de los Cheques de Pago Diferido, pero con un plazo de mayor extensión, que va desde los 180 días a los 3 años, y pueden ser librados tanto en pesos como en dólares. Requieren de aval por parte de una Sociedad de Garantía Recíproca y pueden negociarse en forma individual o bien agrupada por lotes de pagarés. Si bien es un instrumento de menor monto que los Fideicomisos o las Obligaciones Negociables, al no existir la exigencia de generar un prospecto u obtener autorización por parte de C.N.V, ofrecen un camino de financiación más rápido.<sup>5</sup>

En el largo plazo, las Obligaciones negociables (ON) son una herramienta que sin duda pueden ser de gran ayuda para las Pyme. Consisten en la emisión de títulos de deuda a tasa fija, variable o mixta. Sin embargo, tiene una notable escasa participación dentro del segmento. En el 2016 se colocaron en total 217 ON, de las cuales 205 se emitieron bajo Régimen General, y únicamente las restantes 12 (el 5,5%) bajo el Régimen Pyme<sup>6</sup>.

Recientemente la CNV habilitó la ON Simple, un instrumento que busca simplificar aún más la inserción de las Pymes en el mercado de capitales. El régimen prevé que todas las ON Simples sean avaladas por SGR, por bancos o por un Fondo de Garantía Público. El emisor debe ser Pyme, según la calificación que tiene CNV, y no existen a priori limitantes de montos y de plazos. Estos límites van a venir dados seguramente por los avalistas. La simplificación con respecto al régimen Pyme antes descrito se da principalmente en materia de documentación a presentar.

Finalmente, las pequeñas empresas también pueden encontrar financiamiento abriendo su capital a través de la emisión de acciones. Actualmente, el panel Pyme de la Bolsa de Buenos Aires cuenta únicamente con tres empresas cotizantes: Insumos Agroquímicos, Meranol y Ovoprot, lo cual demuestra que está lejos de ser una opción elegida dentro del segmento como fuente de financiamiento.

---

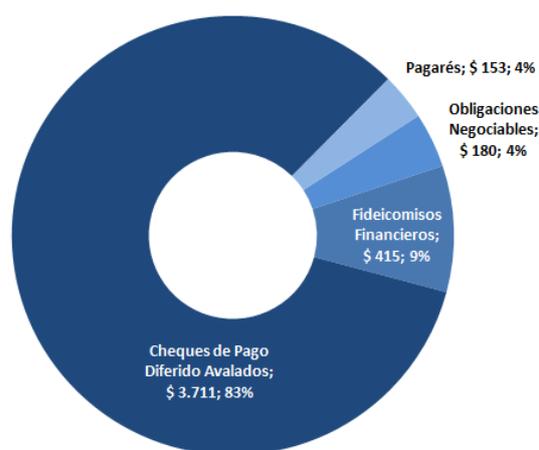
<sup>5</sup> No hay todavía una clara definición de la norma que especifique si el pagaré bursátil se encuentra exento del Impuesto de Sellos, lo cual generaría una contingencia que impide un desarrollo más profundo de la herramienta.

<sup>6</sup> Datos extraídos del “Informe Mensual” del IAMC. Diciembre 2016

## **2.2 Evolución de las emisiones Pyme en los últimos 12 meses.**

Durante el primer trimestre de 2017, el financiamiento obtenido por las Pyme CNV ascendió a \$4.459 millones, monto que representa el 7% del total del financiamiento del mercado de capitales.

Este financiamiento se compuso de \$3.711 millones (83% del total) en concepto de cheques de pago diferido avalados, \$415 millones (9% del total) obtenidos a través de fideicomisos financieros, \$180 millones (4%) a través de la colocación de obligaciones negociables y \$153 millones (4%) mediante la emisión de pagarés.<sup>7</sup>



*Fuente: CNV*

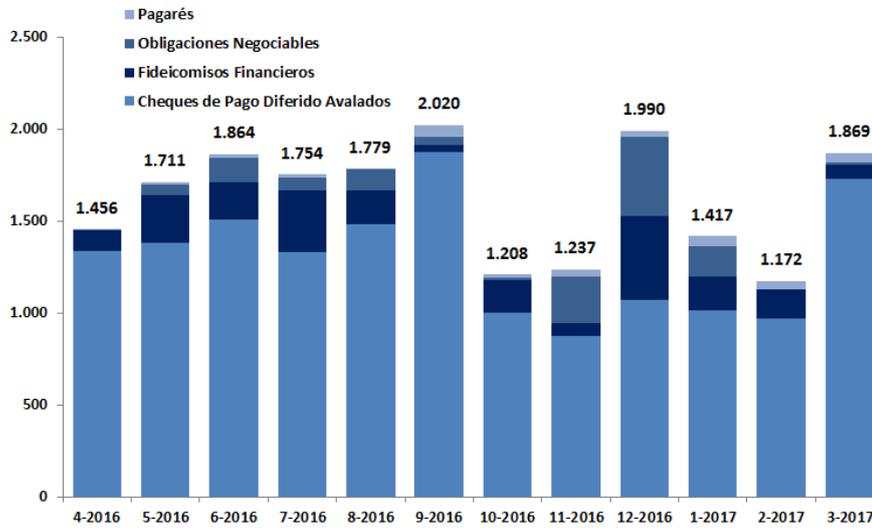
En relación al mismo período del año anterior, la comparación interanual arroja un incremento de este financiamiento del 49% (\$1.476 millones más). El instrumento que presentó mayor crecimiento fue el Fideicomiso Financiero, que pasó de \$143 millones a \$415 millones, escalando su participación del 5% al 9%. En segundo lugar, el pagaré bursátil que, habiéndose negociado únicamente \$6 millones en el primer trimestre del 2016, sumó \$153 millones en igual período del 2017. Hay que destacar que este notorio incremento responde en gran parte a que se trata de un instrumento novedoso que se negoció por primera vez en octubre de 2015.

El cheque de pago diferido avalado, que pasó de \$2.674 millones a \$3.711 millones, continúa siendo el de mayor participación a pesar de haber descendido 7 puntos porcentuales (de 90% en 2016 a 83% en 2017). Finalmente, las obligaciones negociables fueron el segmento que menor aumento registraron (de \$160 millones a \$180 millones) disminuyendo su participación del 5% al 4%.

Del análisis de los últimos 12 meses surge que estos indicadores se han mantenido relativamente estables, ocupando siempre el cheque de pago diferido el primer puesto, seguido por los Fideicomisos financieros.

<sup>7</sup> Datos extraídos del “Informe Trimestral Financiamiento Pyme” de CNV. Primer trimestre 2017

**Financiamiento total Pyme CNV por instrumento en los últimos 12 meses**  
**En millones de pesos**



Fuente: CNV

Si bien vemos que durante el 2016 el financiamiento Pyme vía mercado de capitales supero los US\$ 1.000 millones, aún continúa siendo muy escaso.

## **Parte II - Análisis de barreras para el desarrollo del mercado de capitales para Pymes.**

De lo descripto hasta el momento se puede arribar rápidamente a una primera conclusión: la elección del mercado de capitales como fuente de financiamiento está lejos de ser una primera opción para el segmento Pyme en nuestro país. Seguramente no nos equivocamos si aseguramos que tampoco representa hoy ni siquiera una alternativa para la gran mayoría de empresas Pymes.

Es objetivo de este trabajo poder determinar y analizar ciertos factores que explican este déficit, buscando hacer una clara distinción de aquellos que afectan al mercado de capitales en general, es decir, los que afectan a todas las empresas sin importar su tamaño (puesto que cierto es que el mercado de capitales que existe hoy en Argentina es chico y poco profundo en general y no sólo para el sector Pyme en particular).

En función de ello, y apelando al concepto de mercado perfecto, en donde la característica predominante es la libre interacción de la oferta y la demanda de manera tal que el precio (en este caso tasa de interés) sea aquel que vacíe el mercado, y con conocimiento de que la realidad ha demostrado con frecuencia que el desempeño de los mercados (en este caso el bursátil) no se da de manera genuina, resulta interesante analizar si el motivo del escaso volumen de títulos Pymes negociados responde a fallas propias de los oferentes (en este caso las Pymes, como oferentes de productos negociables en el mercado) o bien a distorsiones que provengan de la parte demandante (inversores que destinen sus fondos a este tipo de productos).

A este fin se analizará en primera instancia con qué obstáculos se enfrenta una empresa Pyme que busca financiamiento a través del mercado de capitales. Es un listado que no intenta contemplar todas las barreras a las que se enfrenta una Pyme, pero que destaca aquellas que desde la práctica se ven más comúnmente.

Por otro lado, se expondrá también cuáles son los factores que podrían venir dados del lado de la demanda. Se buscará dilucidar si existe realmente una demanda genuina de productos Pyme o si la misma esta incentivada principalmente por cuestiones de índole política económica del gobierno de turno, que empujan a determinados sectores de la economía a invertir en este tipo de productos.

Finalmente, y en relación a lo analizado, se describirán brevemente las limitantes del mercado de capitales local buscando conocer si las mismas pueden llegar a repercutir de manera directa en los bajos niveles de participación del segmento Pyme en nuestro mercado.

### **3. Obstáculos de las Pymes para acceder al financiamiento en el mercado de capitales**

Al analizar el motivo por el cual los empresarios Pyme no ven el mercado de capitales como una fuente en donde buscar fondeo que apalanque sus operaciones, nos encontramos con diversos factores que podrían constituir potenciales desincentivos.

#### **3.1 Costos de acceso**

Los costos de acceso constituyen un primer obstáculo, más que relevante, a la hora de considerar el mercado como una solución a los problemas de financiamiento. Si bien en general la primera variable que se estudia para evaluar las diversas alternativas para financiarse es la tasa de interés, existen costos adicionales que deben afrontarse y que impactan de manera directa en el costo financiero total. Son costos en los que debe incurrir cualquier empresa para ser autorizada a emitir y cumplir con las reglamentaciones de CNV, y pueden variar de acuerdo al instrumento en cuestión.

En una operación de mercado de capitales participan una serie de actores, algunos de los cuales prestan servicios de asesoramiento al emisor en el proceso de estructuración y colocación de los títulos entre los inversores. En la mayoría de los casos encontramos roles como asesor financiero, asesor legal, organizador y agentes colocadores. Todos estos prestan servicios profesionales a la empresa que busca financiarse en el mercado, y cobran por ellos honorarios.

Otros partícipes en operaciones del mercado de capitales son las agencias de calificación de riesgo, quienes determinan la capacidad crediticia del emisor. Las sociedades calificadoras de riesgo (SCR) son sociedades anónimas cuya finalidad es emitir una opinión técnica independiente sobre la capacidad de pago en tiempo y forma, es decir en las condiciones pactadas, de los distintos valores negociables colocados y negociados en el mercado de capitales<sup>8</sup>. El objetivo es brindar mayor información a los interesados.

En este caso, si bien el servicio profesional es prestado a la comunidad inversora, el cargo lo paga el emisor de los títulos. Ciertamente es que, al pagar por la calificación, el emisor retiene al menos la potestad de elegir con qué calificadora trabajar. De todos modos, esto último no debería ser una condición que otorgue ventaja alguna, ya que la calificadora debe llevar a cabo sus análisis de riesgo crediticio de manera imparcial e independiente. Merece la pena mencionar al respecto, que a pesar de que la calificación de riesgo no es obligatoria para las emisiones Pyme, el hecho de que estas empresas califiquen sus emisiones las hace más atractivas para el público inversor, a la vez que permite que los inversores institucionales las incluyan en sus carteras, incrementando posibilidades de colocación de los títulos. En la práctica, si una emisión no está calificada por una calificadora de riesgo<sup>9</sup>, no la compra nadie.

---

<sup>8</sup>En el caso de la calificación de acciones, se mide la capacidad de obtener ganancias y la liquidez de las mismas.

<sup>9</sup> Salvo el caso de emisiones avaladas por SGR, en las cuales se puede prescindir de una calificación de riesgo, ya que el inversor va a analizar el riesgo de la SGR.

Las sociedades de garantía recíproca (SGR) se constituyen como otro participante central en las emisiones de las Pymes en el mercado de capitales. El objeto de las SGR es otorgar avales a Pymes, las cuales logran así sortear el difícil escollo de las calificadoras de riesgo. Es importante resaltar que las SGR no prestan dinero, sino que tienen por objetivo acercar a las Pymes a mejores oportunidades de financiamiento en cuanto a plazo, tasa y condiciones.

Estas sociedades se integran con dos tipos de socios: las Pymes que son avaladas, denominados socios partícipes, y las personas físicas o jurídicas (que pueden ser nacionales, extranjeras, públicas o privadas) que aportan capital a la SGR y al fondo de riesgo de la SGR<sup>10</sup>, denominados socios protectores. Para poder acceder a este sistema de garantías y convertirse en socio partícipe de una SGR, la Pyme interesada debe en primer lugar acudir ante la SGR con la documentación requerida a estos efectos<sup>11</sup> de manera de que la SGR evalúe su capacidad crediticia y otorgue una línea de crédito.

Todos los prestadores de servicios detallados en los párrafos anteriores cobran honorarios que pueden ser fijos o variables. Los honorarios variables consisten en la aplicación de un porcentaje predeterminado sobre el monto emitido en títulos; para operaciones de mayor volumen generalmente se aplican porcentajes más bajos que para aquellas de menor volumen (en el caso de las SGR se cobra un porcentaje sobre el aval otorgado). Por otro lado, quienes cobran honorarios fijos, como las calificadoras de riesgo y asesores legales, muchas veces no tienen una escala de honorarios diferente para las Pymes, pagando éstas el mismo honorario que empresas de mayor tamaño.

Existen además otros costos que inciden de manera variable en función del tamaño de la emisión (decreciendo el coeficiente a aplicar a medida que aumenta el monto emitido) como ser el caso de los derechos de cotización, comisiones de colocación, aranceles de CNV y Caja de Valores.

De lo anterior se desprende, de manera lógica, que la incidencia de estos costos puede resultar mayor o menor para una empresa que busca ingresar al mercado de capitales en función de cuál sea su plan de financiamiento, esto es, atendiendo al tamaño de la emisión. En primer lugar, porque aquellos costos que se consideran fijos se vinculan inversamente con el volumen financiado. Esto implica que aquellas empresas que buscan un monto de financiamiento mayor soportan un menor impacto por la mayor licuación de los mismos. Pero además, porque los costos variables se ven reducidos al decrecer el porcentaje aplicado sobre el monto de la operación a medida que aumenta el tamaño de la emisión.

Como es fácil de suponer, las necesidades financieras de una pequeña empresa no son comparables con la de una de mayor tamaño. Es decir, uno de los factores que incide en el monto de las operaciones de mercado de capitales es el tamaño de la empresa. Esta realidad

---

<sup>10</sup>El Fondo de Riesgo garantiza el cumplimiento de las obligaciones asumidas por las Pymes con las entidades financieras, comerciales y/o mercado de capitales y es únicamente utilizado con ese fin.

<sup>11</sup> Certificado Pyme expedido a través de la página de AFIP, documentación societaria, balances, reseñas de la necesidad específica, garantías ofrecidas, entre otros.

pone claramente en desventaja a las Pymes, las cuales, por el volumen de su operatoria, emiten títulos por montos relativamente más bajos.

### **3.2 Desconocimiento del canal como alternativa de financiamiento**

Otra problemática no menor surge en virtud del desconocimiento del mercado de capitales como ruta alternativa de financiación y la visión del mismo como una opción compleja orientada a grandes empresas. Las herramientas tradicionales que ofrece el mercado de capitales, si bien aptas para otorgar el financiamiento necesario, no constituyen aun una alternativa familiar o posible para los propietarios de las pequeñas empresas, principalmente por un desconocimiento de la materia que puede conducir a la desconfianza.

El financiamiento bursátil ha tenido poca aceptación como mecanismo de financiamiento por parte de las empresas. Rara vez los pequeños y medianos empresarios consideran el mercado de capitales como posible fuente de “apalancamiento” de sus negocios. Son muy pocas, para una economía con el nivel de demanda agregada que tiene la Argentina, las incursiones que estas empresas han hecho en dicho mercado para conseguir el fondeo que ayude a soportar las inversiones necesarias, sean éstas de la índole que fueren.

Según datos del Observatorio Pyme<sup>12</sup>, al analizar los balances de estas empresas se encuentra que las necesidades de fondeo corrientes, como créditos a clientes se atienden mediante giros en descubierto y/o mediante el descuento de cheques de terceros. Asimismo, gran parte de los bienes de cambio son financiados a través de los mismos proveedores. En cambio, para aquellos requerimientos de crédito a mayor plazo (por ejemplo, adquisición y/o modernización de activos fijos) se acude al financiamiento bancario. No obstante, la reinversión de utilidades y los aportes de los socios también son parte importante de los recursos permanentes que utilizan las Pymes.

Esto cobra mayor dimensión si se tiene en cuenta que el país se encuentra frente a una economía en donde los mecanismos de financiación tradicional, principalmente el canal bancario, tienen un comportamiento cíclico. En otras palabras, son fuentes de financiación que abundan en la fase de expansión económica y escasean en momentos de retracción o recesión.

### **3.3 Informalidad de la economía**

Al analizar las barreras de entrada al mercado de capitales se debe tener en cuenta también el alto grado de informalidad que caracteriza a la economía argentina en general, y a las pequeñas y medianas empresas en particular.

Muchas Pymes, con el fin de reducir lo más posible la carga impositiva, producen estados contables que no reflejan fielmente la realidad económica de la empresa, mostrando por ejemplo pocas ganancias<sup>13</sup>. Naturalmente, una empresa que refleja en sus balances bajos márgenes no

---

<sup>12</sup> Informe Especial “Financiamiento productivo en Pyme industriales”. Octubre 2015

<sup>13</sup> Existe en la Argentina la complejidad de que los estados contables no se pueden ajustar por inflación, llevando muchas veces a las empresas a tributar impuestos por ganancias que no fueron tales. Esta cuestión puede ser uno de los motivos de la distorsión que a veces tienen los estados contables de las empresas.

termina siendo un crédito tentador para los inversores del mercado de capitales. Este tipo de desorden contable es lo que muchas veces causa que queden excluidas de las mejores opciones de financiamiento.

### **3.4 Falta de estructura organizativa y cultura organizacional**

Las pequeñas y medianas empresas se caracterizan por ser empresas con estructuras de tipo familiar en donde no existe un claro predominio del concepto de *management* financiero. Su administración tiende a estar en manos de sus propietarios, quienes centralizan, de manera casi absoluta, la toma de decisiones.

La información de tipo financiera suele ser generada por los mismos propietarios o bien por contadores externos contratados a ese fin; en general las empresas carecen del personal profesional adecuado para un eficiente gerenciamiento financiero.

A su vez, con frecuencia pueden carecer además de sistemas de información apropiados. La profundidad y detalle con el que la información de esta índole se prepara responde, principalmente, a los requerimientos de quien sea su destinatario final, habitualmente entidades bancarias o autoridades fiscales.

Es por esto que, al considerar el mercado de capitales como alternativa financiera, la capacidad de las Pymes de generar la información necesaria para cumplimentar con los requerimientos informativos que de ello se desprende no sea un tema menor. Por un lado, por el costo que implica la generación de este tipo información (que puede llegar a alcanzar niveles difíciles de afrontar para una Pyme). Pero además por la obligación que nace de hacer pública la información relativa al desempeño de sus negocios, a lo cual los directivos de estas empresas tienden a mostrarse reacios.

Si bien los regímenes informativos pueden variar de un instrumento a otro (variando también su carga), no deja de ser, en ningún caso, una consideración a tener en cuenta. Por mencionar un ejemplo, una Pyme que busca emitir títulos de deuda (ON) debe presentar ante CNV Balance Anual y, trimestralmente, Estado de movimientos de fondos, Estado de Situación Patrimonial, y Estado de Resultados limitados, todos ellos auditados por contador público independiente y/o con revisión limitada en caso de tratarse de estados trimestrales<sup>14</sup>. A su vez, la sociedad debe informar todos aquellos aspectos del negocio o societarios que puedan ser considerados relevantes para la empresa (como ser cambios en la composición accionaria, compraventa de empresas o activos centrales para la actividad, etc.). Es lógico suponer que a medida que aumente la complejidad del instrumento, como ser la apertura del capital mediante la emisión de acciones, la empresa deberá atender mayores requerimientos que los ya mencionados.

Resulta relevante aclarar en este punto que, en pos de favorecer el desarrollo del mercado de capitales Pyme, los requerimientos de información impuestos a las pequeñas empresas han intentado ajustarse al menor tamaño de las mismas y difieren de los requerimientos exigidos a

---

<sup>14</sup> La información trimestral no es exigida para las recientemente lanzadas ON Simples.

las empresas de mayor tamaño. Sin embargo, esto no parece ser suficiente para sortear esta dificultad.

### **3.5 Calificaciones crediticias de Pymes bajas (en relación a las de grandes empresas)**

Como ya se planteó anteriormente, para colocar satisfactoriamente valores negociables en el mercado, es necesario que los mismos estén calificados por una calificadora de riesgo.

En la práctica, aquellos títulos que presentan las peores calificaciones quedan relegados frente a los de mejores calificaciones y no siempre logran colocarse en su totalidad.

Por las características inherentes a las pequeñas empresas, los productos que las mismas negocian en el mercado de capitales no suelen alcanzar niveles de calificación comparables a aquellos que sí logran los títulos emitidos por empresas de mayor envergadura. Si bien esta diferencia de calificaciones debiera ser suplida por las mayores tasas que debieran ofrecer los productos más riesgosos, como se verá más adelante, esto no siempre sucede en el caso de productos Pymes. Es por esta razón que ante igualdad (o escasa diferencia) de tasas, los inversores generalmente optarán por aquellas alternativas de inversión que representen un menor riesgo.

## **4. Incidencia de la demanda en el nivel de valores Pymes negociados**

Cabe plantearse también, si además de los factores ya mencionados en los párrafos precedentes existen otras causales, no relacionadas con la falta de incentivos para que las pequeñas empresas opten por el financiamiento bursátil como alternativa, por las cuales el mercado de capitales Pymes presenta un exiguo desarrollo.

La escasez (o bien casi inexistencia) de inversores institucionales privados que busquen invertir genuinamente sus fondos en títulos Pyme es un punto clave a tener en cuenta.

Es necesario aclarar al respecto que, en línea con lo establecido en la Resolución 509/07 de la Comisión Nacional de Valores, los valores negociados emitidos por Pymes únicamente pueden ser adquiridos por inversores calificados, siendo los mismos los comprendidos en el siguiente detalle:

- a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.
- b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.
- c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.
- d) Agentes de bolsa y agentes o sociedades adheridas a entidades autorreguladas no bursátiles.

- e) Fondos Comunes de Inversión.
- f) Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a Pesos trescientos cincuenta mil (\$ 350.000.-).
- g) En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a Pesos setecientos mil (\$ 700.000.-).
- h) Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.

No siendo exigible el patrimonio neto mínimo fijado en los incisos f) y g) en los supuestos de emisiones garantizadas en 75%, como mínimo, por una Sociedad de Garantía Recíproca o institución que reúna las condiciones establecidas por el Banco Central de la República Argentina para las entidades inscriptas en el Registro de Sociedades de Garantía Recíproca, o se trate de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la entidad autorregulada donde se vayan a inscribir los valores representativos de deuda.

Dentro de este grupo, son los Fondos Comunes de Inversión (FCI), particularmente los que califican como Fondos Comunes de Inversión Pyme, los principales demandantes de títulos Pyme.

La creación de un régimen especial para productos de inversión colectiva que destinen sus fondos al financiamiento Pyme, surge como un intento de promoción para el acceso al mercado de capitales de pequeñas y medianas empresas.

Se entiende por FCI Pyme a aquellos que establece la Resolución General CNV 654/16:

“Artículo 21 – Los Fondos Comunes de Inversión, cuyo objeto especial de inversión lo constituyan instrumentos destinados al financiamiento de Pymes, se regirán por el régimen especial que se desarrolla seguidamente y por las disposiciones aplicables en general para los Fondos Comunes de Inversión abiertos:

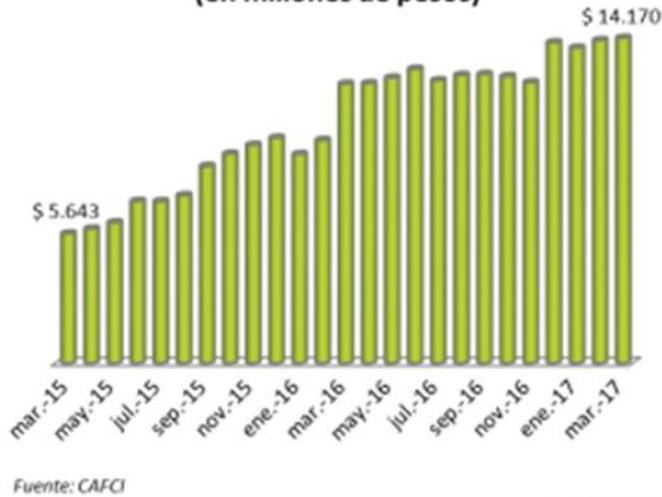
- a) El setenta y cinco por ciento (75%), como mínimo, del haber del Fondo deberá invertirse en valores negociables emitidos por Pymes y/o valores negociables emitidos por otras entidades cuya emisión tenga como objetivo o finalidad el financiamiento de Pymes.”

#### **4.1 Comportamiento de los fondos calificados como Pymes**

Siendo estos fondos el principal demandante de productos Pyme, interesa analizar entonces la evolución y el comportamiento de sus patrimonios.

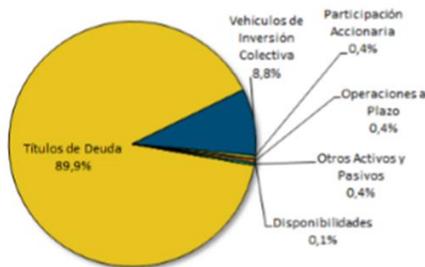
En los últimos 12 meses, la evolución de esta clase de fondos presentó un incremento de \$8.527 millones, representando una suba del +151%. Al mes de abril 2017 (y desde diciembre 2016), existen 29 fondos vigentes en nuestro país.

## Evolución del Patrimonio de los Fondos PyMEs (en millones de pesos)

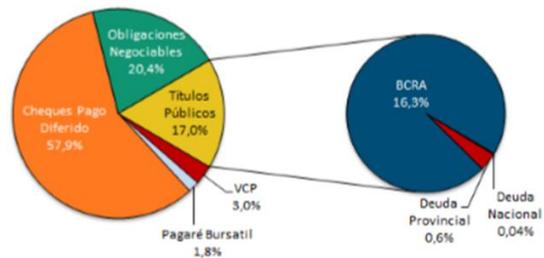


Estos fondos tienen sus patrimonios invertidos un 89,9% en Títulos de Deuda, principalmente Cheques de pago diferido, Obligaciones Negociables y Títulos Públicos en menor medida.

### Fondos PyMEs



### Composición de los Títulos de Deuda



Los 10 FCI Pymes más importantes concentran el 77,9% del patrimonio total de FCI Pymes.

En primer lugar, y con un patrimonio significativamente superior al de los demás fondos, se encuentra Pellegrini Empresas Argentinas Pymes, con un patrimonio de \$1.019 MM. Respecto de los restantes nueve fondos, los mismo poseen un patrimonio que oscila entre \$450 MM y \$260 MM.

Resulta lógico a raíz de esto preguntarse quienes son los sujetos que invierten en las cuotapartes de estos fondos. Como respuesta a este planteo, se encuentra que los principales demandantes son las aseguradoras; esto en virtud de la obligación impuesta a las mismas por el nuevo inciso "L" de la Resolución 39.647 de la Superintendencia de Seguros de la Nación de invertir como mínimo un 3% y como máximo un 20% del total de sus inversiones (excluido inmuebles) en cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión Pyme autorizados debidamente por la CNV.

Esta imposición no es menor, pues ha llegado a distorsionar de manera muy significativa las tasas a las cuales se negocian estos productos. Un ejemplo muy ilustrativo de esto se dio a

principios del año 2016, cuando la Superintendencia de Seguros de la Nación (ente regulador de las aseguradoras) hizo optativa las disposiciones que obligaban a las aseguradoras a invertir en activos de la economía real al modificar el inciso K del artículo 38 del Reglamento General de la Actividad Aseguradora (inciso que estaba destinado a respaldar inversiones en títulos de deuda, fideicomisos financieros, cheques de pago diferido avalados por SGR y fondos comunes de inversión Pyme). La venta masiva de las tenencias en FCI sumado al freno de la demanda de estos instrumentos generó como consecuencia inmediata la suba de tasas de los cheques de pago diferido emitidos por Pymes, que calificaban como como activos inciso K en los FCI. Tal fue así que dichas tasas pasaron de 20% a 90 días a tasas promedio de 30%-35% a 90 días al día siguiente, esto es un salto de 10 puntos porcentuales. A raíz de esto, el ente regulador reglamentó mediante el inciso L de la resolución 39.647 la obligación de invertir un mínimo de la cartera en cuotapartes de fondos comunes de inversión Pyme de manera de frenar los rescates que se venían efectuando. Con este nuevo cambio normativo, las tasas bajaron en una semana al rango del 27%-32% a 90 días.

Cabe preguntarse por qué los títulos negociados por Pymes no hallan demasiado margen dentro de las estrategias de inversión de inversores institucionales y depende su colocación, de manera casi exclusiva, de una demanda que existe principalmente en pos de una regulación normativa de carácter ineludible para determinados agentes de la economía. Esto puede ser una consecuencia, al menos en parte, del relativamente bajo volumen de las emisiones y la iliquidez de este tipo de productos en mercados secundarios. Pero, además, puede deberse al hecho de que está imposición distorsiona a tal punto las tasas que las mismas pierden atractivo en la relación riesgo-tasa. Es posible asumir que las empresas Pyme representan un riesgo mayor que grandes compañías y debieran por esto pagar una mayor tasa. Sin embargo, una demanda obligada puede generar una baja de tasas, convirtiendo a estos productos en poco atractivos para demás agentes.

#### **4.2 Efecto “crowding out”**

Otra razón por la cual los títulos negociados por Pyme no hallan una demanda genuina puede deberse al denominado efecto crowding out de mercado. El crowding out (o efecto desplazamiento en español) consiste en el desplazamiento del sector privado de la economía por parte del sector público, en otras palabras el crédito otorgado a privados se desvía en pos de prestarle al sector público. Esto se da, lógicamente, a raíz de la intervención del Estado en determinados sectores de la economía.

Con el objetivo de frenar la suba de la inflación y el tipo de cambio, el gobierno actual ha adoptado como estrategia de política monetaria incrementar las tasas de interés de las letras emitidas por el Banco Central (Lebacs)<sup>15</sup>. El fuerte aumento de las tasas sumado al riesgo casi nulo asociado a estas letras, llevó a que el sistema financiero destine su exceso de liquidez a financiar al Estado. La contracara de ello es la disminución y encarecimiento de las líneas de créditos dirigidas al

---

<sup>15</sup>Deuda emitida por la entidad monetaria a corto plazo (de 36 a 252 días) generalmente en pesos.

sector privado. Frente a tasas que alcanzaron en el 2016 hasta un 38%, el crédito al sector privado se paralizó.

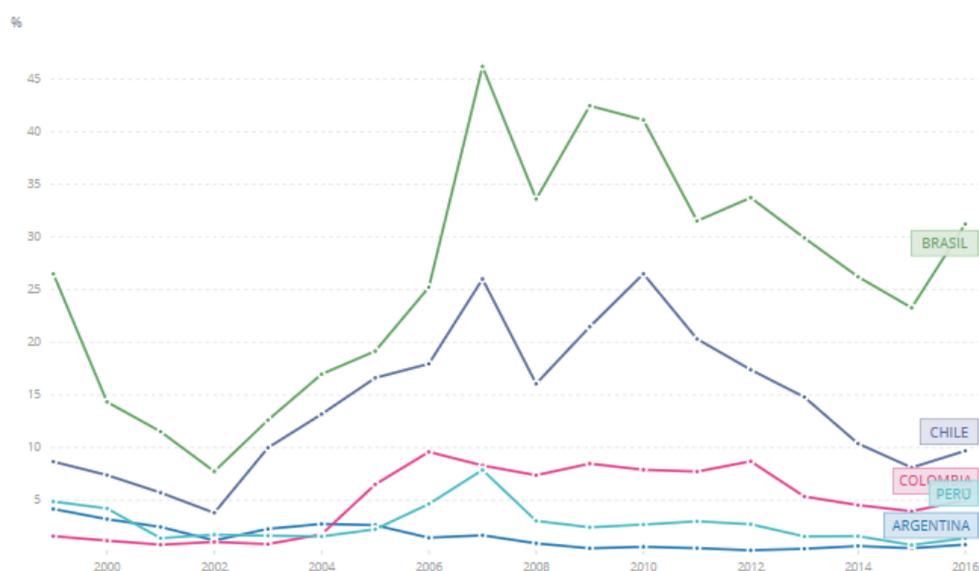
## **Parte III -Cuestiones referentes al mercado de capitales argentino en general**

Otra cuestión que no puede dejar de tenerse en cuenta es el hecho de que el mercado de capitales en Argentina es chico y poco profundo en general, con un horizonte temporal de corto plazo y bajos niveles de capitalización. Resulta entonces interesante plantear la posibilidad de que el escaso desarrollo del mercado de capitales para Pymes sea una mera consecuencia del escaso desarrollo del mercado de capitales argentino en general.

Si se compara, a través de diferentes indicadores, el tamaño (que asimilamos a la importancia) de nuestro mercado en comparación con el de otros países vecinos, ya sea de tamaños similares o de una estructura social y económica parecida a la de la Argentina, se puede apreciar el escaso desarrollo que ha tenido esta alternativa de financiación.

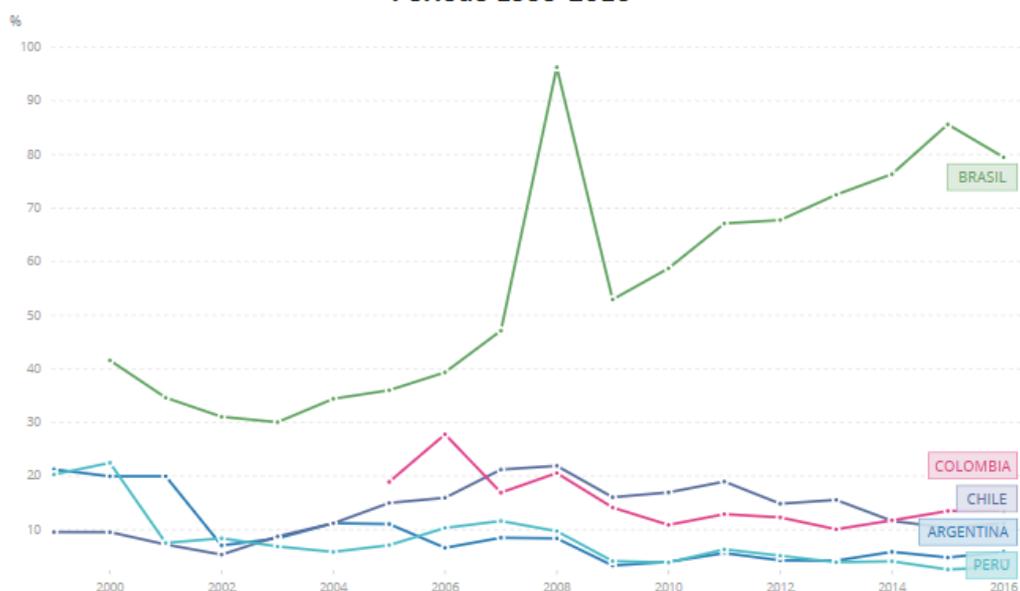
El primer gráfico muestra el volumen negociado en relación al producto bruto de diferentes países y el segundo la liquidez del mercado, medida como el monto negociado en acciones en un año sobre el valor total de capitalización bursátil. Si bien pueden existir otros indicadores o medidas para observar lo planteado, los aquí tomados en cuenta muestran de manera clara, para observaciones del período que va de 1999 a 2016, el punto en cuestión.

**Volumen anual negociado en acciones negociadas (como % de PBI)  
Período 1999-2016**



Fuente: Banco Mundial (data.worldbank.org)

### Liquidez (turnover ratio) Período 1999-2016



Fuente: Banco Mundial (data.worldbank.org)

Los motivos que subyacen a esta realidad podrían por sí mismos explicar la dificultad de las Pymes para acceder al mercado de capitales. Sin embargo, nos es hoy incierto determinar si una vez despejadas las variables que impiden un desarrollo propicio del mercado de capitales para grandes empresas se allanaría el camino también para las Pymes o, si la suerte de las Pymes para tener acceso a este canal depende de factores adicionales, o quizás diferentes, al de las empresas de mayor envergadura.

## **Conclusiones**

No hay dudas de que las Pymes son el motor económico de nuestro país. A pesar de esto, alcanzar los niveles de financiamiento necesarios es una problemática aún vigente en el sector. Tal como se expuso anteriormente, queda claro que el mercado de capitales en Argentina lejos está de ser un mercado atractivo. Su tamaño, escaso desarrollo y falta de profundidad hacen del mismo una alternativa poco recurrente entre las empresas de nuestro país, independientemente de su tamaño, a la hora de analizar opciones de fondeo.

En los países desarrollados, el mercado de capitales es la conclusión lógica de cualquier empresa para conseguir fondos. También, es el canal a través del cual se canaliza el ahorro de la sociedad. En nuestro país no necesariamente se produce este ciclo virtuoso en su sentido más estricto.

De todas maneras, las empresas de menor tamaño suelen ser las que enfrentan los mayores obstáculos para lograr acceder al mercado de capitales.

Si bien existen diversas causales por las cuales el acceso y permanencia del segmento Pyme al mercado de capitales es comparativamente más bajo, no se ha podido determinar a ciencia cierta con este trabajo en qué medida los factores descriptos impactan en la decisión de una empresa Pyme de buscar canales de financiamiento distintos del mercado capitales. Pero sí se puede concluir, al menos, que el conjunto de todos ellos logra alejarlas de este medio.

No se puede dejar de mencionar que a lo largo de los años este problema es y ha sido parte de la agenda de las autoridades estatales y bursátiles. Con frecuencia se ha buscado facilitar la participación de las pequeñas y medianas empresas mediante una serie de regulaciones que contemplan desde exenciones arancelarias y flexibilidad en los regímenes informativos a cumplimentar hasta la simplificación de procesos y trámites. Sin embargo, estas medidas han probado ser cuanto mucho insuficientes pues la participación del segmento Pyme en el mercado prácticamente no ha mejorado.

A pesar de ello, es sumamente importante que estos esfuerzos se sigan sucediendo y no sean dejados de lado. Probablemente, de seguir incentivando al sector a que participe más activamente en el mercado, algún día se logrará un mercado de capitales más maduro, que apuntale el crecimiento productivo de las Pyme, canalizando el ahorro de la población y consolidando el crecimiento de nuestra economía.

## **Bibliografía**

- BEB CZUK, Ricardo N. (2010) *Acceso al financiamiento de las PYMES en Argentina: estado de situación y propuestas de política*. Septiembre
- BLEGER, Leonardo y ROZENWURCEL, Guillermo (2000) *Financiamiento a las Pymes y cambio estructural en la Argentina. Un estudio de caso sobre fallas de mercado y problemas de información*. Junio
- CAFCI (2017) *Informe mensual sobre la industria de Fondos Comunes de Inversión Abiertos*. Marzo
- COCCO, Juan Manuel (2016, 20 de octubre) *Pymes: una bolsa de fondos*. El Cronista
- COHEN ARANZI, Marcos y BARALLA, Gabriel (2012) *La situación de las Pymes en América Latina*. Abril
- COMISION NACIONAL DE VALORES (2017) *Financiamiento Pyme – Informe Trimestral*. Marzo
- COMISION NACIONAL DE VALORES (2017) *Financiamiento en el mercado de capitales – Informe Mensual*. Marzo
- CUCCHIARO, María Lucrecia (2016) *Pyme acceso a mercado de capitales*. Julio
- DALTO, Verónica (2016, 19 de enero) *Eliminan las inversiones compulsivas para las aseguradoras y los fondos*. El Cronista
- FUNDACION OBSERVATORIO PYME (2016) *Informe Anual*. Septiembre
- FUNDACION OBSERVATORIO PYME (2015) *Financiamiento productivo en Pymes industriales - Informe Especial*. Octubre
- IAMC (2016) *Resumen de mercado – Informe Mensual*. Diciembre
- IAMC (2017) *Resumen de mercado – Informe Mensual*. Enero
- IAMC (2017) *Financiamiento a través del Mercado de Capitales*. Febrero
- IAMC (2017) *Resumen de mercado – Informe Mensual*. Febrero
- IAMC (2017) *Resumen de mercado – Informe Mensual*. Marzo
- OICV-IOSCO (2015) *Sme financing through capital markets – Final Report*. Julio
- ORLANDI, Pablo *Un análisis de las alternativas de financiación para las Pyme exportadoras*.
- WORLD BANK OPEN DATA (2016) *World Federation of Exchanges database*  
[www.data.worldbank.org](http://www.data.worldbank.org)

## **Agradecimientos**

Aprovecho este espacio para agradecer a la Bolsa de Comercio de Rosario por la formación brindada durante todas las etapas de este Programa.

De manera especial, quiero agradecer a mi tutor Federico Giardini por su trato, su buena predisposición y por brindar su gran experiencia y conocimiento a la hora de la realización del presente trabajo.