



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO

FCE
FACULTAD DE
CIENCIAS ECONÓMICAS

Licenciatura en Administración

Instrumentos de financiación para Pymes en el Mercado de Capitales

Trabajo de investigación

Por

Matías Biffi

Profesor Tutor

Alejandro Bartolomeo

Mendoza - 2019

Resumen:

En el presente trabajo lo que se busca es hacer un análisis de cómo es actualmente la participación de las Pymes en el mercado de capitales Argentino. Mercado que en este último tiempo se ha desarrollado en mayor medida a comparación de años anteriores, lo cual es muy beneficioso para las Pymes argentinas, ya que les brinda una posibilidad más de financiamiento.

El análisis comienza, con una serie de definiciones y conceptos acerca de que se denomina hoy como Pyme y como es la categorización de las mismas en base a sus ventas anuales y número de personal. Además se describen brevemente cuales son los principales organismos que participan dentro del mercado de capitales de Argentina.

El trabajo continua con una investigación sobre cuáles son las principales opciones que brinda hoy el mercado de capitales para las Pymes, sus ventajas y desventajas y cuáles de estas opciones son las más utilizadas en el marco de volatilidad que opera hoy el mercado Argentino.

Al final del trabajo se realiza un caso práctico para comparar 2 herramientas del mercado de capitales y un crédito bancario. El objetivo es poder ver con esto, cuales son los costos en los que se incurre cuando se accede a estas opciones, y cuál de ellas puede ser más beneficiosa para las empresas desde el punto de vista económico.

Podremos observar en los resultados, como las Pymes gracias al desarrollo del Mercado de Capitales argentino, han obtenido una nueva alternativa de financiamiento más conveniente que el mercado financiero actualmente.

Mercado de Capitales – Pymes – Mercado financiero – Crédito Bancario – Financiamiento

INTRODUCCION.....	1
CAPITULO I: PRINCIPALES DEFINICIONES Y ACTORES INTERVINIENTES.....	1
1) DEFINICION DE PYME	1
2) CATEGORIZACION PYME	1
3) PRINCIPALES CONCEPTOS Y ACTORES EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO	2
3.1) El Mercado de Capitales en Argentina	2
CAPITULO II: PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO.....	5
1) FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE CAPITALES.....	5
1.1) FINANCIAMIENTO TOTAL EN EL MERCADO DE CAPITALES	5
Cuadro N°1) Financiamiento total por instrumento – Diciembre 2018.....	5
Cuadro N°2) Financiamiento Acumulado 2018	6
Cuadro N°3) Financiamiento Acumulado 2018 Pyme	7
2) PRINCIPALES INSTRUMENTOS UTILIZADOS EN EL MERCADO DE CAPITALES	8
2.1) FIDEICOMISO FINANCIERO (FF)	8
Colocaciones Diciembre 2018	10
Cuadro N°2) MONTO DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS COLOCADOS POR SECTOR	11
2.2) OBLIGACIONES NEGOCIABLES.....	12
Cuadro N°1) Obligaciones negociables colocadas por sector – Diciembre 2018	14
Cuadro N°2) MONTO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES ACUMULADAS 17/18	15
2.3) CHEQUE DE PAGO DIFERIDO.....	16
Negociación Diciembre 2018.....	17
Cuadro N°3) NEGOCIACIÓN ACUMULADA DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO.....	18
2.4) PAGARE AVALADO	19
Negociación Diciembre 2018.....	19
Evolución Mensual.....	19
3) FINANCIAMIENTO TOTAL PYME POR INSTRUMENTO	21
4) DESARROLLO DE LAS SOCIEDADES DE GARANTIA RECIPROCA (SGR)	22
Principales ventajas	24
Cuadro N°1) Composición riesgo vivo por industria en la región	25
CAPITULO III: CASO PRÁCTICO	27
1) DESARROLLO.....	27

1.1)	OBLIGACIONES NEGOCIABLES.....	27
1.2)	CHEQUE DE PAGO DIFERIDO.....	32
1.3)	PRESTAMO BANCARIO.....	33
2)	CONCLUSIONES SOBRE EL EJEMPLO PRÁCTICO.....	35
3)	CONCLUSIONES GENERALES	36
Anexos		37
Anexo I.....		37
Anexo II		44
Bibliografía		51

INTRODUCCION

En el presente trabajo lo que se busca es hacer un análisis de cómo es actualmente la participación de las Pymes en el mercado de capitales Argentino. Esto es importante porque las Pymes son el sostén de la economía Argentina. Actualmente las pequeñas y medianas empresas, representan el 99% de las empresas del país, y generan más del 70% del empleo nacional. Si bien el Mercado de capitales ha crecido en el último tiempo, sigue siendo uno de los menos desarrollados en la Región y tiene mucho por crecer todavía. Por estos motivos es fundamental para la economía de Argentina, que las pequeñas y medianas empresas crezcan de manera sostenida en el tiempo, no se vean afectadas por la actualidad económica del país y puedan contar con todas las alternativas de financiamiento posibles que brindan los mercados.

CAPITULO I: PRINCIPALES DEFINICIONES Y ACTORES INTERVINIENTES.

En este capítulo se hará una breve descripción de las principales definiciones que tendremos en cuenta para el desarrollo del trabajo y de los actores que son intervinientes en el Mercado de Capitales.

1) DEFINICION DE PYME

La pequeña y mediana empresa o pyme (conocida también por el acrónimo PyME, lexicalizado como pyme, o por la sigla PME)¹ es una empresa que cuenta con ciertos límites ocupacionales y financieros prefijados por los Estados o regiones. Las pymes son agentes con lógicas, culturas, intereses y un espíritu emprendedor específicos. También existe el término MiPyME (acrónimo de "micro, pequeña y mediana empresa"), que es una expansión del término original, en donde se incluye a la microempresa.

Fuente: (https://es.wikipedia.org/wiki/Peque%C3%B1a_y_mediana_empresa)

Las pequeñas y medianas empresas son entidades independientes, con predominancia en el mercado comercial, quedando con participación reducida en el mercado industrial por las grandes inversiones necesarias y por las limitaciones que impone la legislación en cuanto al volumen de negocio y de personal. Si son superados convierten, según la ley, a una microempresa en una pequeña empresa, o una mediana empresa se convierte automáticamente en una gran empresa. Por todo ello una pyme nunca podrá superar ciertas ventas anuales o una determinada cantidad de personal.

2) CATEGORIZACION PYME

El Ministerio de Producción establece la categoría de las PyMEs de acuerdo a la actividad declarada, a los montos de las ventas totales anuales de cada empresa y a la cantidad de empleados.

Si las categorías que arrojan las dos tablas no coinciden, se tomará en cuenta la categoría más elevada.

Para las empresas que realicen actividades de comisión o consignación, se tomará sólo la variable empleo. Esto les permitirá encuadrarse dentro de la categoría que más se ajuste a su tamaño real.

Cuadro N°1: Categorización según monto de facturación

CATEGORIZACION SEGÚN VENTAS ANUALES						
CATEGORIA	ACTIVIDAD					
	CONSTRUCCION	SERVICIOS	COMERCIO	MINERIA E INDUSTRIA	AGROPECUARIO	
	MICRO	12.710.000	6.740.000	23.560.000	21.990.000	10.150.000
	PEQUEÑA	75.380.000	40.410.000	141.680.000	157.740.000	38.180.000
	MEDIANA 1	420.570.000	337.200.000	1.190.400.000	986.080.000	272.020.000
MEDIANA 2	630.790.000	481.570.000	1.700.590.000	1.441.090.000	431.450.000	

Fuente: (<https://www.argentina.gob.ar/noticias/nuevas-categorias-para-ser-pyme-3>)

Cuadro N°2: Categorización según cantidad de empleados

CATEGORIZACION SEGÚN CANTIDAD DE EMPLEADOS						
CATEGORIA	ACTIVIDAD					
	CONSTRUCCION	SERVICIOS	COMERCIO	MINERIA E INDUSTRIA	AGROPECUARIO	
	MICRO	12	7	7	15	5
	PEQUEÑA	45	30	35	60	10
	MEDIANA 1	200	165	125	235	50
MEDIANA 2	590	535	345	655	215	

Fuente: (<https://www.argentina.gob.ar/noticias/nuevas-categorias-para-ser-pyme-3>)

3) PRINCIPALES CONCEPTOS Y ACTORES EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO

3.1) El Mercado de Capitales en Argentina

El Mercado de Capitales comprende, la transferencia original o primaria, de recursos a mediano y largo plazo y de capital de riesgo que tiene lugar vía el sistema bancario y financiero y a través de los Mercados de Valores. Asimismo, comprende el mercado de negociación o secundario de estos valores. En Argentina están regidos por la Ley de Mercados de Capitales, que “regula la oferta pública de valores, cualesquiera que éstos sean, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de control”, habiéndose creado la “Comisión Nacional de Valores que es el encargado de promover, regular y supervisar el mercado de capitales”, que es la que tiene el control sobre los valores objetos de oferta pública.

Fuente (Erpen, Mónica, “Mercado de capitales: manual para no especialistas” Editorial 2010)

El Mercado de Capitales de ser concebido como uno de los factores determinantes para el desarrollo productivo, es por eso que tiene gran importancia para nuestro bienestar. Su organización es la que permite que el dinero del público inversor, se canalice hacia quienes necesiten del mismo para implementar sus proyectos de crecimiento, ya sea el Estado o las Empresas.

A través de la oferta pública que realizan las Empresas y el Estado, los inversores pueden acceder la compra de cualquier tipo de título valor.

El Mercado de Capitales constituye una alternativa de financiamiento estable, económica y complementaria al autofinanciamiento y el financiamiento proveniente del sistema bancario, a través de distintos instrumentos financieros, que de acuerdo a sus características individuales implican distintos niveles de riesgo.

Los mismos se clasifican en tres grandes grupos: Instrumentos de Renta Fija, Instrumentos de Renta Variable e Instrumentos Derivados.

Estos se detallan a continuación: Fuente (Erpen, Mónica, “Mercado de capitales: manual para no especialistas” *Editorial 2010*):

- **Instrumentos de renta fija:** tales como títulos públicos, obligaciones negociables y valores de deuda fiduciaria permiten obtener un beneficio periódico conocido por el inversor al momento de la emisión y/o compra.
- **Instrumentos de renta variable:** son otro tipo de renta brindada por el mercado de capitales, en la que existe un cronograma de pagos futuros desconocidos para el inversor en un primer momento. Es el caso de las acciones, fondos comunes de inversión y certificados de participación.
- **Instrumentos derivados:** se caracterizan porque su valor depende de otro activo o índice (bonos, divisas, materias primas, etc.), al que se denomina subyacente. Su función principal es distribuir el riesgo que resulta de movimientos inesperados en el precio del subyacente entre los participantes que quieren disminuirlo y aquellos que deseen asumirlo. Entre ellos, contratos futuros, opciones y swaps.

El Mercado de Capitales, o en Argentina también llamado Sistema Bursátil Argentino, tiene por finalidad la negociación (compra, venta) de activos financieros, y está integrado por varias instituciones, cada una de ellas con una función específica y fundamental para lograr la seguridad en las inversiones, las cuales se detallan a continuación:

- **Comisión Nacional de Valores:** Creada por la Ley de Oferta Pública Número 17.811 para velar por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores.
- **Bolsa de Comercio:** Está legalmente autorizada para admitir, suspender y cancelar la cotización de valores negociables, según sus propios reglamentos, aprobados por la Comisión Nacional de Valores. En Argentina existen varias Bolsas de Comercio con y sin Mercados Adheridos.
- **Mercado de Valores:** Entidad privada constituida como sociedad anónima. Registra, monitorea y liquida las operaciones negociadas por sus accionistas, y garantiza algunas de esas operaciones.

Se dividen en mercados primarios y secundarios, separando la fase de emisión de valores y la de su negociación. Los mercados primarios son aquellos en los que los activos financieros intercambiados son de nueva creación. Los oferentes de títulos en el mercado son las entidades necesitadas de recursos financieros y que acuden a este mercado a emitir sus títulos, por el lado de los demandantes se encuentran los inversores, que con excedentes de recursos financieros acuden a estos mercados a adquirir títulos.

Los títulos son emitidos en el mercado primario que sirve para la captación de ahorro y que supone por tanto la captación de nueva financiación y posteriormente los valores ya adquiridos se negocian en el mercado secundario que vendría a ser un mercado de segunda mano o de reventa.

- **Caja de Valores:** Es la única depositaria del país que bajo la figura del depósito colectivo, efectúa la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, facilitando las transacciones de los mismos en el marco de seguridad y privacidad exigido por la ley 20.643 y normas complementarias, bajo el contralor de la Comisión Nacional de Valores.
- **Banco de Valores:** Entidad financiera bajo la regulación del BCRA, creado principalmente para la liquidación de operaciones de forma eficiente y segura entre las contrapartes y el Mercado de Valores.
- **Agentes y Sociedades de Bolsa:** Accionista de algún mercado de la Argentina, intermediario por el cual el interesado final puede operar en el Mercado de capitales. La empresa se inscribe en la CNV y solicita la autorización correspondiente. Una vez realizado esto y provista la misma, acuden al mercado primario mediante agentes autorizados esperando que los interesados manifiesten su intención de compra o venta de activos, los cuales una vez negociados serán custodiados por agentes de depósito.

CAPITULO II: PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO.

En el siguiente capítulo, lo que se busca es realizar un análisis de las principales alternativas de financiamiento que brinda el Mercado de Capitales. En el mismo podremos observar cuales son las ventajas y desventajas de financiarse con cada instrumento, y cuáles de ellos pueden aprovechar las Pymes para financiarse en el corto o largo plazo.

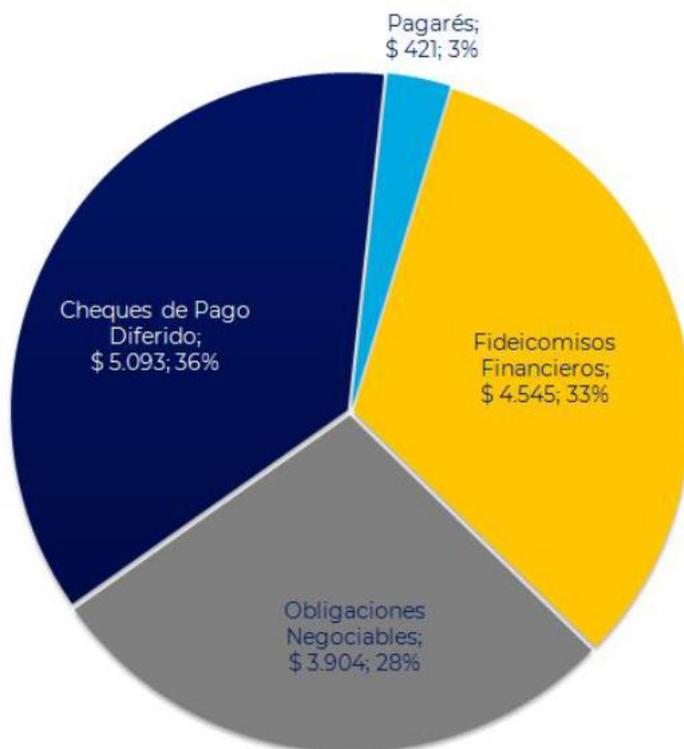
1) FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE CAPITALES

La economía argentina está transitando un complejo panorama. Y uno de mayores problemas que enfrenta tiene que ver con las líneas de crédito más tradicionales, que se resintieron o directamente se cortaron, representando un golpe directo a la actividad de las pymes.

Pese a los vaivenes que afectan las tasas referentes del fondeo empresario, el Mercado Argentino de Valores (MAV) buscó seguir brindando herramientas para garantizar el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas. Entre ellas se destacaron la negociación de cheques de pago diferido y pagarés.

1.1) FINANCIAMIENTO TOTAL EN EL MERCADO DE CAPITALES

Cuadro N°1) Financiamiento total por instrumento – Diciembre 2018



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

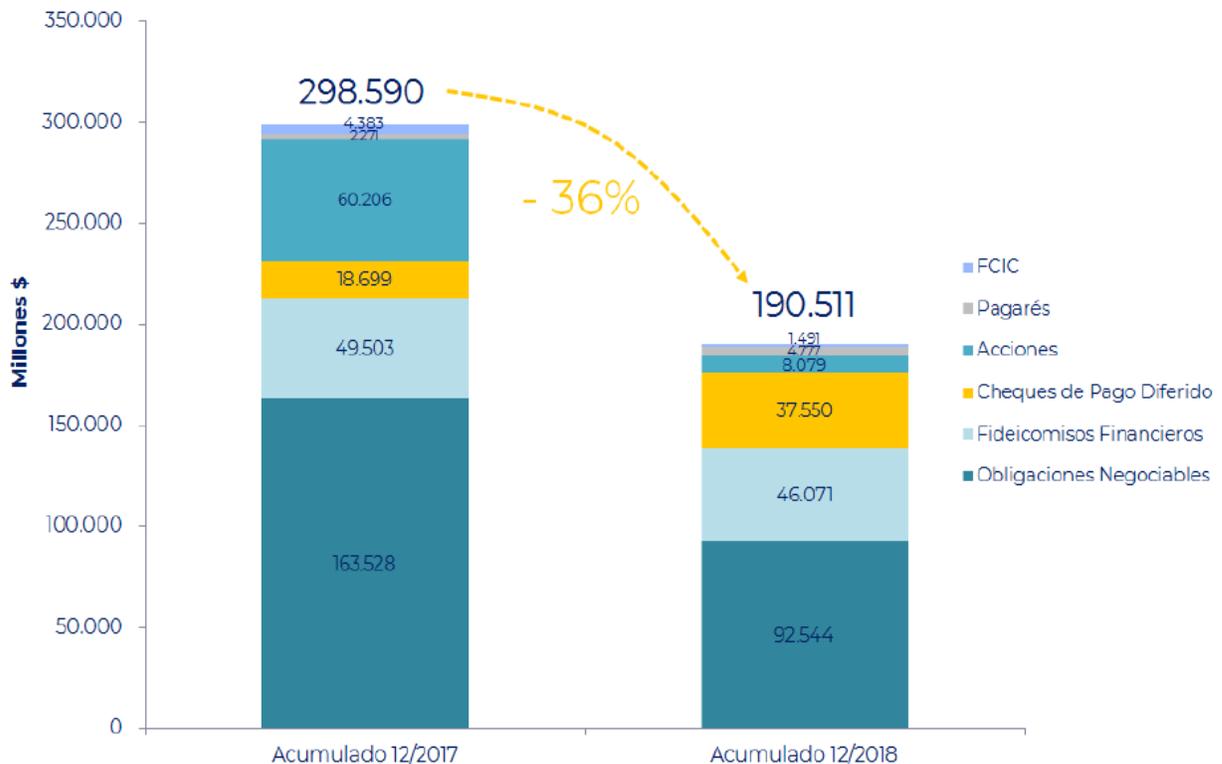
Colocaciones Diciembre 2018

En el mes de diciembre el financiamiento total en el mercado de capitales argentino ascendió a \$13.962 millones, un 33% inferior en términos intermensuales y un 70% menor al observado en el mismo mes del año anterior.

Este financiamiento se compuso de \$5.093 millones emitidos como cheques de pago diferido (36% del total), \$4.545 millones mediante la colocación de fideicomisos financieros (33%), \$3.904 millones en obligaciones negociables (28%) y \$421 millones por medio de la emisión de pagarés avalados (3%).

Cuadro N°2) Financiamiento Acumulado 2018

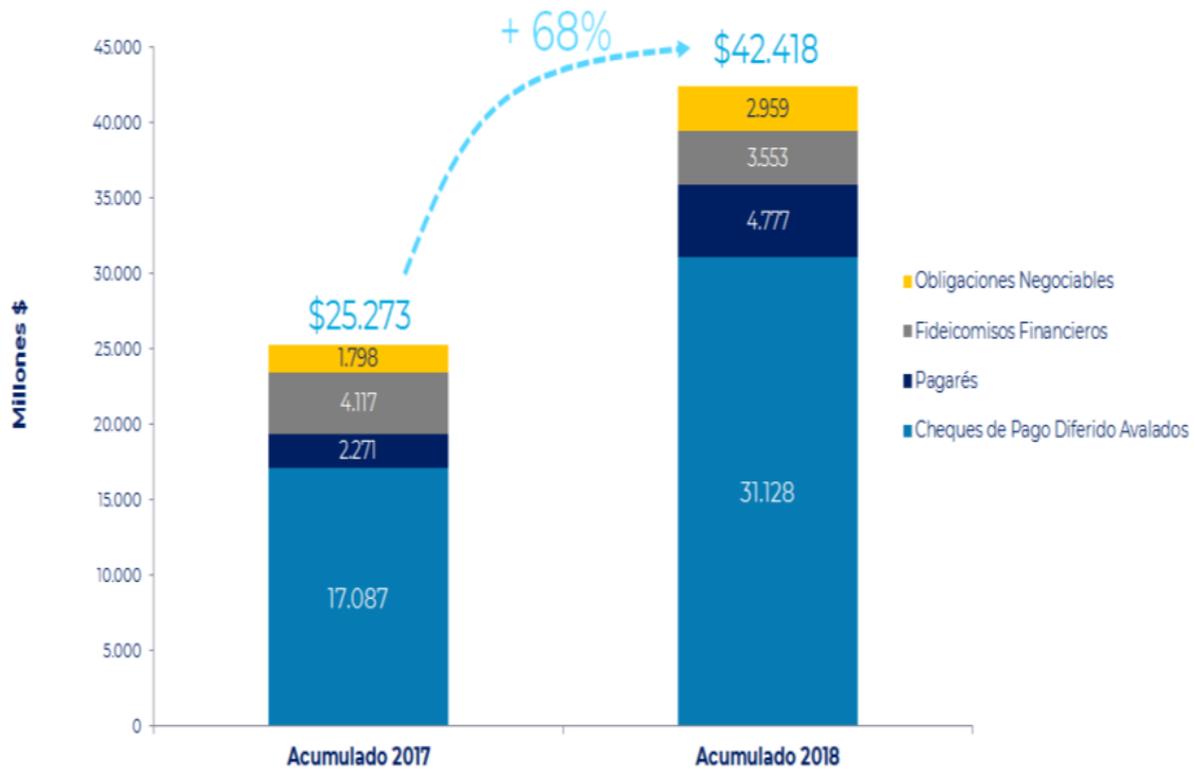
Transcurrido el año 2018, el financiamiento total en el mercado de capitales alcanzó los \$190.511 millones, una variación negativa de 36% respecto al año anterior.



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

Cuadro N°3) Financiamiento Acumulado 2018 Pyme

El financiamiento acumulado obtenido por las PyMEs en el mercado de capitales local a lo largo del año 2018 ascendió a \$42.418 millones, valor que supera en un 68% a los \$25.273 millones del año anterior.



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

Si se realiza una comparación entre el gráfico que muestra el financiamiento acumulado 2018 y el del financiamiento acumulado pyme 2018, es interesante nombrar los siguientes puntos:

- El financiamiento acumulado 2018 disminuyó en un 36% con respecto al año 2017.
- El financiamiento acumulado Pyme 2018 aumentó un 68% en comparación con el año 2017.
- Los cheques de pago diferido han sido el instrumento más utilizado en el año 2018, ya que en ambos gráficos se puede visualizar el incremento de utilización de estos instrumentos.
- En ambos gráficos se visualiza la disminución del Fideicomiso Financiero como alternativa de financiamiento.

2) PRINCIPALES INSTRUMENTOS UTILIZADOS EN EL MERCADO DE CAPITALES

2.1) FIDEICOMISO FINANCIERO (FF)

La Ley 26.994, mediante la cual se sancionó el nuevo Código Civil y Comercial de la República Argentina (y que modificó la Ley de Fideicomiso 24.441), define en su artículo 1666 que “hay contrato de fideicomiso cuando una parte, llamada **fiduciante**, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona, denominada **fiduciario**, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada **beneficiario**, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante **fideicomisario**”.

En este punto, resulta importante distinguir la diferencia entre un fideicomiso financiero y un fideicomiso común. El primero es el que está relacionado con el mercado de capitales, ya que se constituye para realizar un proceso de titulación o securitización de activos con emisión de valores negociables. El segundo, se utiliza para formalizar relaciones comerciales y financieras, no relacionadas con el mercado de capitales.

A partir de estos conceptos, veamos entonces el rol de cada una de las partes:

Fiduciante: es la empresa que busca financiamiento en el mercado de capitales y la “originante” de los activos ilíquidos que se transmiten al fideicomiso para conformar el patrimonio fideicomitado. Este patrimonio, que está separado del de la empresa y por lo tanto aislado de su riesgo de quiebra, se constituye en el respaldo de los valores negociables que emite el fiduciario financiero para ser colocados entre los inversores.

Fiduciario Financiero: es una entidad especializada que cumple el rol de administrar los bienes o activos que la empresa fiduciante transmite al fideicomiso, y de emitir los valores negociables. La administración que realiza el fiduciario financiero es en beneficio de los inversores que compran los valores negociables. Pueden actuar como fiduciarios financieros las entidades financieras y las sociedades autorizadas por la CNV.

Beneficiarios: son los inversores que compran los valores negociables emitidos por el fiduciario financiero y que, por lo tanto, reciben los derechos económicos que surgen de la administración de los bienes o activos transmitidos al fideicomiso.

Fideicomisario: se denomina así al último beneficiario, quien recibe el remanente de los bienes que integran el fideicomiso luego de haberse cumplido con todas las obligaciones previstas en el contrato. Esta figura puede no ser incluida en el contrato cuando se prevea que los destinatarios finales de dichos bienes residuales serán el mismo fiduciante o los beneficiarios.

Emisión

La autorización para realizar oferta pública puede ser solicitada ante la COMISION NACIONAL DE VALORES (CNV) respecto de: Una emisión de valores representativos de deuda o certificados de participación (Fideicomiso Financiero Individual); o un programa global para la emisión de valores representativos de deuda o certificados de participación hasta un monto máximo (Series).

Por cada fideicomiso financiero cuyos valores fiduciarios hayan sido admitidos a la oferta pública el fiduciario presentará:

- Estado de situación patrimonial.
- Estado de evolución de patrimonio neto.
- Estado de resultados.
- Estado de origen y aplicación de fondos.

Nivel de Riesgo

Los valores emitidos por los fideicomisos tienen un riesgo inferior al que tendrían unos bonos emitidos por la entidad fiduciante. El motivo es que el fideicomiso es un patrimonio independiente y separado del balance de la entidad, por lo que no se ve afectado por el riesgo comercial de la misma. Los acreedores de la empresa no tienen ningún derecho sobre los activos integrados en el fideicomiso, de la misma manera los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones asumidas para la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos.

Los pagos de rentas y la devolución del capital a los inversores se realizan con los rendimientos que generan esos activos, que son administrados por la entidad fiduciaria. Es decir, es el propio patrimonio del fideicomiso el que respalda los pagos a los inversores.

Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos

Debido al menor riesgo de los valores de deuda emitidos por los fideicomisos, los rendimientos esperados son inferiores a los de los bonos (de hecho, para las entidades es una forma más barata de financiarse: tienen que pagar menos intereses a los inversores).

Sin embargo, cada emisión de deuda fiduciaria tiene sus propias condiciones (detalladas en el prospecto de emisión), entre las que se encuentra la tasa de interés, que puede ser fija o variable, y las fechas de pago. Según los proyectos financiados pueden encontrarse diferentes combinaciones de riesgo, rentabilidad y plazo, por lo que es posible encontrar valores de deuda fiduciaria adecuados para distintos perfiles de inversores.

En mejora de las posibilidades de cobro, los valores fiduciarios pueden contar con otras garantías, entre ellas: asignación de bienes adicionales al fideicomiso de manera que exista una sobre cobertura de riesgos, garantías personales por parte del fiduciante o un tercero, garantías reales y/o afectación de bienes a un fideicomiso de garantía.

Extinción

El fideicomiso financiero se extingue por el cumplimiento del plazo o la condición a que se hubiere sometido o el vencimiento del plazo máximo legal (30 años).

Ventajas:

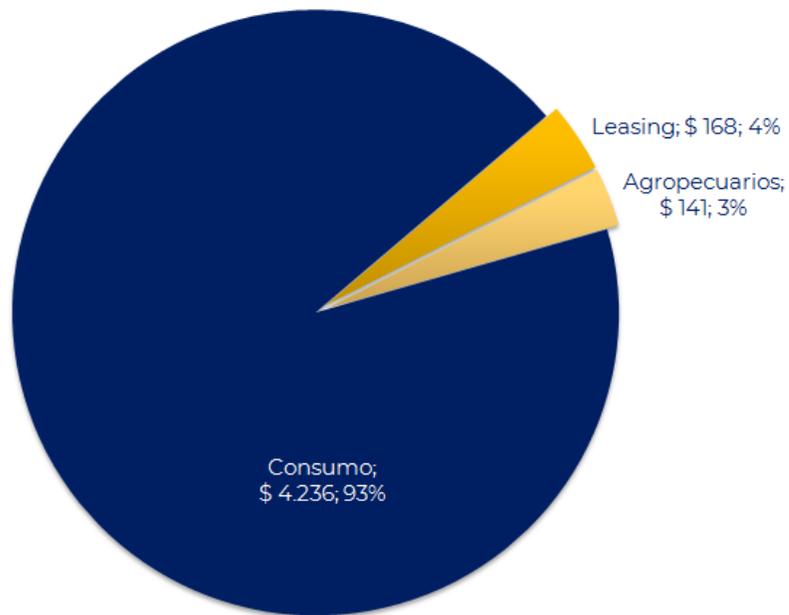
Algunas de las ventajas principales que genera la utilización de estos instrumentos es la recuperación de liquidez y la posibilidad de derivar a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos. Además, esta herramienta le permite al colocador obtener fondos sin contraer deudas, es decir, sin aumentar el pasivo de la sociedad por cuanto se trata de una fuente de financiamiento “fuera de balance”. Por último, es importante nombrar que estos instrumentos están separados del riesgo de la empresa que los originó, por lo que permite, dependiendo del activo, obtener valores fiduciaros con una calificación de riesgo más alta que la correspondiente a la empresa.

Fuente: (Erpen, Mónica, “Mercado de capitales: manual para no especialistas” *Editorial 2010*)

Colocaciones Diciembre 2018

En diciembre de 2018 se colocaron 16 fideicomisos financieros por un total de \$4.545 millones, representando una variación interanual negativa de 9%. La totalidad de las emisiones se denominaron en pesos argentinos.

Cuadro N°1) FIDEICOMISOS FINANCIEROS COLOCADOS POR TIPO – DICIEMBRE 2018



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

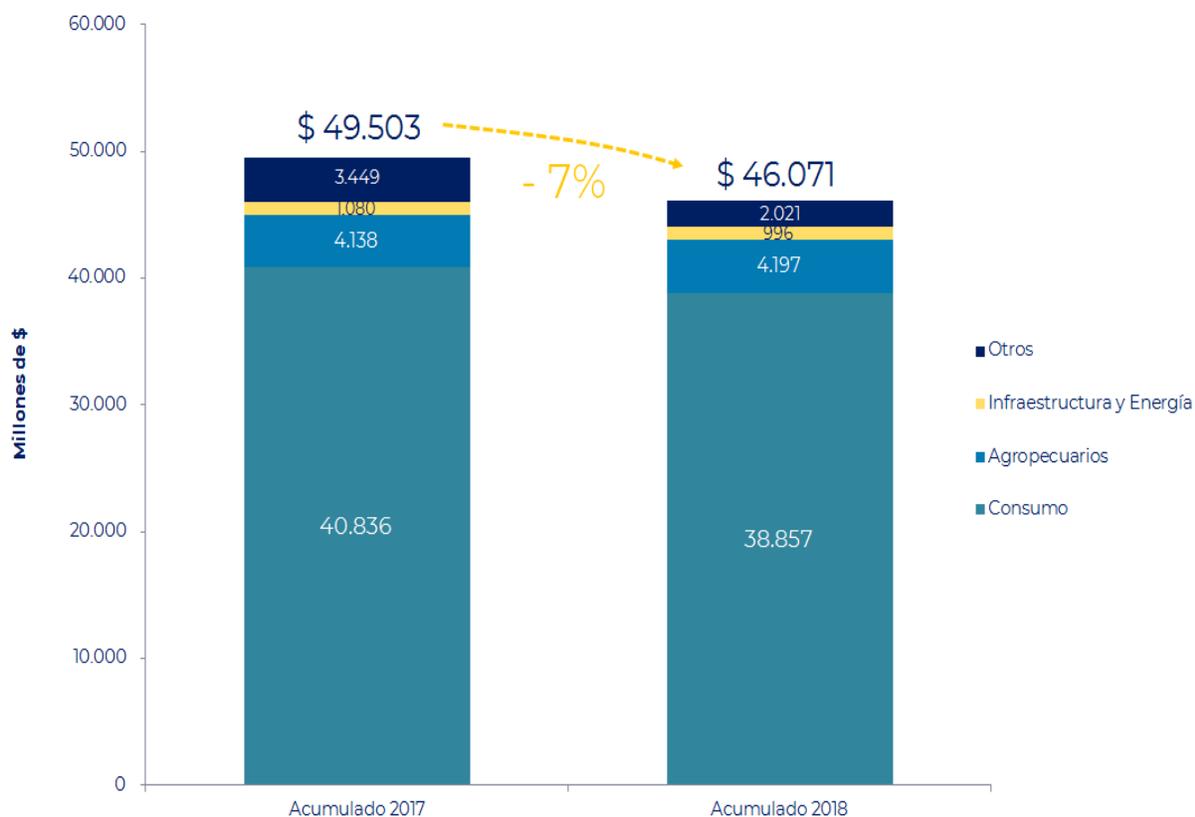
Las emisiones de fideicomisos financieros en pesos se colocaron a plazos que oscilaron entre los 8 y 56 meses, primando las tasas de interés variables (Badlar + margen). Las tasas nominales de los cupones

oscilaron entre el 42% y 51,2%, promediando 47,8% nominal anual. Las TIR de corte, no obstante, fueron sustancialmente superiores variando entre 51,5% y 91%.

Acumulado Anual

La colocación acumulada de fideicomisos financieros a lo largo del año 2018 ascendió a \$46.071 millones, esto representa una caída del 7% respecto al nivel registrado durante el año anterior. El siguiente cuadro discrimina por sector la colocación de fideicomisos financieros.

Cuadro N°2) MONTO DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS COLOCADOS POR SECTOR



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

Asimismo, durante este año se colocaron 155 fideicomisos financieros, 60 unidades menos que en el mismo período del año precedente.

2.2) OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Representan un contrato de empréstito entre la empresa y el inversor. De acuerdo al artículo 1° de la ley 23.576 (modificada por las leyes 23.962, 23.966 y 27264, y demás Decretos) los emisores de este instrumento pueden ser sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país y sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos de la ley 19.550 (Ley de Sociedades Comerciales).

Del mismo modo que los títulos públicos, las condiciones de emisión de las ON pueden variar de un emisor a otro y son especificadas en un documento conocido como prospecto de emisión, que se publica al momento de requerir la autorización de oferta pública y de listado en los Mercados (con y sin contraparte central).

El prospecto de emisión contiene, además de la información sobre la empresa emisora, las condiciones de emisión, entre las que se encuentran: la moneda, la forma y plazos de amortización del capital, el interés y la garantía.

En función de algunas de estas características, las podemos clasificar de la siguiente manera:

Por su **tipo**:

ON simples: son el tipo de ON más común. Representan una relación de préstamo entre el emisor y el inversor, y por lo tanto el compromiso del deudor de devolver en tiempo y forma el capital más los intereses pactados. Pueden ser conservados por los inversores hasta su vencimiento lo que se conoce como una inversión a “*finish*”, con el propósito de ir recibiendo el pago de los cupones de amortización (correspondiente a la devolución del capital) y los de renta (correspondiente a los intereses pactados). También pueden ser compradas por los inversores con la esperanza de que una suba del precio les permita realizar una ganancia de capital a través de la venta en los mercados secundarios (inversión para *trading*).

ON convertibles: son aquellas que, además de representar una relación de crédito, le otorgan al inversor la opción de canje por una determinada cantidad de acciones representativas del capital social de la emisora, según una relación de conversión explicitada en el prospecto de emisión, y que, en general, reproduce condiciones más ventajosas que la compra de esos valores en el mercado secundario. Cuando se emite este tipo de obligaciones negociables, la ley protege a los accionistas de la emisora otorgándoles el derecho de suscripción preferente y de acrecer. Es decir, que los mismos accionistas tienen prioridad para suscribir las nuevas obligaciones convertibles a ser emitidas. El ejercicio de la opción de conversión representa la cancelación de la deuda y en forma simultánea el aumento de capital (el inversor cambia su estatus de acreedor al de accionista de la empresa).

Por la **garantía** de la emisión:

Simple o común: la garantía es el patrimonio del emisor, es decir, el inversor es un acreedor común, sin ninguna preferencia o prelación en el cobro frente a otros acreedores de la empresa.

Especial: determinados bienes, como los inmuebles, quedan afectados a la garantía de la ON.

Flotante: la garantía recae o “flota” sobre todos los bienes muebles e inmuebles, presentes y futuros del emisor. Es decir, que el emisor se compromete a mantener una garantía en bienes que, si bien pueden cambiar en el tiempo, deben ser suficientes para respaldar el monto emitido.

Prendaria: uno a más bienes muebles es afectados como garantía de la emisión.

Fideicomiso de garantía: los activos o flujos de fondos afectados a la garantía son cedidos a un fideicomiso de garantía. De este modo la garantía se separa del patrimonio del emisor, quedando protegida en caso de quiebra del mismo. Este tipo de emisión recibe el nombre de ON Fiduciaria.

Fianza o aval: el pago de la ON es garantizado por un tercero, por ejemplo una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

Emisión

Las ON pueden ser emitidas en forma individual o a través de un programa global.

Este último consiste en un procedimiento de autorización que permite al emisor, bajo determinadas condiciones generales, solicitar una autorización marco por un monto determinado y por un plazo máximo de 5 años, para posteriormente, hacer emisiones en una o más series en el momento que lo desee dentro del lapso quinquenal.

Nivel de Riesgo

Por su condición de valores de renta fija suelen tener un riesgo menor que las inversiones de renta variable pero, en cualquier caso, superior al de los títulos públicos: la capacidad de pago de las empresas privadas varía según su desempeño individual y el sector de actividad en el que actúen.

En consecuencia, algunas obligaciones negociables tienen más riesgo que otras, según la solvencia y perspectivas de negocio del emisor.

Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos

Puesto que el riesgo y la rentabilidad siempre van unidos, el mayor riesgo de las obligaciones negociables tiene como aspecto positivo la posibilidad de obtener mayores rendimientos. Es lógico: si una empresa desea que los inversores le presten su dinero, tiene que ofrecer una retribución que compense el riesgo asumido, ofreciendo tasas de interés superiores.

Cada emisión de obligaciones negociables tiene sus propias condiciones (detalladas en el prospecto de emisión), entre las que se encuentra la tasa de interés y las fechas de pago. La tasa puede ser fija o variable, y normalmente el pago de renta se realiza de manera periódica (mensual, trimestral, etc.).

Como en los títulos públicos, si el inversor decide vender los títulos en el mercado de capitales antes del vencimiento, puede obtener ganancias por la diferencia entre el precio de venta y el de compra.

Ventajas:

Las principales ventajas que ofrece la utilización de esta herramienta es un menor costo financiero total respecto de otras herramientas para el colocador de la ON. Además, le otorga un canal de financiamiento al colocador, incluso en momentos difíciles de la economía. Al tomador de la ON, le da la posibilidad de conocer claramente los componentes esenciales del instrumento financiero.

Por otro lado, ofrece ventajas impositivas como la exención del IVA de las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelaciones de las obligaciones negociables y sus garantías. Los resultados provenientes de la compra-venta, cambio, permuta, conversión y disposición de obligaciones negociables quedan exentas del impuesto a la ganancia.

Fuente: (Erpen, Mónica, “Mercado de capitales: manual para no especialistas” Editorial 2010)

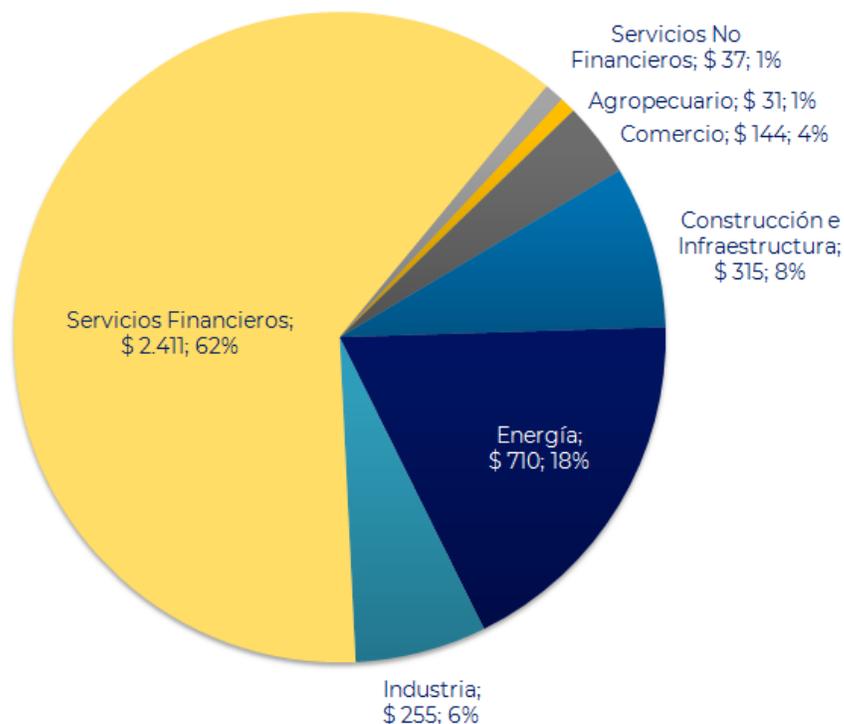
Colocaciones Diciembre 2018

En diciembre se colocaron 24 obligaciones negociables (8 bajo el Régimen General, 14 bajo el Régimen PyME CNV Garantizada y 2 bajo el Régimen PyME CNV) y 2 Valores de Corto Plazo por un monto total de \$3.904 millones, representando una variación interanual negativa de 90%.

De éstas, 14 estuvieron denominadas en pesos argentinos, representando el 88% del monto emitido en el mes y 12 en dólares estadounidenses (12% del monto emitido).

Éste ha sido el mes más importante en cuanto a importes y cantidades emitidas a través del Régimen PyME CNV Garantizada desde que éste entrara en vigencia en junio de 2017, con 14 colocaciones por \$264 millones.

Cuadro N°1) Obligaciones negociables colocadas por sector – Diciembre 2018



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

Las emisiones registradas durante el mes de noviembre se colocaron a plazos que versaron entre los 6 y 49 meses, siendo los VCP por \$143 millones los de menor plazo (6 meses) y la ON Garantizada por \$34 millones la más larga (4 años).

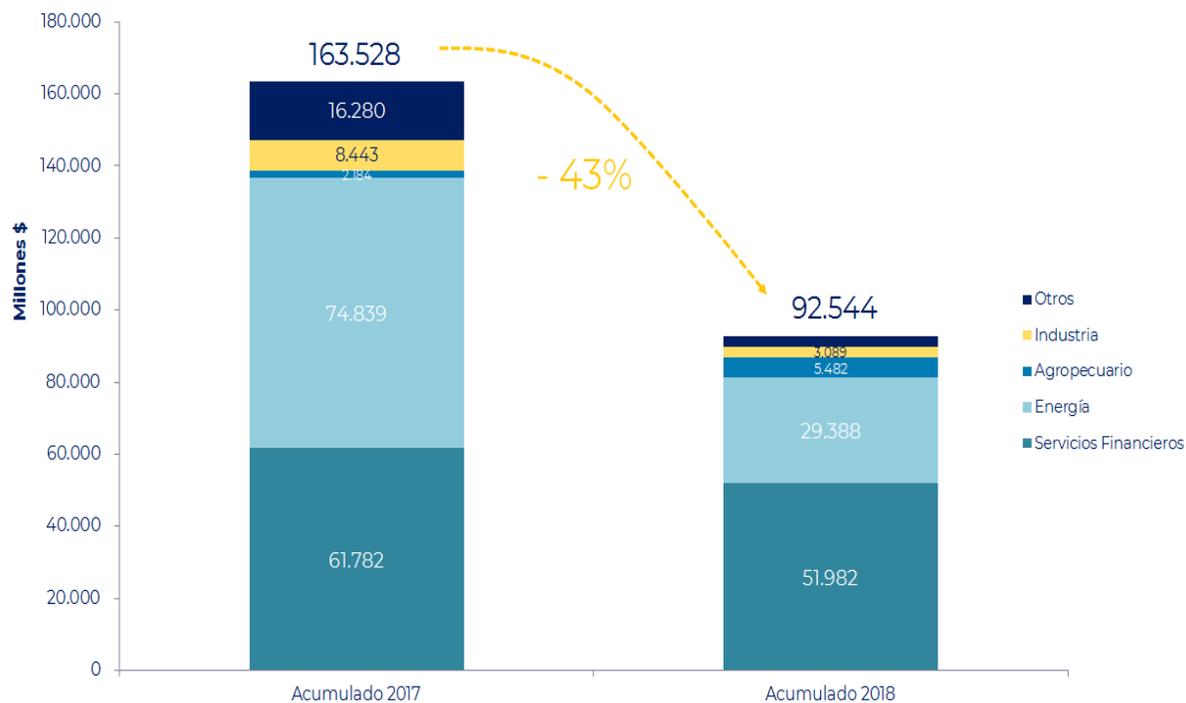
En relación a las tasas de interés nominales a las cuales las empresas adquirieron el nuevo financiamiento en pesos, primaron aquellas de tipo variable conformadas por una tasa de referencia (Badlar \$ Bcos. Privados) más un margen, y tomaron valores que oscilaron entre 54% y 61,6%. El costo promedio del financiamiento a través de este instrumento ascendió a 57,4%.

Por otra parte, las emisiones en dólares se colocaron a tasas fijas entre 7% y 12% anual.

VCP (Valores de Corto Plazo)

La característica particular se relaciona con el plazo de emisión que puede ser, como máximo, de 365 días. Por tratarse de un título de deuda de corto plazo, son emitidos bajo un régimen simplificado de oferta pública con menores requisitos de información. Por este motivo, los VCP sólo pueden ser adquiridos por inversores calificados. Si bien, en general, son bonos del tipo cupón cero, también pueden emitirse con condiciones similares a las de las obligaciones negociables.

Cuadro N°2) MONTO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES ACUMULADAS 17/18



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

2.3) CHEQUE DE PAGO DIFERIDO

El artículo 54 de la ley 24.452 define al cheque como “una orden de pago librada a días vista, a contar desde su presentación para registro en una entidad autorizada, contra la misma u otra en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, dentro de los límites de registro que autorice el girado”.

El CPD es un instrumento de deuda con un plazo máximo de emisión de 360 días y del tipo cupón cero, ya que el inversor lo compra a un valor inferior al que recibirá al vencimiento del mismo.

Nivel de Riesgo

El riesgo de un CPD depende de la solvencia de la empresa que lo libró en primer lugar: es necesario que en la fecha de cobro tenga fondos suficientes para atender el pago.

Sin embargo, algunos cheques de pago diferido pueden estar avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca o patrocinados, lo que reduce el riesgo de impago.

Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos

En general, el riesgo es elevado, por la dificultad de valorar la solvencia de todas las empresas autorizadas para librar cheques de pago diferido. A cambio, brindan una rentabilidad superior a la de otros valores de renta fija. Las modalidades de negociación autorizadas son:

CPD avalados: una sociedad de garantía recíproca o una entidad financiera solicita la autorización de listado y negociación de los CPD que garantiza. Esto significa que, en caso de un eventual incumplimiento del librador del CPD, la entidad avalista asume el pago en tiempo y forma. Es el segmento de cotización que presenta el mayor volumen de negociación.

Segmento de CPD patrocinados: la empresa libradora es la que solicita la autorización de listado y negociación de los CPD que emite, en general, a favor de sus proveedores. Las libradoras pueden ser sociedades comerciales, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales y fundaciones. Además, mediante la Resolución 556/09 de la CNV, se agregan como potenciales libradores al Gobierno Nacional, los gobiernos provinciales y municipales, entes autárquicos y empresas del estado. La responsabilidad de pago corresponde a la libradora, que deberá tener fondos suficientes en la cuenta bancaria a la fecha de vencimiento del CPD.

CPD Endosados: es una modalidad de CPD Patrocinado que permite que empresas listados que han emitido acciones y/u obligaciones negociables puedan solicitar autorización para cotizar CPD que hubieran recibido como beneficiarias en pago por la provisión de bienes y servicios. Así, se convierten en endosantes de los CPD recibidos y son responsables por el pago en el caso de que no sean abonados a la fecha de vencimiento por los libradores originales.

Horizonte Recomendado de Inversión / Liquidez del Producto

Se trata de un producto de inversión a muy corto plazo: el máximo son 360 días (para invertir a plazos superiores existe otro producto, el pagaré bursátil, con un funcionamiento muy similar al de los CPD).

El cheque de pago diferido es un instrumento bastante líquido: el inversor puede volver a venderlo en el mercado de capitales antes de la fecha de cobro. En ese caso, su rentabilidad queda definida por la diferencia entre el precio de venta y el de compra.

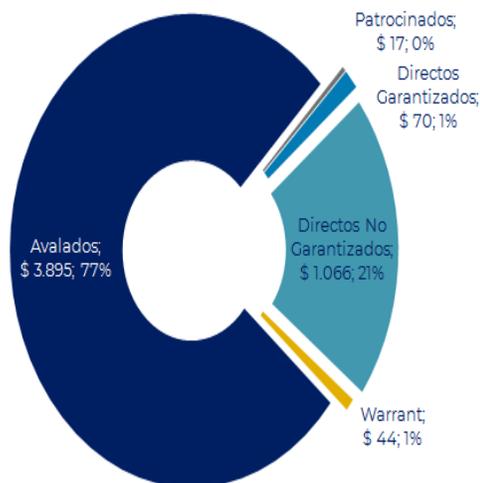
Fuente: (Erpen, Mónica, “Mercado de capitales: manual para no especialistas” *Editorial 2010*)

Negociación Diciembre 2018

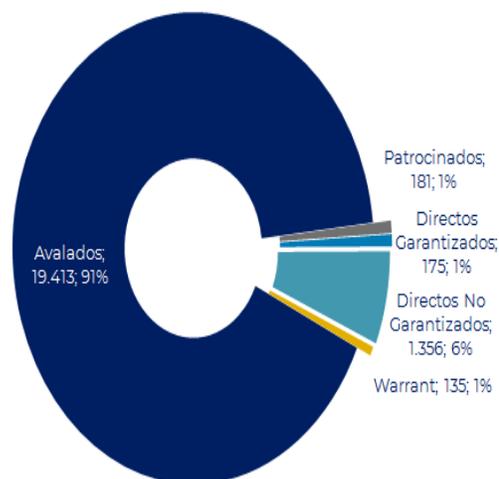
En diciembre de 2018 se negociaron 21.260 cheques de pago diferido con un volumen nominal de \$5.093 millones de pesos, representando este valor un incremento interanual de 188%.

Cuadro N°1) MONTOS Y CANTIDADES NEGOCIADOS DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO POR TIPO.

Montos Negociados



Cantidades Negociadas



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

La negociación de cheques de pago diferido se concentró en el segmento avalado, que representó el 77% de los montos y el 91% de las cantidades negociadas. Entretanto, el porcentaje restante correspondió a la negociación del segmento directo garantizado, no garantizado y warrant– y patrocinado.

De los montos y cantidades negociados puede deducirse que el monto promedio por cheque emitido alcanzó los \$239.549, una suba interanual de 48%.

Las tasas promedio ponderadas mensuales del mercado de cheques de pago diferido en el mes de diciembre, y sus variaciones intermensuales medidas en puntos básicos, fueron las siguientes.

Cuadro N°2) Tasa de interés del mercado de cheques.

TASAS DE INTERÉS DEL MERCADO DE CHEQUES – DICIEMBRE 2018

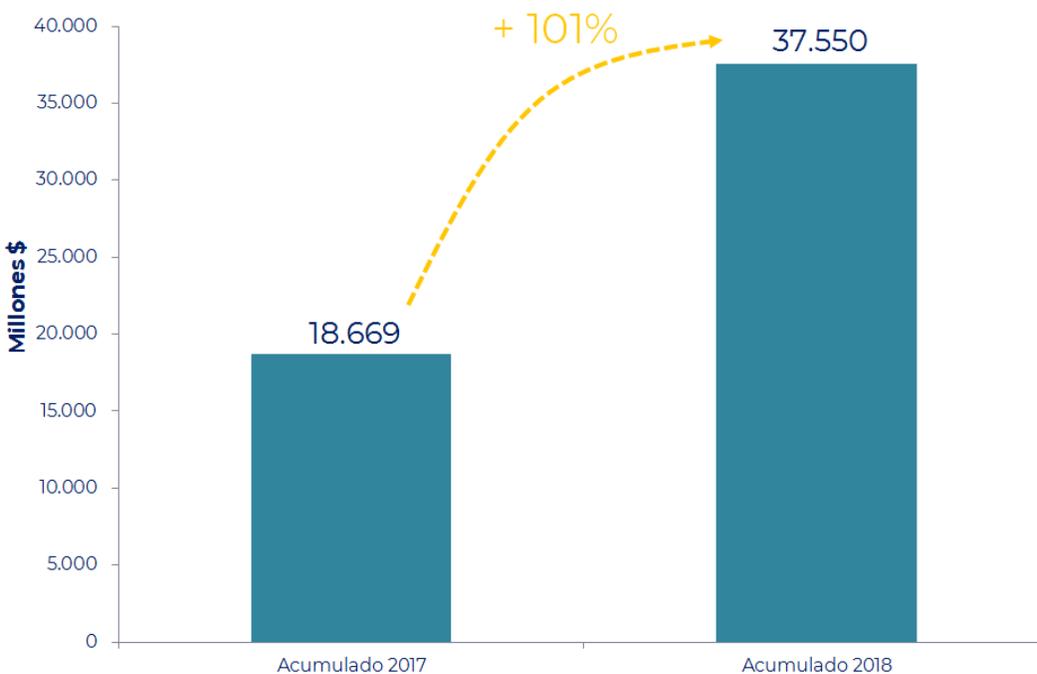
Tipo de cheque/Sistema de Negociación	Tasa promedio pond. mensual	Variación mensual (pbs)
Total	48,5%	-370
Avalados	45,4%	-440
Directos	58,2%	-250
Patrocinados	59,1%	+40
Warrants	65,9%	-370

Por otra parte, los montos negociados en diciembre aumentaron para todos los plazos respecto a los observados durante el mismo mes del año anterior.

Acumulado Anual

En el año 2018 el financiamiento a través de cheques de pago diferido fue de \$37.550 millones, una suba interanual equivalente a 101%.

Cuadro N°3) NEGOCIACIÓN ACUMULADA DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

2.4) PAGARE AVALADO

Un pagaré es un valor de deuda que puede ser negociado en los Mercados autorizados en forma exclusiva por PYME CNV. Su instrumentación es similar a la del Cheque de Pago Diferido, pero a un plazo más extendido, ya que los pagarés podrán emitirse de 180 días a 3 años.

En el caso de los Pagarés a ser negociados en mercados, deberán estar avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), la PYME CNV deberá emitirlo sin identificación de beneficiario y deberán ser depositados mediante un endoso a favor de una entidad autorizada por la Comisión, a solicitud del depositante y por cuenta y orden del cliente, indicándose en el endoso “Para su negociación en Mercados bajo competencia de CNV”.

Su negociación podrá ser individual o bien agrupada en lotes de Pagarés, a efectos de conformar un flujo de fondos.

Para ser avalados por una SGR, la PYME CNV deberá asociarse como socio partícipe de la misma forma que con los CPD. Esta garantía asegura la cobranza al inversor y por ende posibilita disminuir la tasa de interés del financiamiento de la PYME CNV.

El Pagaré puede estar nominado en pesos o en moneda extranjera con un monto mínimo de \$100.000 o valor equivalente.

Este instrumento se posiciona en un tramo de mayor plazo que los CPD pero de menor monto que las ON y FF, 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.

Fuente: Macchi, Julio: “*La Inversión Bursátil*”. 1988.

Negociación Diciembre 2018

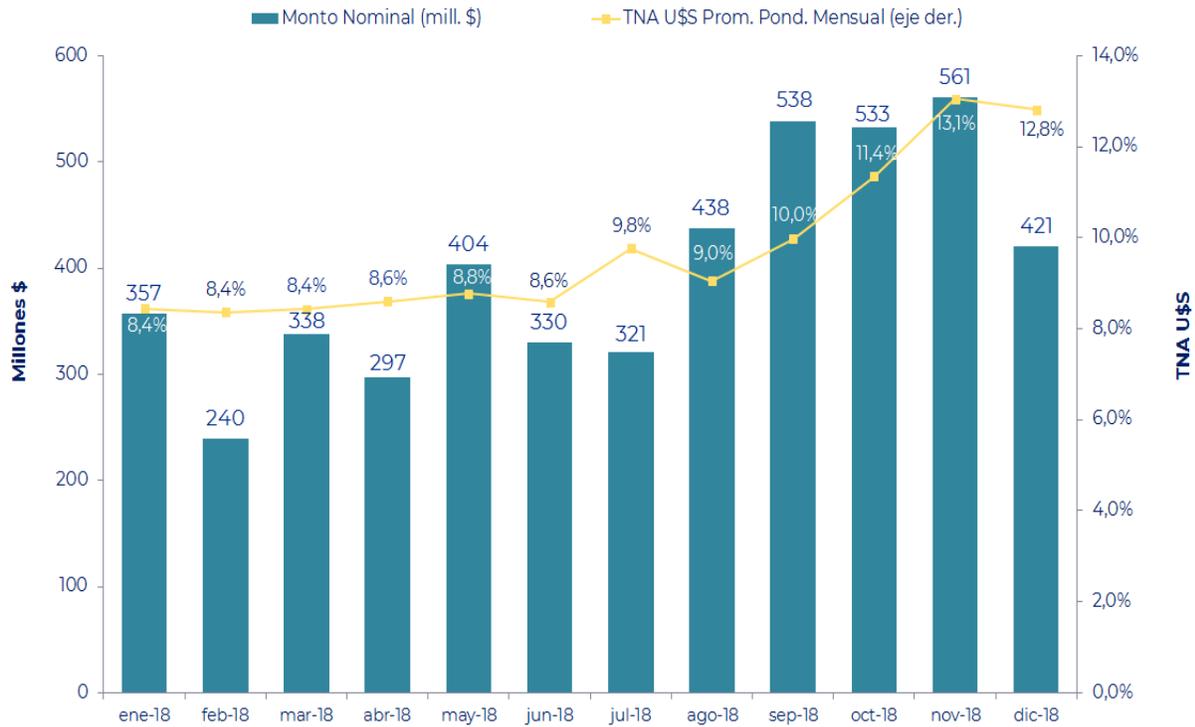
En diciembre de 2018 se negociaron 574 pagarés avalados por un monto total equivalente a \$421 millones, representando una suba de 10% respecto al mismo mes del año anterior.

El 56% de los pagarés avalados negociados se denominaron en dólares estadounidenses. Las tasas de interés nominales en dólares de estos valores negociables se ubicaron en un intervalo de 9% a 16,1% y a plazos de pago que se fijaron entre 1 y 36 meses. En tanto, los pagarés negociados en pesos obtuvieron tasas entre 40% y 58% a plazos de entre 3 y 36 meses.

Evolución Mensual

A lo largo del año 2018 se negociaron 5.546 pagarés avalados por un monto equivalente a \$4.777 millones, representando una suba interanual de 110%.

Cuadro N°1) EVOLUCIÓN MENSUAL NEGOCIACIÓN DE PAGARÉS AVALADOS Y TASA DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADA EN DÓLARES - TOTAL MERCADOS.



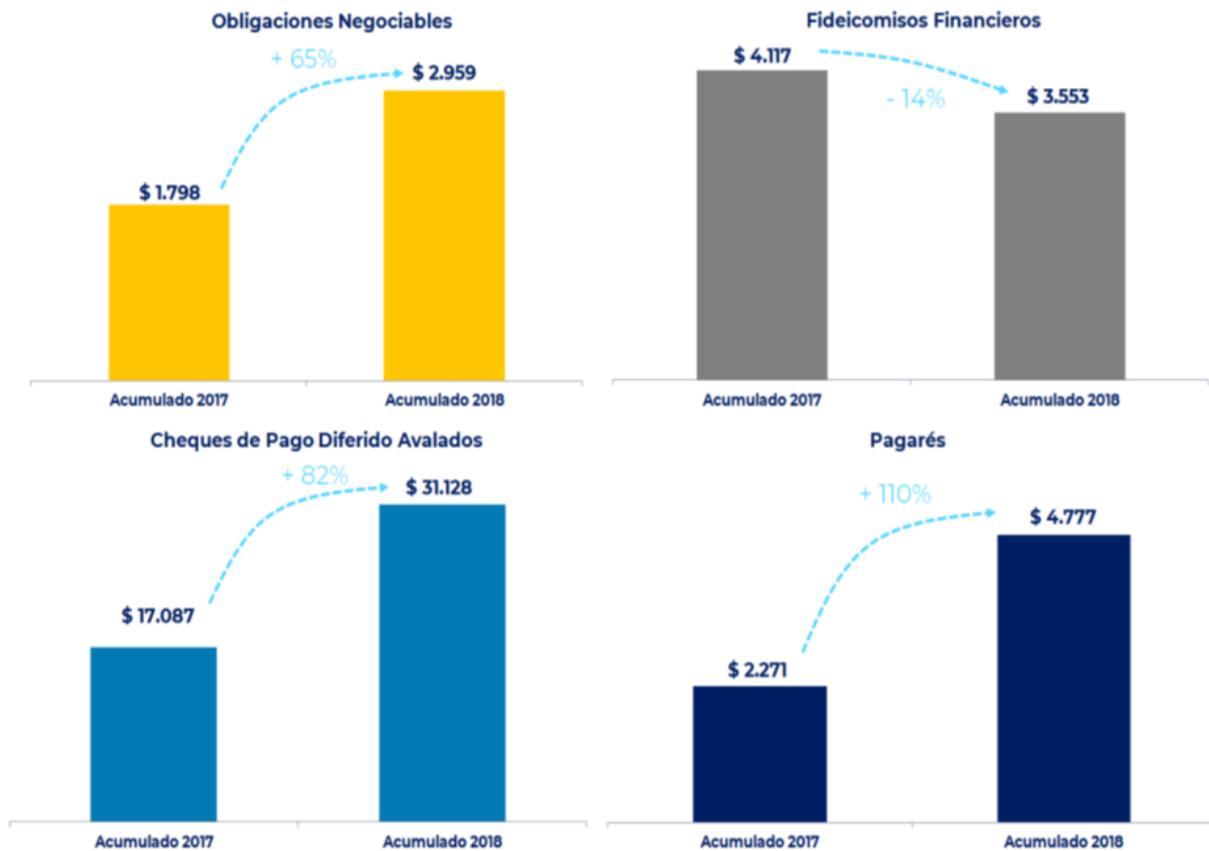
Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

Por último, luego de hacer un análisis de los principales instrumentos utilizados por las empresas en el mercado de capitales, se agrega un gráfico en el cual se puede visualizar lo siguiente:

Los instrumentos más elegidos por las pymes fueron, los cheques de pago diferido y los pagare. Esto demuestra una necesidad de las pymes de financiarse con instrumentos más de corto plazo. Además se ve una caída del 14% en la utilización de los fideicomisos financieros en el periodo 2018, en comparación con el 2017.

3) FINANCIAMIENTO TOTAL PYME POR INSTRUMENTO

Cuadro N°1) En millones de pesos. Acumulado Enero - Diciembre



Fuente: (<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>)

Con este último gráfico, se puede comparar y hacer un análisis de cómo ha sido el financiamiento de las pymes en el mercado de capitales.

El primer dato a destacar es como ha aumentado la utilización tanto de cheque de pago diferido como de pagarés, en comparación con la colocación de fideicomiso financiero y obligaciones negociables. A pesar de que la colocación de ON ha aumentado en el financiamiento Pyme, no se puede decir lo mismo en el financiamiento acumulado total. Esto deja de manifiesto, como las empresas han optado por elegir instrumentos de financiación a corto plazo en vez de instrumentos a largo plazo. Esto puede deberse a la volatilidad de la economía actual, ya que las empresas cuando realizan inversiones buscan alternativas de financiamiento a largo plazo pero al haber tanta incertidumbre, esto desmotiva a las mismas.

Otro dato importante es como ascendió la utilización de estos instrumentos por parte de las Pymes, ya que el único instrumento que disminuyó en un 14% con respecto al acumulado 2017 fue la colocación de

fideicomiso financiero. Por el contrario los cheques de pago diferido y pagares aumentaron en un 82% y 110% respectivamente.

4) DESARROLLO DE LAS SOCIEDADES DE GARANTIA RECIPROCA (SGR)

El Sistema de Garantías Recíprocas tiene por objetivo mejorar las condiciones financieras de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES) frente a los oferentes de crédito. Sus instrumentos procuran aumentar la oferta de colaterales disponibles para las PyMEs que permita facilitar y mejorar las condiciones de acceso al crédito.

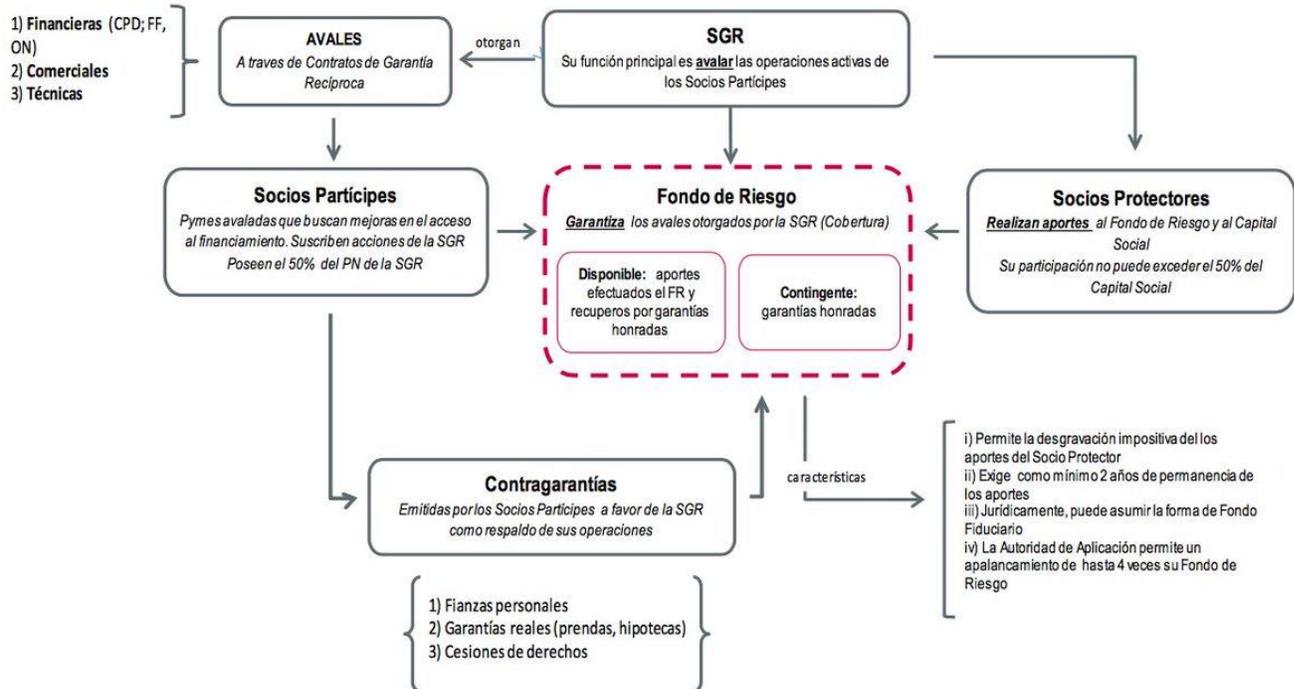
El patrimonio de las SGR está constituido por aportes de origen tanto privado como público. Este patrimonio actúa como respaldo de las fianzas que las SGR otorgan a sus asociados y/o beneficiarios. Para cerrar el círculo, los beneficiarios y/o socios respaldan la obligación con la SGR a través de garantías de todo tipo (contragarantías que pueden ser comerciales, reales o personales).

Las comisiones cobradas a sus beneficiarios y el ingreso de rendimientos derivados de sus inversiones financieras constituyen la principal fuente de financiamiento de las SGR. Este esquema apunta a beneficiar tanto a las PyMEs como a las entidades financieras a través de una disminución del riesgo crediticio a partir del aseguramiento brindado por las SGR, y en menores costos de evaluación de las carpetas.

En la Argentina el sistema de SGR fue creado a través de la Ley 24.467 y reformado parcialmente por la Ley 25.300 y posee algunas características referidas al esquema de incentivos impositivos que lo convierten en único en el mundo.

La SGR obtiene la exención del impuesto al valor agregado y del impuesto a las ganancias por el otorgamiento de los contratos de garantía; mientras que las garantías otorgadas por SGR que se inscriban en el Banco Central son auto liquidables. Por su parte, los aportes de capital y los aportes al fondo de riesgo de los socios protectores y partícipes son deducibles de las utilidades imponibles para la determinación del Impuesto a las Ganancias en sus respectivas actividades. Este esquema de exenciones impositivas de las empresas que realizan los aportes al fondo de riesgo de las sociedades actúa como motivación para la participación de las firmas.

Funcionamiento del Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca



Las SGR poseen dos tipos de socios:

- a) socios partícipes: son las PyMEs que solicitan financiamiento.
- b) socios protectores: son personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, que realizan aportes de capital al fondo de riesgo de las SGR.

Se distinguen en la práctica dos tipos de SGR:

- a) las abiertas, que permiten el acceso como socio partícipe a cualquier empresario PyME independientemente de la región en que opere o el tipo de actividad que realice.
- b) las cerradas, donde el acceso como socio partícipe está restringido por actividad o región y generalmente están constituidas por clientes o proveedores del socio protector.

Principales ventajas

Algunas de las principales ventajas que obtienen los **socios participes** son la de recibir avales para poder tomar créditos, a su vez, en el caso de no poder cumplir con los compromisos, quien respondería en ese caso sería la SGR. Por último las condiciones de financiación avaladas por las SGR son generalmente mejores.

Por otro lado, los **socios protectores** mediante el aporte al fondo de riesgo de una SGR, obtienen algunos beneficios impositivos, como la deducción del resultado imponible del impuesto a la ganancia por el monto aportado. Es decir, si un socio protector obtiene un resultado del ejercicio por un monto de \$ 100.000, considerando una alícuota de 35%, su impuesto determinado sería \$35.000. Si realiza un aporte de \$100.000 al fondo de riesgo de una SGR, dentro del ejercicio fiscal, y el mismo permanece inmovilizado por el plazo de 2 años, el resultado imponible será 0 y su impuesto determinado 0. Pasados los 2 años podrá retirar el aporte realizado, además de recibir la renta correspondiente que generan las SGR en sus fondos de riesgo.

Por último, se destaca en el siguiente gráfico, cuales son los principales sectores de la economía al que asisten actualmente las SGR, discriminado por tramo, región y sector:



Fuente: "Cuyo Aval SGR Informe Marzo 2019 – Sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas"

Como se puede observar, actualmente las empresas a las que el sistema asiste en mayor medida, no son las Pymes del tramo pequeño, si no que el financiamiento se concentra más en las empresas que pertenecen al tramo pequeño y mediano 1. Lo cual merece un análisis de discusión, teniendo en cuenta que la economía argentina está en un momento de extrema volatilidad y mucha incertidumbre, es probable que las empresas que pertenecen al tramo micro de la calificación, sean quienes necesitan más financiamiento.

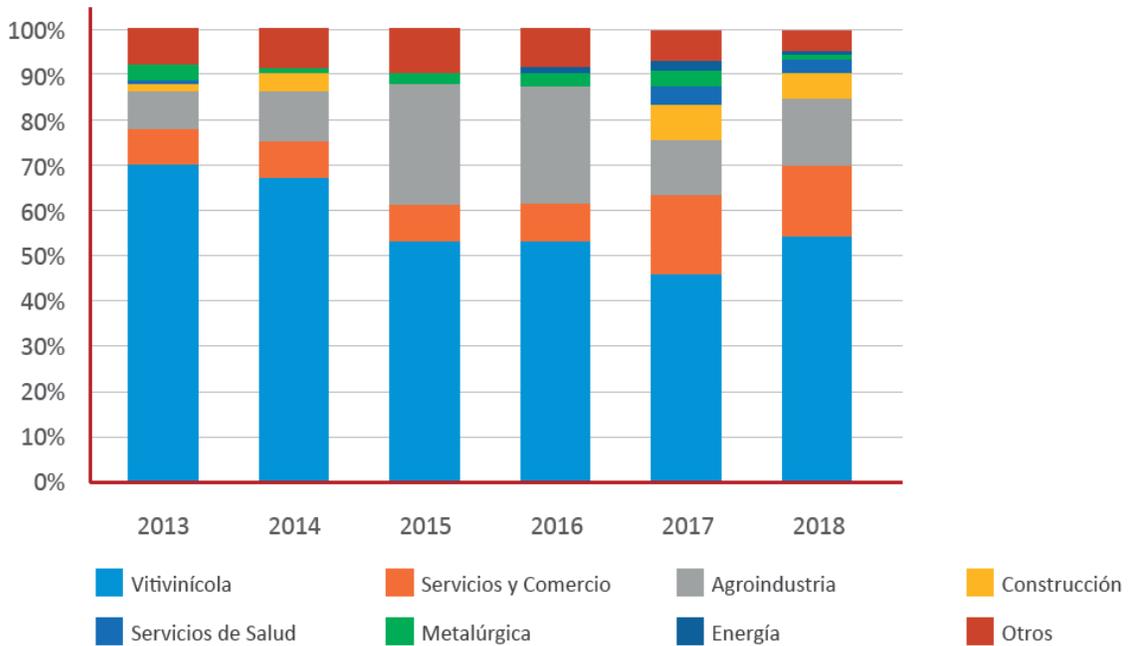
Por otro lado suena interesante observar que Cuyo, si bien esta por detrás de la zona Centro del país, y Bs As, es la región que más asistencia recibe.

Por último, en la discriminación por sector, siempre el sector agropecuario se ha mantenido como uno de los más asistidos, y en cuanto a recibir avales de las SGR, no es la excepción. En el gráfico no se visualiza, pero si un dato a tener en cuenta, es que el sector de la construcción ha crecido mucho en el uso de estos instrumentos y hoy alcanza el 8%.

Cuadro N°1) Composición riesgo vivo por industria en la región

Producto	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vitivinícola	70%	67%	53%	53%	46%	54%
Servicios y Comercio	8%	8%	8%	8%	17%	16%
Agroindustria	8%	11%	27%	27%	12%	14%
Construcción	2%	4%	0%	0%	8%	6%
Servicios de Salud	1%	0%	0%	0%	5%	3%
Metalúrgica	3%	1%	2%	2%	3%	1%
Energía	0%	0%	1%	1%	2%	1%
Otros	8%	9%	9%	9%	7%	5%
Economía Regional	78%	78%	80%	80%	58%	69%

Fuente: "Cuyo Aval SGR Informe Marzo 2019 – Sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas"



Fuente: "Cuyo Aval SGR Informe Marzo 2019 – Sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas"

Estos últimos dos gráficos fueron obtenidos de una SGR que opera actualmente en Mendoza y podemos observar de acuerdo a la composición del riesgo vivo, como está distribuido el mismo por industria, año a año desde el 2013.

Los datos interesantes son, como la vitivinicultura sigue siendo desde el 2013 el sector más asistido. Además como en el sector de la construcción ha crecido en financiamiento, así como en el sector Servicios y Comercio que se ha duplicado con respecto al año 2015/2016.

Estos últimos datos sumados en el trabajo, previo al desarrollo del caso práctico, han sido agregados para poder entender el papel que desarrollan las SGR en el sistema de financiamiento de las Pymes.

CAPITULO III: CASO PRÁCTICO

Con la intención de hacer un análisis acerca de las ventajas y desventajas que cada instrumento tiene para las empresas, se desarrollara un caso práctico sobre una empresa que adquiriera obligaciones negociables, cheque de pago diferido o un crédito en un banco. La intención es encontrar una respuesta a por qué hoy las empresas se terminan volcando más a otras fuentes de financiamiento como pueden ser los créditos bancarios o fuentes de financiamiento propio, en vez de acceder al mercado de capitales. Por eso la comparación entre 2 instrumentos de financiamiento regulados por la CNV, como la emisión de obligaciones negociables y los CPD, y los créditos bancarios como fuente de financiamiento tradicional.

1) DESARROLLO

El caso planteado, se realizará con una empresa Mendocina de denominación social Fit Studio SA, dedicada a brindar servicios para la salud y la estética de las personas. Actualmente cuenta con 3 sucursales pequeñas distribuidas a lo largo del Gran Mendoza, y quiere abrir un centro de salud de gran tamaño para de esa manera terminar de posicionarse como líder del sector en la provincia. Estima acceder a un crédito de \$ 4000000 de pesos el cual destinará para una parte de la inversión que lleva en si todo el proyecto, por lo que en esta operación se buscará acceder a algunas de las opciones que ofrece el mercado para financiarse más a largo plazo. Además, la empresa buscara financiarse a corto plazo, ya que la inversión de abrir un centro de salud le demandara fondos, y debe tener efectivo disponible en el caso que necesite pagar sueldos, o abastecerse de insumos en las sucursales que posee actualmente.

1.1) OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Las ON calificarán como obligaciones negociables simples no convertibles en acciones según la Ley de Obligaciones Negociables y las Normas de la CNV y serán emitidas en denominaciones mínimas de \$ 1000,00 y montos superiores que sean múltiplos de \$ 1000,00.

Se prevé el pago del capital en 7 (siete) cuotas trimestrales, a mes vencido, efectivizándose el primer día hábil de cada período. Además, existirá un periodo de gracia 6 meses.

El pago de intereses será trimestral, con TASA BADLAR estimada para el periodo en curso, más 5 puntos básicos.

Partes de la emisión de Obligaciones Negociables:

- Emisor: Fit Studio SA.
- Agente de liquidación: Portfolio S.A.
- Sociedad de Garantía Recíproca: Cuyo Aval SGR.
- Inversor: Personas físicas y/o jurídicas que adquieran los títulos valores.

La colación y organización de deuda seria coordinada por Portfolio SA en este caso, a lo que a los se le deben sumar los siguientes conceptos a tener en cuenta:

- Un plazo de 2 años.

- Gastos de colocación y organización 1,70 del total.

En el caso que se necesite el aval de una SGR se añaden:

- Costo aval anual sobre saldos del 2%.
- Costo aval inicial del 0,50%.

En este caso puntual, la simulación se realizará con el aval de la SGR.

FECHA DE EMISION Y LIQUIDACION	21/12/2018
FECHA DE VENCIMIENTO	21/12/2020
Tasa Badlar estimada	37,00%
Puntos Basicos a Licitar	5,00%
Tasa	42,00%
Saldo	\$ 1.000,00

Ante la adquisición y suscripción en el mes de diciembre de 2018 de obligaciones negociables por un total de \$ 1.000,00. El inversor recibirá al cabo de 24 meses un total de \$ 1.525,00 detallados a continuación:

Cuadro N°1) Cuadro de Resultado del Tomador.

	Fecha	Amortización	Intereses	Total Flujo	Saldo de Capital
0	21/12/2018				\$ 1.000
1	21/01/2019		\$ 0	\$ 0	\$ 1.000
2	21/02/2019		\$ 0	\$ 0	\$ 1.000
3	21/03/2019		\$ 104	\$ 104	\$ 1.000
4	21/04/2019		\$ 0	\$ 0	\$ 1.000
5	21/05/2019		\$ 0	\$ 0	\$ 1.000
6	21/06/2019	\$ 143	\$ 106	\$ 249	\$ 857
7	21/07/2019		\$ 0	\$ 0	\$ 857
8	21/08/2019		\$ 0	\$ 0	\$ 857
9	21/09/2019	\$ 143	\$ 91	\$ 234	\$ 714
10	21/10/2019		\$ 0	\$ 0	\$ 714
11	21/11/2019		\$ 0	\$ 0	\$ 714
12	21/12/2019	\$ 143	\$ 75	\$ 218	\$ 571
13	21/01/2020		\$ 0	\$ 0	\$ 571
14	21/02/2020		\$ 0	\$ 0	\$ 571
15	21/03/2020	\$ 143	\$ 60	\$ 203	\$ 429
16	21/04/2020		\$ 0	\$ 0	\$ 429
17	21/05/2020		\$ 0	\$ 0	\$ 429
18	21/06/2020	\$ 143	\$ 45	\$ 188	\$ 286
19	21/07/2020		\$ 0	\$ 0	\$ 286
20	21/08/2020		\$ 0	\$ 0	\$ 286
21	21/09/2020	\$ 143	\$ 30	\$ 173	\$ 143
22	21/10/2020		\$ 0	\$ 0	\$ 143
23	21/11/2020		\$ 0	\$ 0	\$ 143
24	21/12/2020	\$ 143	\$ 15	\$ 158	\$ -0

El monto negociado en esta edición será de \$4.000.000, y tendrá las siguientes condiciones y costos:

Fit Studio SA		
Cuyo Aval SGR		
Emisión		4.000.000
Plazo años		2
Organización y Colocación		1,70%
Costo Aval anual sobre saldos		2,00%
Costo aval inicial		0,50%
Tasa colocación	Badlar + Puntos	
	BADLAR %	37,00
	Puntos Básicos	5,00

Las amortizaciones de capital, serán 7 de \$571.429 en las que se devolverá el monto negociado en la emisión de \$ 4.000.000:

Trimestres	Monto	Amortización	Saldo
0	4.000.000		4.000.000
6		571.429	3.428.571
9		571.429	2.857.143
12		571.429	2.285.714
15		571.429	1.714.286
18		571.429	1.142.857
21		571.429	571.429
24		571.429	0

En el caso de la empresa emisora, el flujo de fondos se conformará de la siguiente manera:

Cuadro N°2: Cuadro de resultado del Colocador.

Meses	Ingresos	Aval	Organiz. y coloc.	Aval inicial	Amortiz.	Intereses	Saldos
0	4.000.000	20.000	68.000	20000			3.892.000
1							0
2							0
3		20.000				420.000	-440.000
4							0
5							0
6		17.143			571.429	360.000	-948.571
7							0
8							0
9		14.286			571.429	300.000	-885.714
10							0
11							0
12		11.429			571.429	240.000	-822.857
13							0
14							0
15		5.714			571.429	180.000	-757.143
16							0
17							0
18		2.857			571.429	120.000	-694.286
19							0
20							0
21		0			571.429	60.000	-631.429
22							0
23							0
24					571.429	0	-571.429

La ley de Obligaciones Negociables propone ciertos beneficios impositivos para quienes cumplan con las siguientes condiciones:

- Hacer oferta pública de las obligaciones negociables, autorizado por la CNV.
- Garantizar la aplicación de fondos obtenidos a determinadas inversiones, en este caso “inversión de activos físicos situados en el país...”.
- Fit Studio SA deberá acreditar en el tiempo, forma y condiciones establecidos por la CNV que los fondos obtenidos fueron destinados al plan definido originalmente.

Dando por sentado el cumplimiento de los puntos arriba mencionados, Fit Studio S.A estará exenta del impuesto a los sellos e IVA por los actos relacionados a la emisión, suscripción y colocación de las obligaciones negociables, sujeto a lo dispuesto por los de la Ley de Obligaciones Negociables.

Así mismo podrán ser deducidos del impuesto a las ganancias de cada ejercicio la totalidad de intereses devengados por la obtención de fondos provenientes de la colocación de las obligaciones negociables, como así también los gastos de emisión y colocación.

1.2) CHEQUE DE PAGO DIFERIDO

Se analiza esta como segunda opción para que Fit Studio SA pueda acceder a financiamiento. La negociación en la Bolsa, de un cheque de pago diferido en el segmento avalado.

Sera liquidado un cheque propio por un monto de \$2.000.000, que será avalado por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), a este costo además se tiene que tener en cuenta los costos de agentes de Bolsa.

Cumple con la siguiente característica:

- La empresa Fit Studio libradora del cheque
- Sociedad de Garantía Recíproca (SGR): Cuyo Aval SGR
- Agente de Bolsa: Portfolio SA
- Fecha de Liquidación: 01/05/2019
- Fecha de Vencimiento: 01/11/2019

Cuyo Aval SGR cobra comisión del 3,5% Anual sobre el total, y Portfolio SA cobra comisiones por el 1% del total.

CHEQUE DE PAGO DIFERIDO	
Valor del cheque a descontar	\$ 2.000.000,00
Fecha de liquidación	01/05/2019
Fecha de vencimiento	01/11/2019
Días	180
Gastos agente de Bolsa	\$ 10.027,40
IVA	\$ 2105,75
Comisión SGR (3,5 % Anual)	\$ 35.095,89
Descuento	\$ 374.816,33
Costo Financiero Total	53,65%
Valor cheque descontado	\$ 1.577.954,63

El monto del cheque descontado será de \$ 1.577.954,63 y entre los gastos e intereses Fit Studio SA tendrá que devolver una suma de \$ 422.045,37. La tasa a la que accede la empresa al manejar el descuento de cheques es del 47% anual, y el costo financiero total de la operación es 53,65%, esto se obtiene, sumando los costos y comisiones tanto de la SGR como del agente de bolsa.

1.3) PRESTAMO BANCARIO

Para terminar con el ejemplo práctico, y hacer una comparación entre las distintas opciones que tiene Fit Studio SA para acceder a financiamiento, se analiza la posibilidad que la empresa acceda a un crédito bancario. Más aun teniendo en cuenta, que una de las posibilidades más utilizadas por las empresas es acceder a los créditos bancarios.

El crédito bancario al que se accede tiene una estructura de cuotas mensuales fijas compuestas por intereses+amortización. Sera un crédito por un monto de \$ 4.000.000 a devolver en 24 meses.

Préstamo bancario	
Monto	\$ 4.000.000,00
tasa mensual	5,83%
Periodos	24
Cuota	\$ 313.726,82

Cuadro N°1) Cuadro de saldo y amortizaciones es el siguiente:

Periodo	Saldo Inicial	Cuota	Interes	Amortizacion	Iva	Cuota Total	Saldo Final
0							\$ 4.000.000,00
1	\$ 4.000.000,00	\$ 313.726,82	\$ 233.200,00	\$ 80.526,82	\$ 48.972,00	\$ 362.698,82	\$ 3.919.473,18
2	\$ 3.919.473,18	\$ 313.726,82	\$ 228.505,29	\$ 85.221,53	\$ 47.986,11	\$ 361.712,93	\$ 3.834.251,65
3	\$ 3.834.251,65	\$ 313.726,82	\$ 223.536,87	\$ 90.189,95	\$ 46.942,74	\$ 360.669,56	\$ 3.744.061,70
4	\$ 3.744.061,70	\$ 313.726,82	\$ 218.278,80	\$ 95.448,02	\$ 45.838,55	\$ 359.565,37	\$ 3.648.613,68
5	\$ 3.648.613,68	\$ 313.726,82	\$ 212.714,18	\$ 101.012,64	\$ 44.669,98	\$ 358.396,80	\$ 3.547.601,04
6	\$ 3.547.601,04	\$ 313.726,82	\$ 206.825,14	\$ 106.901,68	\$ 43.433,28	\$ 357.160,10	\$ 3.440.699,37
7	\$ 3.440.699,37	\$ 313.726,82	\$ 200.592,77	\$ 113.134,04	\$ 42.124,48	\$ 355.851,30	\$ 3.327.565,32
8	\$ 3.327.565,32	\$ 313.726,82	\$ 193.997,06	\$ 119.729,76	\$ 40.739,38	\$ 354.466,20	\$ 3.207.835,56
9	\$ 3.207.835,56	\$ 313.726,82	\$ 187.016,81	\$ 126.710,00	\$ 39.273,53	\$ 353.000,35	\$ 3.081.125,56
10	\$ 3.081.125,56	\$ 313.726,82	\$ 179.629,62	\$ 134.097,20	\$ 37.722,22	\$ 351.449,04	\$ 2.947.028,36
11	\$ 2.947.028,36	\$ 313.726,82	\$ 171.811,75	\$ 141.915,06	\$ 36.080,47	\$ 349.807,29	\$ 2.805.113,30
12	\$ 2.805.113,30	\$ 313.726,82	\$ 163.538,11	\$ 150.188,71	\$ 34.343,00	\$ 348.069,82	\$ 2.654.924,58
13	\$ 2.654.924,58	\$ 313.726,82	\$ 154.782,10	\$ 158.944,71	\$ 32.504,24	\$ 346.231,06	\$ 2.495.979,87
14	\$ 2.495.979,87	\$ 313.726,82	\$ 145.515,63	\$ 168.211,19	\$ 30.558,28	\$ 344.285,10	\$ 2.327.768,68
15	\$ 2.327.768,68	\$ 313.726,82	\$ 135.708,91	\$ 178.017,90	\$ 28.498,87	\$ 342.225,69	\$ 2.149.750,77
16	\$ 2.149.750,77	\$ 313.726,82	\$ 125.330,47	\$ 188.396,35	\$ 26.319,40	\$ 340.046,22	\$ 1.961.354,43
17	\$ 1.961.354,43	\$ 313.726,82	\$ 114.346,96	\$ 199.379,85	\$ 24.012,86	\$ 337.739,68	\$ 1.761.974,57
18	\$ 1.761.974,57	\$ 313.726,82	\$ 102.723,12	\$ 211.003,70	\$ 21.571,85	\$ 335.298,67	\$ 1.550.970,87
19	\$ 1.550.970,87	\$ 313.726,82	\$ 90.421,60	\$ 223.305,22	\$ 18.988,54	\$ 332.715,35	\$ 1.327.665,65
20	\$ 1.327.665,65	\$ 313.726,82	\$ 77.402,91	\$ 236.323,91	\$ 16.254,61	\$ 329.981,43	\$ 1.091.341,74
21	\$ 1.091.341,74	\$ 313.726,82	\$ 63.625,22	\$ 250.101,59	\$ 13.361,30	\$ 327.088,11	\$ 841.240,15
22	\$ 841.240,15	\$ 313.726,82	\$ 49.044,30	\$ 264.682,52	\$ 10.299,30	\$ 324.026,12	\$ 576.557,63
23	\$ 576.557,63	\$ 313.726,82	\$ 33.613,31	\$ 280.113,51	\$ 7.058,80	\$ 320.785,61	\$ 296.444,13
24	\$ 296.444,13	\$ 313.726,82	\$ 17.282,69	\$ 296.444,13	\$ 3.629,37	\$ 317.356,18	\$ 0,00

El préstamo tiene una tasa de interés mensual del 5,83% y la cuota mensual es de \$313.762,82.

Además, deben contabilizarse los gastos de administración e impuestos que serían \$ 63.331,80 y \$ 322.101,90 respectivamente. La tasa de interés mensual será del 5,83%. El costo financiero total (mensual) sería de 7,3%.

2) CONCLUSIONES SOBRE EL EJEMPLO PRÁCTICO

Se puede observar que tanto el financiamiento en el mercado de capitales como en los bancos, tienen sus ventajas y desventajas. Se advierte como más beneficiosa la opción de realizar una oferta pública de obligaciones negociables simple no convertibles en acciones a comparación del préstamo bancario, si comparamos la tasa a la que se puede financiar la empresa.

Esta opción, le da la posibilidad a la empresa de financiarse a más largo plazo, a diferencia de los cheques de pago diferido. En estos instrumentos el plazo máximo de negociación son 360 días, en el caso de las obligaciones negociables, las emisiones se pueden realizar a largo plazo. Aun así, los cheques de pago diferido son una muy buena opción si la empresa desea financiarse en capital de trabajo, por eso se explica la suba en el aumento de cantidades negociadas estos últimos años en este instrumento.

Las tasas que ofrece actualmente el mercado de capitales son más razonables que las que ofrecen los bancos. Los préstamos bancarios, otorgan préstamos a tasa BADLAR + 20 puntos básicos, lo cual sería un 70% anual para quienes quieran acceder.

Otra de las ventajas que es importante tener en cuenta con las obligaciones negociables son los beneficios impositivos a los que acceden las empresas al utilizar estas herramientas. Esto es que mientras la empresa acredite en el tiempo y formas establecidas por la CNV el destino de los fondos captados, la empresa estará exenta del impuesto a los sellos e IVA por los actos relacionados a la emisión, suscripción y colocación de las obligaciones negociables, sujeto a la Ley de Obligaciones Negociables. Podrá descontar del impuesto a las ganancias los intereses devengados por la obtención de fondos provenientes de la colocación de las obligaciones negociables, como así también los gastos de emisión y colocación.

Por último y como un dato a destacar, cuando una empresa quiere acceder al mercado de capitales, ya sea, a través de una negociación de cheque de pago diferido o mediante una oferta pública de obligaciones negociables, demuestra al exterior una imagen de transparencia. Esto es así, porque para poder involucrarse al mercado de capitales, todo tiene que estar aprobado y registrado previamente por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Todas aquellas personas que quieran invertir en cualquier empresa, pueden ver y analizar los balances contables de la misma, en la página de la CNV.

3) CONCLUSIONES GENERALES

Como primera conclusión, uno de los datos alentadores, es que luego de analizar la situación general de las Pymes y su relación con el mercado de capitales, se puede ver que se ha incrementado en una buena medida. Más allá de la alta volatilidad que ha sufrido el mercado en este último tiempo, lo importante es que la cantidad de empresas que ha accedido al crédito a través del mercado de capitales viene ascendiendo, aunque todavía estamos lejos de los porcentajes que se manejan en Sudamérica.

Algunos de los datos que no ayudan a que las empresas accedan más a financiamiento son las altas tasas que se manejan en el mercado, por eso las empresas en su mayoría, se terminan volcando a solventarse financieramente del aporte de los socios, o con capital propio. Hoy el gobierno ofrece algunos créditos para Pymes (que no han sido analizados en el trabajo), con tasas mucho más convenientes que a las que se puede acceder en el mercado.

Otros de los datos que no son alentadores, es que solo 2 de cada 10 empresas está pensando en acceder al mercado de capitales. Algunas de las causas son las altas tasas que ofrece el mercado, o los elevados niveles de conflictividad laboral que se tienen actualmente en el país. También es importante nombrar que muchas de las empresas no pueden acceder a créditos por que no cuentan con los avales necesarios o con toda la información debidamente registrada que se solicitan en el ámbito bancario o financiero. Es por esto que las empresas terminan siempre optando en más medida, por los créditos a tasa subsidiada que ofrece el gobierno.

Además se entiende, que si bien ha aumentado la información con la que las empresas cuentan para poder acceder a financiamiento, todavía es incompleto el programa de difusión y no es lo suficiente efectivo como para que las empresas, puedan decidir cuál es su mejor opción. Si bien se considera que los instrumentos en general son identificados por las Pymes, no conocen las ventajas y desventajas de cada uno, y así no pueden tomar la mejor decisión dependiendo del momento en el que estén. Hoy el acceso a un crédito dependiendo del instrumento, da algunas ventajas desde el punto de vista impositivo, lo cual puede ser una gran noticia para las empresas, ya que una de las causas que más preocupación genera es la gran presión tributaria que hay en el país.

Por último es importante destacar que las Pymes existentes en el país son el sostén de la economía argentina. Están registradas 900.000 empresas de diversos rubros con producción constante y sostenida en el tiempo, extremadamente sensibles a las medidas gubernamentales de turno y al contexto macroeconómico. Las Pymes hoy por hoy, representan el 99% de las empresas del país, y generan más del 70% del empleo nacional. Está de más decir, que son una parte muy importante para el crecimiento de nuestra economía.

Por esto es necesario que las Pymes puedan acceder a toda la información de manera completa, para poder tomar la mejor decisión sobre cuál es la herramienta más beneficiosa, dependiendo del momento en el que se encuentre la economía Argentina. Se cree que el gobierno está ante una posibilidad de fomentar y hacer crecer aún más el mercado de capitales en Argentina, ya que somos uno de los países que menos desarrollado lo tiene en Sudamérica. El interés por todos estos instrumentos ha crecido en los últimos años, y va a seguir creciendo.

Las Pymes siendo el motor de la economía Argentina, necesitan sustento del gobierno, no solo en los momentos de crecimiento, sino también en momentos de mucha inestabilidad, y donde prima por sobre todas las cosas la incertidumbre económica.

Anexos

Anexo I

SECRETARÍA DE EMPRENDEDORES Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Resolución 220/2019

RESOL-2019-220-APN-SECPYME#MPYT

EL SECRETARIO DE EMPRENDEDORES Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

RESUELVE:

CAPÍTULO I - CATEGORIZACIÓN MIPYME - INSCRIPCIÓN.

ARTÍCULO 1°.- REGISTRO DE EMPRESAS MiPyMES. Créase el Registro de Empresas MiPyMES que será administrado por la Dirección Nacional de Competitividad y Financiamiento PYME, dependiente de la SECRETARÍA DE EMPRENDEDORES Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA del MINISTERIO DE PRODUCCIÓN Y TRABAJO, con las finalidades establecidas en el Artículo 27 de la Ley N° 24.467 y sus modificaciones.

ARTÍCULO 2°.- INSCRIPCIÓN. A efectos de lo dispuesto por el Artículo 2° de la Ley N° 24.467 y sus modificaciones y demás normas complementarias, serán consideradas Micro, Pequeñas o Medianas Empresas aquellas que, cumpliendo con los requisitos establecidos en la presente medida, según corresponda, obtengan su inscripción en el Registro de Empresas MiPyMES.

ARTÍCULO 3°.- CARACTERÍSTICAS RELEVANTES. A los fines de la categorización e inscripción en el Registro de Empresas MiPyMES, se considerarán características, según corresponda en cada caso, conforme el siguiente detalle:

a. Para aquellas empresas cuya actividad principal esté contemplada en el Anexo I que, como IF-2019-22286307-APN-SECPYME#MPYT forma parte integrante de la presente medida:

Código actividad - CLANAE 6 Dig	Descripción	Clasificación
461011	Venta al por mayor en comisión o consignación de cereales (incluye arroz), oleaginosas y forrajeras excepto semillas	Servicio No Transable
461012	Venta al por mayor en comisión o consignación de semillas	Servicio No Transable
461013	Venta al por mayor en comisión o consignación de frutas	Servicio No Transable
461014	Acopio y acondicionamiento en comisión o consignación de cereales (incluye arroz), oleaginosas y forrajeras excepto semillas	Servicio No Transable
461019	Venta al por mayor en comisión o consignación de productos agrícolas n.c.p.	Servicio No Transable
461021	Venta al por mayor en comisión o consignación de ganado bovino en pie	Servicio No Transable
461022	Venta al por mayor en comisión o consignación de ganado en pie excepto bovino	Servicio No Transable
461029	Venta al por mayor en comisión o consignación de productos pecuarios n.c.p.	Servicio No Transable
461039	Venta al por mayor en comisión o consignación de alimentos, bebidas y tabaco n.c.p.	Servicio No Transable
461040	Venta al por mayor en comisión o consignación de combustibles	Servicio No Transable
461091	Venta al por mayor en comisión o consignación de prod. textiles, prendas de vestir, calzado excepto el ortopédico, art. de marroquinería, paraguas y similares y prod. de cuero n.c.p	Servicio No Transable
461092	Venta al por mayor en comisión o consignación de madera y materiales para la construcción	Servicio No Transable
461093	Venta al por mayor en comisión o consignación de minerales, metales y productos químicos industriales	Servicio No Transable
461094	Venta al por mayor en comisión o consignación de maquinaria, equipo profesional industrial y comercial, embarcaciones y aeronaves	Servicio No Transable
461095	Venta al por mayor en comisión o consignación de papel, cartón, libros, revistas, diarios, materiales de embalaje y artículos de librería	Servicio No Transable
461099	Venta al por mayor en comisión o consignación de mercaderías n.c.p.	Servicio No Transable
791100	Servicios minoristas de agencias de viajes	Servicio No Transable
791200	Servicios mayoristas de agencias de viajes	Servicio No Transable

i. .Actividad y Sectores de actividad: cada empresa será encuadrada en una determinada actividad, y ésta, en un determinado sector, conforme lo dispuesto en el Artículo 4° de la presente medida. No serán consideradas Micro, Pequeñas ni Medianas Empresas aquellas que realicen algunas de las actividades excluidas, conforme lo previsto en el citado Artículo 4°.

ii. Personal ocupado: para determinar si la empresa es Micro, Pequeña o Mediana y la subcategoría en que se encuadra, se analizará el cumplimiento de los topes de personal ocupado, como se establece en el Artículo 6° de la presente medida.

iii. Relaciones de Vinculación y Control: en todos los casos, se verificará además el cumplimiento de las limitaciones a las relaciones de vinculación y/o control establecidos en el Artículo 9° de esta norma.

b. Para aquellas empresas cuya actividad principal esté contemplada en el **Anexo II** que, como IF-2019-21975843-APN-SECPYME#MPYT forma parte integrante de la presente medida:

Sección / Actividad	Descripción
K	Intermediación Financiera y servicios de seguros
641	Intermediación monetaria
643	Fondos y sociedades de inversión y entidades financieras similares
649	Servicios financieros excepto los de la banca central y las entidades financieras
651	Servicios de seguros
652	Reaseguros
653	Administración de fondos de pensiones, excepto la seguridad social obligatoria
661	Servicios auxiliares a la actividad financiera, excepto a los servicios de seguros
662	Servicios auxiliares a los servicios de seguros
663	Servicios de gestión de fondos a cambio de una retribución o por contrata

L	Servicios inmobiliarios
681	Servicios inmobiliarios realizados por cuenta propia, con bienes propios o arrendados
682	Servicios inmobiliarios realizados a cambio de una retribución o por contrata

i. Actividad y Sectores de actividad: cada empresa será encuadrada en una determinada actividad, y ésta, en un determinado sector, conforme lo dispuesto en el Artículo 4° de la presente resolución. No serán consideradas Micro, Pequeñas ni Medianas Empresas aquellas que realicen algunas de las actividades excluidas, conforme lo previsto en el citado Artículo 4°.

ii. Ventas Totales Anuales y Topes: para determinar si la empresa es Micro, Pequeña o Mediana y la subcategoría en que se encuadra, se analizarán los valores de las Ventas Totales Anuales y los Topes de Ventas Totales Anuales del modo previsto en el Artículo 5° de la presente medida.

iii. Activos: además de las Ventas Totales Anuales, las empresas cuya actividad principal fuera alguna de las descritas en el Anexo II de la presente medida, deberán cumplir con el límite de activos conforme se prevé en el Artículo 7° de esta norma.

iv. Relaciones de Vinculación y Control: en todos los casos, se verificará además el cumplimiento de las limitaciones a las relaciones de vinculación y/o control establecidos en el Artículo 9° de la presente resolución.

c. Para todas aquellas empresas que no se encuentren comprendidas en los incisos a) y b) del presente artículo, se regirán conforme el siguiente detalle:

i. Actividad y Sectores de actividad: cada empresa será encuadrada en una determinada actividad, y ésta en un determinado sector, conforme lo dispuesto en el Artículo 4° de la presente medida. No serán consideradas Micro, Pequeñas ni Medianas Empresas aquellas que realicen algunas de las actividades excluidas, conforme lo previsto en el citado Artículo 4°.

ii. Ventas Totales Anuales y Topes: para determinar si una empresa es Micro, Pequeña o Mediana y la subcategoría en que se encuadra, se analizarán los valores de las Ventas Totales Anuales y los Topes de Ventas Totales Anuales del modo previsto en el Artículo 5° de la presente resolución.

iii. Relaciones de Vinculación y Control: en todos los casos, se verificará además el cumplimiento de las limitaciones a las relaciones de vinculación y/o control establecidos en el Artículo 9° de esta norma.

ARTÍCULO 4°.- ACTIVIDAD Y SECTORES. ACTIVIDADES EXCLUIDAS. A los efectos de la presente medida, la actividad que corresponde a cada empresa será la “Actividad Principal” declarada por la misma ante la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS, entidad autárquica en el ámbito del MINISTERIO DE HACIENDA, de conformidad con lo dispuesto en la Resolución General N° 3.537 de fecha 30 de octubre de 2013 de la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS, entidad autárquica en el ámbito del ex MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS.

A los efectos de determinar el sector de actividad que corresponde a una empresa, se adopta la agrupación por sector conforme el **Cuadro A del Anexo III** que, como IF-2019-21975861-APN-SECPYME#MPYT, forma parte integrante de la presente medida, siguiendo la definición de

actividades del “Clasificador de Actividades Económicas (CLAE) - Formulario N° 883” aprobado por el Artículo 1° de la citada Resolución General N° 3.537/13 de la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS.

SECTOR	SECCIÓN
AGROPECUARIO	A AGRICULTURA, GANADERÍA, CAZA, SILVICULTURA Y PESCA
INDUSTRIA Y MINERÍA	B EXPLOTACIÓN DE MINAS Y CANTERAS
	C INDUSTRIA MANUFACTURERA
	H SERVICIO DE TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO, solo las actividades 492110, 492120, 492130, 492140, 492150, 492160, 492170, 492180, 492190, 492210, 492221, 492229, 492230, 492240, 492250, 492280, 492290
	J INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES, solo las actividades 591110, 591120, 602320, 631200 (*), 620100, 6220200, 620300, 620900
SERVICIOS	D ELECTRICIDAD, GAS, VAPOR Y AIRE ACONDICIONADO
	E SUMINISTRO DE AGUA, CLOACAS, GESTIÓN DE RESIDUOS Y RECUPERACIÓN DE MATERIALES
	H SERVICIO DE TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO (excluyendo las actividades detalladas en el Sector "Industria y Minería")
	I SERVICIO DE ALOJAMIENTO Y SERVICIOS DE COMIDA
	J INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES (excluyendo las actividades detalladas en el Sector "Industria y Minería")
	K INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y SERVICIOS DE SEGUROS
	L SERVICIOS INMOBILIARIOS
	M SERVICIOS PROFESIONALES, CIENTÍFICOS Y TÉCNICOS
	N ACTIVIDADES ADMINISTRATIVAS Y SERVICIOS DE APOYO (incluye alquiler de vehículos y maquinaria sin personal)
	P ENSEÑANZA
	Q SALUD HUMANA Y SERVICIOS SOCIALES
	R SERVICIOS ARTÍSTICOS, CULTURALES, DEPORTIVOS Y DE ESPARCIMIENTO (excluyendo la actividad 920 "Servicios Relacionados con el Juego de Azar y Apuestas")
	S SERVICIOS A DE ASOCIACIONES Y SERVICIOS PERSONALES
CONSTRUCCIÓN	F CONSTRUCCIÓN
COMERCIO	G COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACIÓN DE VEHÍCULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS

No serán consideradas Micro, Pequeñas ni Medianas Empresas, aquellas que realicen alguna de las actividades excluidas que se detallan en el **Cuadro B del Anexo III** de la presente resolución.

T	SERVICIOS DE HOGARES PRIVADOS QUE CONTRATAN SERVICIO DOMÉSTICO
U	SERVICIOS DE ORGANIZACIONES Y ÓRGANOS EXTRATERRITORIALES
O	ADMINISTRACION PUBLICA, DEFENSA Y SEGURIDAD SOCIAL OBLIGATORIA
R 920	SERVICIOS RELACIONADOS CON JUEGOS DE AZAR Y APUESTAS

ARTÍCULO 5°.- VENTAS TOTALES ANUALES Y TOPEs. Aquellas empresas cuya actividad principal declarada ante la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS no sea alguna de las detalladas en el Anexo I de la presente medida, podrán inscribirse en el Registro de Empresas MiPyMES siempre que sus valores de ventas totales anuales expresados en PESOS (\$) no superen los tope establecidos en el **Cuadro A del Anexo IV** que, como IF-2019-21975889-APN-SECPYME#MPYT, forma parte integrante de la presente resolución.

A. Límites de ventas totales anuales expresados en PESOS (\$)

Categoría	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y minería	Agropecuario
Micro	12.710.000	6.740.000	23.560.000	21.990.000	10.150.000
Pequeña	75.380.000	40.410.000	141.680.000	157.740.000	38.180.000
Mediana tramo 1	420.570.000	337.200.000	1.190.400.000	986.080.000	272.020.000
Mediana tramo 2	630.790.000	481.570.000	1.700.590.000	1.441.090.000	431.450.000

Entiéndase por valor de ventas totales anuales al monto de las ventas que surja del promedio de los últimos TRES (3) ejercicios comerciales o años fiscales, según la información declarada ante la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS. Se excluirá del cálculo el monto del Impuesto al Valor Agregado y el/los impuesto/s interno/s que pudiera/n corresponder; y se deducirá hasta el SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75 %) del monto de las exportaciones.

ARTÍCULO 6°.- CARACTERIZACIÓN SEGÚN PERSONAL OCUPADO. Para aquellas empresas cuya actividad principal declarada ante la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS sea alguna de las detalladas en el Anexo I de la presente medida, a efectos de la inscripción como Micro, Pequeña o Mediana Empresa, se considerarán los límites de personal ocupado establecidos en el **Cuadro B del Anexo IV** de la presente medida, sin analizarse las ventas totales.

B. Límites de personal ocupado

Tramo	Actividad				
	Construccion	Servicios	Comercio	Industria y Minería	Agropecuario
Micro	12	7	7	15	5
Pequeña	45	30	35	60	10
Mediana Tramo 1	200	165	125	235	50
Mediano Tramo 2	590	535	345	655	215

Entiéndase por personal ocupado aquel que surja del promedio de los últimos TRES (3) ejercicios comerciales o años fiscales, según la información brindada por la empresa mediante el Formulario de Declaración Jurada F. 931 de la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS, o el que en el futuro lo reemplace, presentado para los períodos correspondientes.

ARTÍCULO 7°.- CATEGORIZACIÓN SEGÚN ACTIVOS. En el caso de las empresas que tengan como actividad principal declarada ante la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS alguna de las actividades detalladas en el Anexo II de la presente resolución, además de cumplir con lo establecido en el Artículo 5° de la presente medida, el valor de sus activos no deberá superar el monto límite, expresado en PESOS (\$), que se prevé en el **Cuadro C del Anexo IV** de la presente medida.

C. Límite de activos expresados en pesos (\$)

Tope de activos En pesos
193.000.000

Entiéndase por valor de los activos al monto informado en la última Declaración Jurada del Impuesto a las Ganancias vencida al momento de la solicitud de la inscripción en el Registro de Empresas MiPyMES.

ARTÍCULO 8°.- EMPRESAS NUEVAS. En los casos de empresas cuya antigüedad sea menor que la requerida para el cálculo tanto de las ventas totales anuales como del personal ocupado, se promediará la información de los ejercicios comerciales o años fiscales cerrados. Si la empresa posee algún ejercicio irregular cerrado, las ventas del mismo se anualizarán a efectos de cálculo de las ventas totales anuales.

Aquellas empresas que no posean un ejercicio comercial o año fiscal cerrado serán categorizadas como Micro Empresas hasta el acaecimiento del plazo establecido en el Artículo 15 de la presente medida, salvo que les fuera aplicable lo previsto en el último párrafo del Artículo 4° y/o en el Artículo 9° de la presente resolución.

Anexo II

Sociedades de Garantía Recíproca

La Ley 24.467 promulgada en marzo de 1995 posibilitó el surgimiento de las Sociedades de Garantía Recíprocas (SGRs) con el objeto de promover el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas (Pymes).

Las SGRs se crearon para facilitar el acceso al crédito de dichas empresas, a través del otorgamiento de garantías a sus socios partícipes. Los instrumentos financieros ofrecidos por las SGRs fueron ganando aceptación tanto entre las PyMEs beneficiarias como entre los aceptantes de estas garantías.

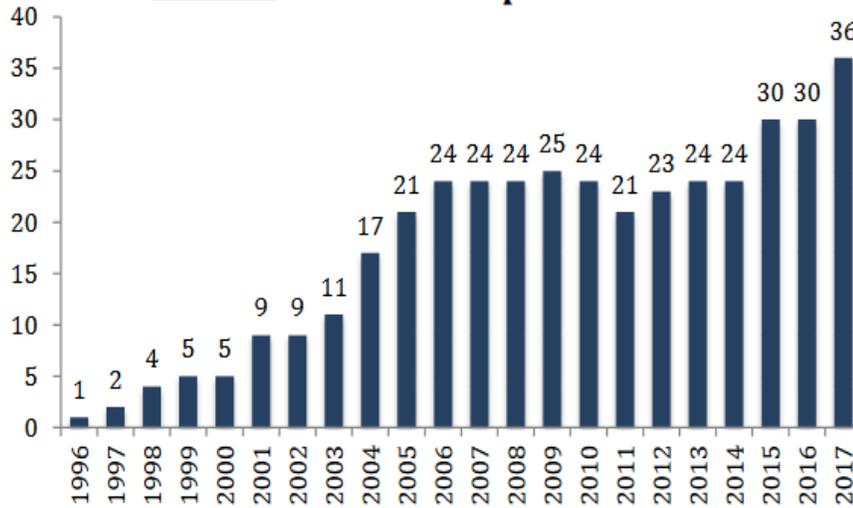
Las SGRs desarrollan su actividad a través de la emisión de avales financieros, técnicos (cumplimiento de contratos) o mercantiles (ante proveedores o anticipo de clientes) y de cualesquiera de los permitidos por el derecho mediante la celebración de Contratos de Garantía Recíproca.

Las SGRs están constituidas por Socios Partícipes y Protectores. Los Socios Partícipes son únicamente los titulares de pequeñas y medianas empresas, sean personas físicas o jurídicas, y tienen como mínimo el 50% de los votos en asamblea. Los Socios Protectores pueden ser personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al Capital Social y al Fondo de Riesgo de las SGR, detentando como máximo el 50% del Capital Social. Los gobiernos provinciales o municipales pueden ser socios protectores de una SGR en la medida que se lo permitan sus respectivos ordenamientos jurídicos. El 27 de julio de 2018 entró en vigencia la Resolución 455/2018 de la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa. Esta resolución reemplaza a todas las normas anteriores, es decir, deroga la resolución 212/2013 y las disposiciones E 34/2016, E 64/2017 y E 80/2017 de la Subsecretaría de Financiamiento de la Producción, quedando vigentes la Ley 24.467, Decreto 699/2018 y la nueva Resolución 455/2018.

El marco normativo vigente determina que las SGRs no podrán asignar a un mismo socio garantías por un valor que supere el 5% del Fondo de Riesgo. Las SGRs no pueden asignar obligaciones con un mismo acreedor por más del 25% de su Fondo de Riesgo, a excepción de instituciones públicas. Asimismo, de acuerdo a las disposiciones vigentes, las SGRs deben cumplir con límites para la participación de sus Socios Protectores en los Fondos de Riesgo y mínimos Grados de Utilización del Fondo para obtener autorizaciones de aumentos y reimposiciones a dichos Fondos.

Durante el año 2017 la cantidad de SGR con autorización para funcionar alcanzó las 36, el número más alto de toda la serie. Entre 2003 y 2006 el número se había más que duplicado al incrementarse desde 11 hasta 24. Luego de una caída en el bienio 2010-2011 que llevó la cantidad de SGR a 21, se observó otra gran expansión que las llevó a 30 en 2015 y hasta 36 en la actualidad.

SGR con autorización para funcionar

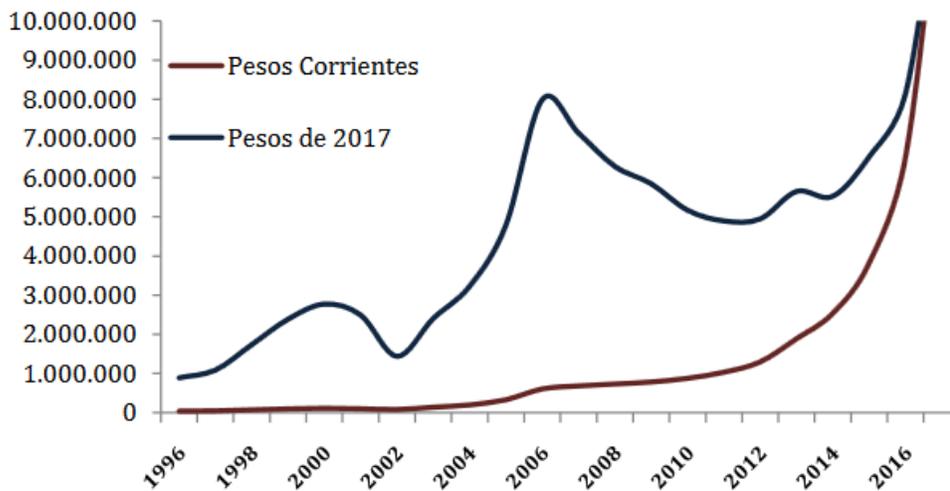


Fuente: Ministerio de Producción

Fondo de riesgo

En cuanto a los fondos de riesgo integrados, durante 2017 se superaron ampliamente los \$10.000 millones alcanzando los casi \$14.000 millones, más que duplicando en valores corrientes los poco más de \$6.500 millones del año 2016. A precios de 2017, descontado el efecto de la inflación, se observan dos grandes ciclos de fuerte expansión. Uno entre 2003-2006 con un incremento superior al 450% (respecto de 2002) a un ritmo promedio anual de más de un 50%. El otro entre 2015-2017 (respecto de 2014) cuando se incrementó más de un 150% a un ritmo promedio anual superior al 36%.

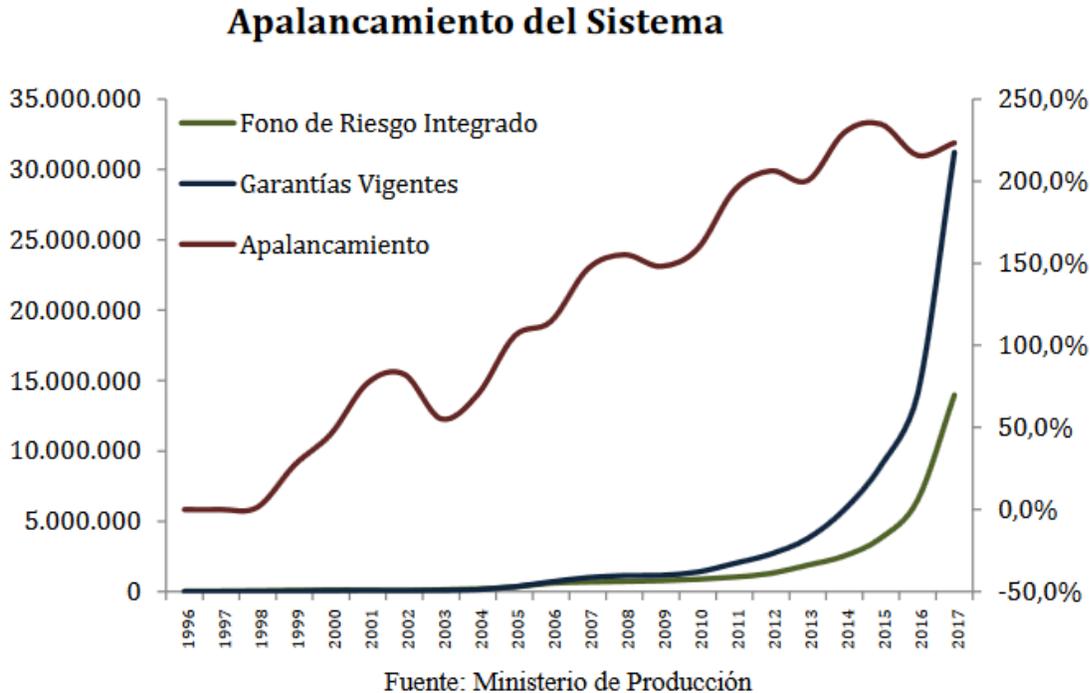
Fondo de Riesgo Integrado (En \$ miles corrientes y de 2017)



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Producción, IPC cqp e Indec

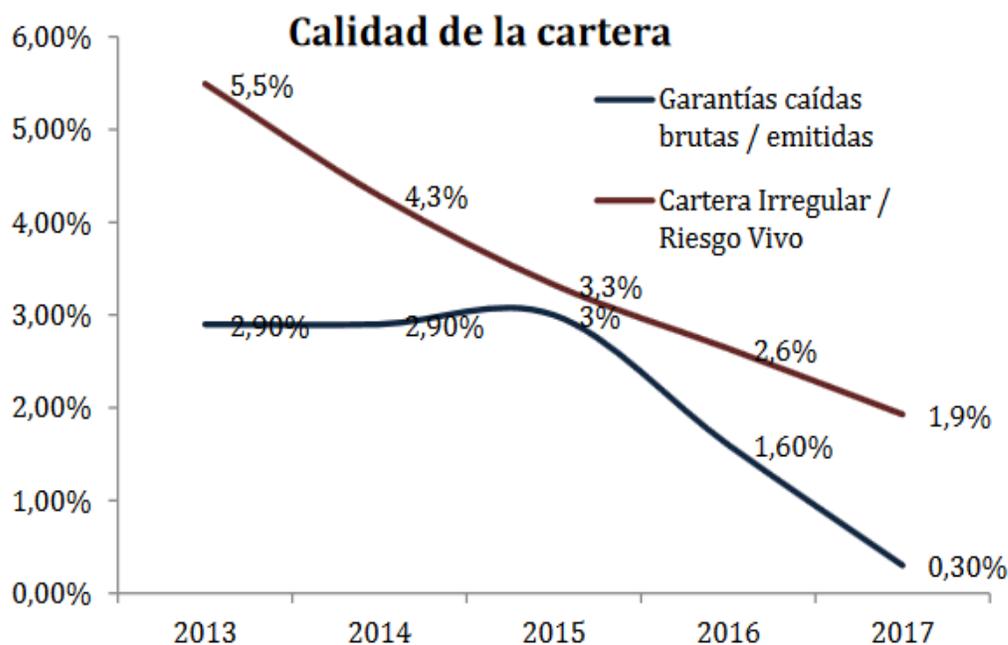
Apalancamiento

El apalancamiento durante el 2017 fue cercano al 225%, cerca del máximo nivel histórico, manteniéndose por encima del 200% desde el año 2011. Durante los años 2014 y 2015 rondó el 230%. Antes, el último gran crecimiento se había manifestado en los años 2004 y 2007, cuando pasó rondar el 50% a casi un 150%.



Calidad de las carteras

En cuanto a la calidad de los activos los indicadores expresan un buen desempeño. Las tasas de interés reales negativas producto de tasas de inflación elevadas favorecieron a los niveles de cartera irregular se mantengan bajos, 1,9% del riesgo vivo a fines de 2017. Además, las garantías caídas brutas pasaron de ser el 2,9% del riesgo vivo en 2013 al 0,3% en el 2017. Mientras que el ratio entre el monto de las garantías recuperadas en función de las caídas durante los últimos tres años el ratio fue cercano a 1 (97,2%). Es de esperar que mientras las tasas de inflación se mantengan en niveles actuales o superiores estos indicadores mantengan la tendencia.



Fuente: Elaboración propia en base a FIX y Ministerio de Producción

Las dos grandes expansiones del mercado (2004-2006) y (2012-2017)

Al observar las principales estadísticas desde su creación puede observarse que el mercado de garantías ha experimentado dos grandes expansiones. La primera de ellas durante la post convertibilidad en donde el contexto macro, las facilidades para desgravar impuestos y la falta de control hizo crecer notablemente la cantidad de SGR y una segunda expansión que tuvo que ver con un incremento sustantivo en las autorizaciones para funcionar.

Primera expansión (2004-2006)

El primer gran crecimiento del sistema se experimentó en la post convertibilidad. Una conjunción de factores que combinaron bajo riesgo y buena rentabilidad favorecieron la expansión. Por un lado los socios protectores contaban con la posibilidad de acceder a una desgravación impositiva imputando la inversión en el fondo de riesgo como un gasto, mientras que además se le adicionaba el rendimiento del fondo de riesgo. Por otro lado las exigencias eran bajas. Los fondos debían estar inmovilizados por un plazo de dos años y debían otorgarse garantías por un mínimo de 80% del fondo aportado. Todo esto en un contexto macroeconómico de crecimiento sostenido que colaboraba con una baja morosidad.

Durante el período señalado la cantidad de SGR con autorización para funcionar se incrementó de 11 a 24 , un incremento de cerca de un 120%. Durante el mismo período el fondo de riesgo integrado se incrementó más del 230%, en pesos constantes. El saldo de garantías vigentes verificó un comportamiento expansivo aún mayor con un crecimiento, también en pesos constantes de un 589%. Por su parte el apalancamiento pasó de un 82% en 2002 a 114% en 2006 proceso que se aceleró a partir del año 2007 dónde llegó a cerca del 150%.

Sin embargo el incremento de las SGR en términos cuantitativos no fue acompañado por un escenario virtuoso en términos cualitativos. Buena parte del incremento tuvo que ver con grandes empresas que formaron su SGR con MiPymes que conformaban su red de proveedores. En estos casos era recurrente que la financiación que de todas maneras la gran empresa realizaba en el pasado a sus proveedores ahora se hacía con el aval de la SGR, convirtiéndose en una garantía redundante y una transferencia del estado, que deja de recibir impuestos, a las grandes empresas que de todos modos realizaban financiaban a sus proveedores.

En definitiva no se generaba adicionalidad pero sí un costo fiscal superfluo. Desgravar impuestos con mínimo apalancamiento. La situación descrita precedentemente conducía a un sistema totalmente desvirtuado derivó en una serie de medidas tomadas por la SEPYME en el año 2006 con la finalidad de alcanzar un ordenamiento general del sistema. Entre las medidas más importantes se pueden mencionar:

- Se limitó la ampliación del sistema mediante la suspensión de la autorización de nuevas SGR y del fondo de riesgo de las SGR existentes mientras se procedía a auditar la totalidad de las SGR, llegándose, en caso extremo, a la revocación de la autorización para funcionar de dos SGR.
- Se exigió un apalancamiento de 150% para aceptar la reimposición del fondo de riesgo una vez caducado el plazo de la inversión y un apalancamiento del 250% para solicitar aumento de fondo de riesgo.
- Se establecieron incentivos para estimular el otorgamiento de garantías a mayores plazos, y la obligatoriedad de inscripción en el BCRA,
- Para incrementar las capacidades de control y fiscalización se estableció la obligatoriedad de inscripción en el BCRA

Como resultado de estas medidas el apalancamiento del sistema aumentó considerablemente manteniendo el mismo costo fiscal. Mientras que durante el primer trimestre del 2006 rondaba el 120% a fines del año siguiente llegó al 170%.

Segunda expansión (2012-2017)

Desde el año 2012 y hasta la actualidad se observa una segunda gran expansión del mercado. Las SGR autorizadas para funcionar se incrementaron más de un 50% pasando de 23 a 36 en el 2017. En ese mismo período el fondo de riesgo en precios constantes (de 2017) se incrementó 185% y mientras que el saldo de garantías vigentes lo hizo un 228%.

Cómo se indicó, este crecimiento en el número de entidades redundó en un incremento de las garantías otorgadas que alcanzó los \$31.234 millones a fines de 2017. En términos reales, a precios de 2017, significa el doble de las otorgadas apenas dos años antes, esto da cuenta de que el fenómeno del crecimiento que no se circunscribe a un carácter meramente nominal. Un punto a destacar es que durante el 2017 sí se pudo verificar un alza en el tamaño medio de las garantías, un 20% respecto del promedio de años anteriores si se lo mide en términos constantes, a precios de 2017.

El mencionado incremento en el volumen de garantías vigentes, naturalmente acompañado de la necesidad de un mayor colateral que lo respalde, generó también un alza en los fondos de riesgo integrados. Al ser el alza en el volumen de garantías más elevado que el de los activos las originan el apalancamiento creció desde alrededor de un 200%, cifra en la que se encontraba en el año 2011, hasta un 225% en el 2017.

Esta segunda expansión en las garantías otorgadas por las SGR no ha modificado otros aspectos como la distribución geográfica y sectorial de los avales que como se verá siguen estando concentradas en las mismas regiones y actividades.

El FoGAR

Una medida de particular trascendencia tomada junto con las modificaciones en el marco normativo es la creación del FoGAR. En búsqueda de ampliar la cobertura del sistema y mediante el decreto 27/2018 se creó el Fondo de Garantía Argentino (FoGAR), modificando el FoGaPyME, en donde el Banco Nación deja de ser el fiduciario. Este nuevo fondo de garantía público ofrecerá coberturas de re afianzamiento a las garantías emitidas por las SGR.

El artículo 9º de la Ley 27.444 da cuenta del objetivo del FoGAR que consiste en “otorgar garantías en respaldo de las que emitan las sociedades de garantía recíproca, y ofrecer garantías directas e indirectas, a fin de mejorar las condiciones de acceso al crédito de las personas que desarrollen actividades económicas y/o productivas en el país, a:

- a) Las entidades financieras autorizadas por el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA.
- b) Las entidades no financieras que desarrollen herramientas de financiamiento.
- c) Inversores de instrumentos emitidos bajo el régimen de oferta pública en bolsas de comercio y/o mercados de valores debidamente autorizados por la Comisión Nacional de Valores.”

El patrimonio del FogAr está constituido por los bienes fideicomitidos provenientes de: i) aportes a favor de Fogapyme, ii) recursos asignados por el Estado Nacional, iii) recupero de las garantías honradas, iv) dividendos o utilidades percibidas por la tenencia de acciones, v) ingresos generados por el financiamiento de otros instrumentos financieros, vi) el producido de sus operaciones y renta de los bienes fideicomitidos, vii) ingresos obtenidos por la emisión de Valores Representativos de Deuda que emita el Fiduciario y viii) aportes solidarios.

El FoGAR actuará entonces como una entidad de reafianzamiento para las SGR y para los Fondos de garantías nacionales, provinciales o regionales. Buscará ser importante en la búsqueda de sustentabilidad y una mayor salud financiera del sistema en un marco dónde se facultará a las SGR a otorgar garantías a empresas y terceros no asociados (no partícipes).

En el marco del FoGAR otro aspecto importante a destacar es la posibilidad de constituir Fondos de afectación específica para el otorgamiento de garantías a una determinada jurisdicción, o tamaño, o sector económico, u otros parámetros a establecer la Autoridad de Aplicación.

Por su parte se establece que “La administración del patrimonio fiduciario del FoGAR y la aprobación de los criterios de elegibilidad de las operaciones a avalar estará a cargo de un comité de administración” y que los miembros de este comité estará “...serán designados por la autoridad de aplicación, y cuya presidencia estará a cargo del señor ministro de Producción o del representante que éste designe y la vicepresidencia a cargo del señor secretario de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa, o quien este designe.”

Bibliografía

Fuentes consultadas

Erpen, Mónica; “Mercado de capitales: manual para no especialistas”. -1a ed. - Buenos Aires: Temas Grupo Editorial, 2010

Macchi, Julio: “*La Inversión Bursátil*”. Buenos Aires, Argentina. 1988

Ley de la Pequeña y Mediana Empresa (N° 24.467), Marzo 23 de 1995.

Ley de fomento a la micro, pequeña y mediana empresa (Ley N° 25300), Septiembre 4 de 2000.

Categorización para la micro, pequeña y mediana empresa (Ley N° 27.264), Julio 29 de 2016.

Cuyo Aval SGR Informe Marzo 2019 – Sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas

Páginas de internet consultadas:

<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>

<http://www.economia.mendoza.gov.ar/subsecretaria-de-industria-y-comercio/>

<https://pymes.afip.gob.ar/estiloAFIP/pymes/ayuda/normativaRegistroPyme.asp>

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

https://www.unsam.edu.ar/escuelas/economia/investigacionpublicaciones/wp-content/uploads/2018/08/Manzanal_SGR.pdf

<https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/205554/20190415>

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/15000-19999/15932/texact.htm>

https://es.wikipedia.org/wiki/Peque%C3%B1a_y_mediana_empresa

DECLARACIÓN JURADA RESOLUCIÓN 212/99 CD

El autor de este trabajo declara que fue elaborado sin utilizar ningún otro material que no haya dado a conocer en las referencias que nunca fue presentado para su evaluación en carreras universitarias y que no transgrede o afecta los derechos de terceros.

Mendoza,18/12/2020.....


.....M.B.F.F. B:FFi
Firma y aclaración

27036

.....
Número de registro

35515887

.....
DNI