

“Financiamiento de las PyMES en el Mercado de Capitales.”

por Anahi Cordero¹

I. Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES).

Las PyMES son el motor de las economías en todos los países del mundo. Las fuertes caídas de ventas que sufrieron durante la pandemia, sumado a la falta de crédito en los últimos años trae aparejado la búsqueda de alternativas de financiación y a fin de lograr no solo la recuperación sino el crecimiento de estas empresas. La adaptación a las nuevas costumbres de los consumidores también significa la necesidad de nuevas tecnologías y por lo tanto nuevas inversiones y capital de trabajo para las PyMES. Para poder invertir y crecer es imprescindible obtener crédito, lo que a veces se torna difícil, atento la falta de ofertas de crédito a largo plazo y las exigencias formales crediticias por parte de las entidades financieras. Es así como las PyMES recurren al autofinanciamiento el que generalmente no es suficiente y ello implica un menor crecimiento. La falta de financiación a mediano y largo plazo tiene como consecuencia la falta de modernización que exige el mercado actual.

A fin de recuperar el capital de trabajo, realizar inversión en bienes para la producción o reconversión y/o modernización necesaria para poder ser competitivas es posible buscar nuevas alternativas de crédito a mediano y largo plazo, fuera del sistema bancario y con beneficios impositivos. Sumado a ello, el compromiso asumido en el mundo en cuanto a la producción con Responsabilidad Empresaria (RSE) y, en especial el compromiso con el cambio climático, la PyMES también tienen la posibilidad de financiamiento a través de las finanzas sostenibles para todos aquellos proyectos que puedan ser catalogados como sociales, verdes y sustentables². Estas posibilidades las

¹ Magister en Derecho Empresario. Abogada. Profesora Adjunta Derecho Comercial Facultad de Derecho UBA a cargo de la Materia Sociedades Abiertas y Mercado de Capitales.

² <http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/revista-deconomi/revistas/rev-deconomi-Ed-0016.pdf>.

“Finanzas sostenibles con perspectiva de género” por Anahí Cordero

puede utilizar las Pymes a fin de financiar estos proyectos a través del Mercado de Capitales, debiendo a tal fin constar con una calificación al respecto.

La falta de difusión y como consecuencia de ello la falta de conocimientos por parte de los administradores de las pequeñas y medianas empresario y en especial sus asesores legales y financieros hace que una empresa pequeña o mediana no explore otra posibilidades de financiamiento fuera del sistema crediticio bancario debido al mito existente en cuanto a que el Mercado de Capitales es únicamente para las grandes empresas, ya que en general es considerado como una opción para las sociedades de gran patrimonio o sociedades “Abiertas” .

La CNV ha anunciado³ recientemente que realizará acciones en forma conjunta con CAME a fin de incentivar la participación de las PyMES en el Mercado de Capitales, tales como la realización de un programa de formación para PyMES centrado en los instrumentos que ofrece el Mercado de Capitales. Todo ello de acuerdo con la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 que tiene entre sus objetivos promover el acceso al mercado de capitales a las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES), generar nuevos instrumentos de inversión y fomentar la canalización del ahorro hacia la financiación de proyectos productivos y el desarrollo de las economías regionales. Las normas de la CNV indican cuales son los requisitos del ingreso de las PyMES al Mercado de Capitales, diferenciándolas del resto de las Sociedades que ofrecen sus instrumentos en la Oferta Pública.

Coincidimos en cuanto a que las causas que dificultan y/o impiden el acceso al crédito por parte de las PyMES no solo en Argentina sino en todo el mundo son: 1) Asimetría con que la información se distribuye entre la oferta y la demanda potencial, 2) Informalidad; 3) Carencia de capacidad management necesaria; 4) Falta de planificación de actividad futura; 5) Rigidez de los

³ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-cnv-y-came-acuerdan-promover-el-financiamiento-pyme-0> “ El titular de la CAME afirmó que “Solo el 3% de todo lo que mueve el mundo financiero argentino está direccionado a financiamiento PYME, lo que es un número muy bajo”.Por su parte el presidente de la CNV, Roberto E. Silva dijo que “promover la inclusión de las PyMES a través de acciones concretas de educación financiera es clave para el desarrollo del mercado de capitales”..

mercados; 6) Mayores costos financieros; 7) Garantías, teniendo las pequeñas empresas fuerte desventaja en los mercados financieros con relación a las de mayor envergadura, siendo la brecha muy grande en cuanto al acceso al financiamiento⁴, agregando a estas dificultades la falta de educación financiera tanto para los titulares de las PyMES como para los inversionistas.

Ante la falta de crédito en el mercado financiero, las PyMES se financian con lo que se denomina “capital paciente” o sea con la propia autofinanciación por parte de los socios que se traduce en la no distribución de dividendos de las ganancias liquidas y realizadas y la utilización de las mismas como capital de trabajo o capital de inversión o por aportes realizados por los mismos socios, sean estos a través de aumentos de capital o a través de aportes irrevocables, los que muchas veces se realizan al solo efecto de absorber las perdidas. Esto puede generar falta de crecimiento además de los conflictos societarios como consecuencia de la no distribución de dividendos entre aquellos que son socios pero no trabajan dentro de la sociedad o no tienen un cargo retribuido en la misma.

II. Instrumento de financiación de las PYMES en el Mercado de Capitales.

Los instrumentos del mercado de capitales con los que cuentan las PyMES son : (i) Cheque de pago diferido; (ii) Pagare Avalado; (iii) ON Simple Garantizada; (iv) ON régimen Regular; (v) VCP (Valores de Corto Plazo) (vi) Fideicomisos Financieros y (vii) Acciones régimen simplificado

Algunos de los instrumentos están dirigidos únicamente a inversores calificados y otros a inversores calificados y no calificados.

En el presente trabajo únicamente nos referiremos a las Obligaciones Negociables (ON) Régimen PYME CNV y REGIMEN PYME CNV GARANTIZADA.

⁴ Bartolome Aleman, Paola Lorena. “La implicancia que el decreto Nro. 27/2018 podría traer aparejadas en el sistema de las Sociedades de Garantía Reciproca creado por ley 24.467 y sus modificatorias. XVI Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. Hacia un nuevo Derecho Societario Tomo 1 pag. 660 Ed. FDER/UNR Rosario, 2019.

III. Obligaciones Negociables PyME conforme las Normas

CNV⁵

Para la CNV, PyME son aquellas definidas en los términos de Micro, Pequeña y Mediana Empresa por la SEPYME (Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y los Emprendedores) , inscriptas en el Registro de Empresas MiPyME a cargo de la autoridad de aplicación instituida por la Ley N° 24.467. Quedan exceptuados de esta calificación Bancos, Compañías de Seguros y Mercados autorizados.

La PyMES pueden emitir Obligaciones Negociables (ON) , sean estas bajo el régimen PYME CNV o bajo el régimen PYME CNV GARANTIZADO:

Las obligaciones negociables están legisladas en la ley 23.576, modificada por la ley 27740. Son valores negociables emitidos por sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, cooperativas y Asociaciones Civiles. El ingreso de la emisora al régimen de oferta pública de valores negociables deberá ser resuelto por asamblea en el caso que no este previsto en los estatutos de la sociedad. En las asociaciones civiles debe estar previsto en los estatutos su emisión y decidirse por asamblea.

Las similitudes diferencias y similitudes entre las emisiones de Obligaciones Negociables (ON) Régimen PYME CNV y REGIMEN PYME CNV GARANTIZADA son las siguientes:

1.- Monto de emisión: PYME CNV : UVA 19.000.000 y REGIMEN PYME CNV GARANTIZADA: UVA 10.000.000

2.- Destino de los fondos: para ambas el destino de los fondos es de Inversión productiva, capital de trabajo o reestructuración de pasivos

3.- Tasa de interés: Fija o variable (BADLAR + margen) para ambas.

4.- Tramite 100% electrónico para ambas.

5.- Obligación de brindar toda la información requerida por las normas de la CNV ante la autopista de información financiera para ambas, con alguna excepción en cuanto a comunicación de hechos relevantes.

⁵ <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/MarcoRegulatorio?panel=3>

6.- Una sociedad puede emitir bajo ambos regímenes sus ON, quedando en tal caso sujetas al régimen más riguroso.

7.- Mecanismo de colocación: Las ON PYME CNV GARANTIZADA: únicamente se permite la colocación primaria de “subasta o licitación pública” (art. 22 Normas CNV) .

8.- Las sociedades que emitan ON PYME CNV GARANTIZADA están exentas de cumplir con el Régimen informativo periódico de las Normas de la CNV y los Hechos Relevantes a comunicar se reducen a temas relacionados con concurso preventivo y hechos que de cualquier naturaleza y acontecimientos fortuitos que obstaculicen o puedan obstaculizar el desenvolvimiento de sus actividades

9.- ON PYME CNV GARANTIZADA únicamente podrán ser adquiridos por inversores calificados.

10.- El plazo del vencimiento de las obligaciones puede ser hasta el del vencimiento del plazo de la sociedad.

11.- Están exceptuadas del pago de tasa anual de fiscalización de la CNV y el pago del arancel colaborador.

En las ON PYME CNV GARANTIZADAS la garantía puede ser una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), un Fondo de Garantía de carácter público, nacional o provincial o un banco que ha solicitado autorización ante la CNV. Cualquiera de estos sujetos debe estar autorizado por la CNV para prestar las garantías. En contraprestación al otorgamiento de su garantía reciben una comisión y por lo general ellas a su vez exigen una contragarantía en caso de que haya que recuperar las sumas abonadas a los acreedores.

La entidad que garantiza asume las obligaciones de “liso, llano y principal pagador” de las ON garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división. La característica principal de estos instrumentos es que gozan de una doble garantía, que es la de la sociedad que las emite y la de la o las Sociedades de Garantía Recíproca o Entidad Financiera. Los beneficios para el inversor son las mayores certezas en cuanto al cobro de su inversión el que se encuentra garantizado y por lo tanto podrá percibir en tiempo y forma, de acuerdo a las

condiciones de emisión de las O.N. ya sea tanto los intereses como el capital. La existencia de la Garantía implica por lo tanto menor riesgo para el inversor. Asimismo las Garantes antes de otorgar su garantía analizan los estados económicos financieros de la sociedad, en especial flujo de fondos y capacidad de pago de la deuda.

Las ON PYME CNV GARANTIZADO son una excelente oportunidad para las PyMES a fin de poder iniciar su camino a la obtención de créditos a través del Mercado de Capitales. La única condición en este supuesto es la garantía de la deuda a emitir que debe ser dada a través de una Sociedad de Garantía Recíproca o una entidad financiera que este listada ante la Comisión Nacional de Valores.⁶

Estos instrumentos solamente pueden ser adquiridos por inversor es calificados conforme art. 12 Título II , Capítulo VI Normas CNV como son a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, Entidades Autárquicas, Sociedades del Estado y Empresas del Estado.; b) Organismos Internacionales y Personas Jurídicas de Derecho Público.; c) Fondos Fiduciarios Públicos; d) La Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) – Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS).; e) Cajas Previsionales; f) Bancos y Entidades Financieras Públicas y Privadas; g) Fondos Comunes de Inversión; h) Fideicomisos Financieros con oferta pública; i) Compañías de Seguros, de Reaseguros y Aseguradoras de Riesgos de Trabajo.; j) Sociedades de Garantía Recíproca; k) Personas Jurídicas registradas por la Comisión Nacional de Valores como agentes, cuando actúen por cuenta propia; l) Personas humanas que se encuentren inscriptas, con carácter definitivo, en el Registro de Idóneos a cargo de la Comisión Nacional de Valores; m) Personas humanas o jurídicas, distintas de las enunciadas en los incisos anteriores, que al momento de efectuar la inversión cuenten con inversiones en valores negociables y/o depósitos en entidades financieras por un monto equivalente a UVA 350.000.n) Personas jurídicas constituidas en el extranjero y personas humanas con domicilio real en el extranjero.

⁶ <https://www.cnv.gov.ar/sitioweb/sociedadesgarantiareciproca>

Estos inversores calificados o institucionales, son parte importante en el mercado de capitales, ya que pueden volcar al mismo sus recursos y son inversores que *“ por su sofisticación y medios materiales no tienen necesidad ni interés en solo invertir en valores negociables autorizados de bajo riesgo ofrecidos al público en general. Es por ello que el concepto de "inversor calificado" busca un balance en dos aspectos: (i) se puede acceder al mercado con valores negociables con menores costos y requisitos, pero solo se pueden ofrecer a quienes son los suficientemente sofisticados como para no precisar de la protección; y (ii) se permite instrumentos de mayor riesgo (y retorno potencial) pero no ya para el público general sino para quienes tienen una mejor capacidad de entender las potenciales pérdidas y ganancias posibles”*.⁷

La demanda de las ON PyMES, en especial teniendo en cuenta las ventajas impositivas es principalmente a través de los Fondos Comunes de Inversión, la que ha proliferado en el último tiempo por lo que deciden sus inversiones en estos instrumentos y las Compañías de Seguros, quienes están obligadas por normativa de la Superintendencia a realizar inversiones en este tipo de instrumentos existentes en el Mercado de Capitales.

La educación financiera para las PYMES y para los consumidores bursátiles es imprescindible a lo largo y ancho del país, ya que el Mercado de Capitales da igualdad de condiciones en el acceso al mismo a todas las regiones. La posibilidad de realizar todos los tramites on line sumado a las ventajas impositivas tanto para las sociedades emisoras como para los inversores hace atractivos a estos instrumentos pendientes aún de un mayor desarrollo.

⁷ Malumián, Nicolás - Scrofina, Mariana. Inversores Calificados en el Mercado de Capitales. Cita Online: AR/DOC/521/2020