

**26° ENCUENTRO NACIONAL DE INVESTIGADORES
UNIVERSITARIOS DEL AREA CONTABLE**

16° SIMPOSIO REGIONAL DE INVESTIGACION CONTABLE

Contabilidad Patrimonial y Financiera

**Pymes emisoras de obligaciones negociables bajo el régimen
general durante el periodo 2017 al 2018.**

Autor: Mg. Vanesa S. Vazzano

Colaboradores en la investigación:

Docentes: Cra. Gisel Machain; Cr. Silvio Torregiani; Cr. Luciano Palazesi

Alumnos: Felipe Donnet; Joaquín Ferreyra; Malcon Ojeda; Tomas Pilla; Valentina Salvador;
Santiago Tissera

Rosario; noviembre 2020

RESUMEN

Las pequeñas y medianas empresas (Pymes) son parte sustancial para el efectivo funcionamiento y desarrollo de un país. Estas empresas cuentan con un conjunto de fortalezas y debilidades directamente relacionadas al tamaño y a su capacidad de adaptarse a contextos económicos cambiantes. Entre las preocupaciones más frecuentes se pueden mencionar: los aumentos de costos salariales, retrasos en la cadena de pagos, temor a una caída de las ventas y la dificultad para financiarse.

En este último punto, el principal obstáculo es la presencia de asimetrías de información en los mercados financieros, derivando en problemas de riesgo moral y selección adversa. Además, se agrega: el racionamiento del crédito, la tendencia a la concentración de este hacia las grandes empresas, el requerimiento de garantías, y tasas de interés superiores a las que se enfrentan las empresas de mayor tamaño.

Frente a esta problemática, el Mercado de Capitales se presenta, cada vez más, como una interesante opción para que Pymes puedan obtener financiamiento, ofreciendo diferentes herramientas. Para requerimientos de corto plazo una opción es el descuento de cheques de pago diferido; en tanto que, para el largo plazo, están los instrumentos de renta fija y las obligaciones negociables. Las obligaciones negociables son títulos de deuda que pueden ser emitidos por empresas en mercados de capitales.

Las pequeñas y medianas empresas pueden emitir acciones y obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización instituido por un Decreto del Poder Ejecutivo (en el caso de obligaciones negociables), normas complementarias de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y resoluciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), creado a efectos de que estas compañías accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, ya sea para la refinanciamiento de deudas, ampliación de capital o realización de inversiones.

En la actualidad las Pymes son quienes mayores problemas enfrentan a la hora de crearse, subsistir, crecer y competir día a día en el mercado. Sumado a eso, se sabe que la clave del éxito de las organizaciones no radica en la inversión en recursos físicos o corpóreos, sino que el factor determinante y lo que genera el verdadero valor en las empresas es atesorar recursos de naturaleza incorpórea conocidos como el capital intelectual. En virtud de esto, es necesario que se advierta la posibilidad real de promover el acceso al crédito ante la necesidad de crecimiento y generación de ventajas competitivas de estas compañías en el mercado; y la emisión de obligaciones negociables se presenta como una imponderable alternativa.

Palabras claves: Pymes-financiamiento externo- obligaciones negociables.

INTRODUCCIÓN

Este trabajo se presenta en el marco del proyecto de investigación denominado: “Revelación voluntaria del capital intelectual en las pequeñas y medianas empresas (Pymes) emisoras de obligaciones negociables”. La investigación antes mencionada se desarrolla en la Facultad de Ciencias Económicas del Rosario (UCA) con un grupo de colaboradores tanto docentes como alumnos que participan del proceso de investigación.

Cabe aclarar que esta presentación configura un avance de la primera parte del proyecto, que consiste en analizar el marco regulatorio y normativo contable del sujeto de la investigación que es el conjunto de empresas Pymes emisoras de obligaciones negociables durante el periodo 2017-2018 bajo el

Régimen PYME CNV. Luego, mediante una investigación de campo, se dividen estas empresas en sectores representativos y se plantea la incidencia del financiamiento a través de las obligaciones negociables.

Al mismo tiempo, el proyecto se enmarca dentro del enfoque de la utilidad de la información financiera para la toma de decisiones y, tiene como objetivo fundamental brindar una aproximación al estudio de las prácticas de revelación de información sobre el capital intelectual que adoptan las empresas mencionadas que acceden al Régimen de Oferta Pública diferenciado, conocido como Régimen PYME CNV, a los efectos de contar con elementos que permitan determinar las características que adopta la revelación de información.

En Argentina, las Pymes son las responsables de la mayoría de los puestos de trabajo y aproximadamente de la mitad del producto bruto interno (PBI). Si bien, se demuestra que estos entes imprimen un dinamismo significativo dentro la Economía Nacional, se enfrentan a gran cantidad de problemas en su entorno ya sea que entran en competencia con empresas de su mismo tamaño como así también contra grandes corporaciones instaladas ya en el país. Además se encuentran con otras adversidades relacionadas con la calificación crediticia para acceder a financiación; falta de colaboración por parte de instituciones estatales para fomentar su creación y mantenimiento; dificultades relativas a su estructura como la delegación de actividades, el *management* estratégico y operativo, y gestión de personal; problemas para adaptarse a la innovación tecnológica, generar ventajas competitivas, alta presión tributaria y bajos márgenes; y alta rivalidad competitiva.

Actualmente, la mayor problemática se exterioriza a la hora de acceder a las distintas opciones de financiamiento externo. Para ello, existen instrumentos financieros que pueden adaptarse a las necesidades de fondos de dichas empresas. En la última década, se están implementando nuevas formas de financiación para adquirir bienes de capital y tecnología.

Una de las opciones de financiamiento para estas compañías se revela en el Mercado de Capitales Argentino a través de la emisión de obligaciones negociables. En consecuencia, el análisis normativo de esta alternativa es lo que constituye el punto de partida para el desarrollo del presente trabajo.

MARCO REGULATORIO DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV)

Hace un tiempo, la clasificación de las Pymes estaba regulada por la Resolución N° 401/89 del Ministerio de Economía de la Nación, en la cual se utilizaba una fórmula polinómica que considera determinados parámetros, como: personal ocupado, ventas totales anuales a valores constantes, netas de los impuestos nacionales pertinentes, activos producidos revaluados y netos de amortizaciones, entre otros. Los sectores contemplados a los que se establecían topes para cada una de las variables antes mencionadas eran: industrial, comercial y de servicios, minero, transporte, agropecuario, frutihortícola y hoteles de turismo.

Actualmente, los criterios de determinación de la condición Pyme se basan en los dos últimos cuerpos legislativos importantes para esta categoría de empresas, la Ley N° 24.467/1995 y la Ley N° 25.300. En el caso específico de la Ley N° 24.467, conocida como “Estatuto Pyme”, o de regulación de las pequeñas y medianas empresas, en su artículo 2° encomienda “a la autoridad de aplicación definir las características de las empresas que serán consideradas Pymes, teniendo en cuenta las peculiaridades de cada región del país, y los diversos sectores de la economía en que se desempeñan”, ello sin perjuicio de lo dispuesto en el Título III del mismo cuerpo legal, respecto a las relaciones de trabajo, cuya autoridad de aplicación en ese caso es el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. Así, en el art. 83 de la Ley mencionada señala que: “A los efectos de este Capítulo, pequeña empresa es aquella que reúna las dos condiciones siguientes: a) Su plantel no supere los cuarenta (40) trabajadores. b) Tengan una facturación anual inferior a la cantidad que para cada actividad o sector

fije la Comisión Especial de Seguimiento del artículo 104 de esta ley”. La determinación de la calidad de Pymes para la Ley en materia laboral depende de dos elementos cuantitativos: la cantidad de empleados y los niveles de facturación.

Por su parte, la Ley N° 25.300 determina en su artículo 1° que la autoridad de aplicación deberá definir las características de las empresas que serán consideradas micro, pequeñas y medianas a los efectos de la implementación de los distintos instrumentos del presente régimen. Al respecto precisa que lo hará: “contemplando las especificidades propias de los distintos sectores y regiones y con base a los siguientes atributos de estas o sus equivalentes: personal ocupado, valor de las ventas y valor de los activos aplicados al proceso productivo...”. Asimismo, el último apartado del artículo establece que “No serán consideradas MiPyMEs a los efectos de la implementación de los distintos instrumentos del presente régimen legal, las empresas que, aun reuniendo los requisitos cuantitativos establecidos por la autoridad de aplicación, estén vinculadas o controladas por empresas o grupos económicos nacionales o extranjeros que no reúnan tales requisitos”. De esta manera la ley determina los elementos cuantitativos que debe tener en cuenta la autoridad de aplicación: personal ocupado, facturación y valor de los activos y establece como elemento cualitativo que debe cumplirse la independencia de la empresa.

La primera regulación de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y los Emprendedores (SEPyME) sobre esta ley es la N° 24/2001, en donde se definen los Niveles de Ventas a las micro, pequeñas y medianas empresas de los sectores agropecuario, industria y minería, comercio y servicios. Cabe remarcar que la propia Resolución de la SEPyME define la reglamentación como “de tipo general” y no limitante de las facultades de otros organismos “para complementarla con precisiones o condiciones cualitativas adicionales o para fijar límites inferiores...a efectos de la instrumentación de Programas Específicos...” (art. 5° Res. N° 24/2001). Por esa razón los considerandos de la reglamentación dictada por la SEPyME se encargan en precisar que “la coexistencia de definiciones diversas provoca un tratamiento diferente en las empresas” y por ello el art. 7° de la misma, invita a los distintos organismos de la Administración a adoptar la “presente caracterización de Micro, Pequeña, Mediana Empresa, con el fin de propender a una definición homogénea y única de dicho estrato empresario”.

El mercado de las Pymes se inició a partir del Decreto 1087/93 el cual fijó las pautas para que las Pymes organizadas como sociedades por acciones, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país, resulten automáticamente autorizadas para ofrecer públicamente sus valores negociables representativos de deuda que emitan dentro de un régimen simplificado que requiere el registro de la solicitud ante la Comisión Nacional de Valores y el desarrollo del grueso de la tramitación ante una entidad autorregulada -concepto que engloba “a las bolsas de comercio autorizadas a cotizar valores negociables y a los mercados de valores adheridos a ellas y demás entidades no bursátiles autorizadas a funcionar como autorreguladas por la CNV.

Años más tarde, la CNV amplió el régimen de facilidades para Pymes mediante la adopción de la Resolución General N.º 336/99 a la negociación de acciones representativas del capital social de sociedades anónimas que califiquen como Pymes.

En el año 2002 se creó el Departamento de Pymes de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires dándole impulso al acceso de las Pymes al financiamiento en el Régimen de Oferta Pública.

En el 2008, se dicta una nueva Resolución General N°534 que ofreció un Régimen especial para la constitución de Fondos Comunes de Inversión abiertos cuyo objeto de inversión son títulos destinado al financiamiento de Pymes.

Con el objeto de abrir el mercado de capitales a pequeños inversores y a las Pymes, y de fomentar la canalización del ahorro a la financiación de proyectos productivos y el desarrollo de economías regionales, la CNV dictó en el año 2015, la RG 640, ampliando el universo de las Pymes a través de una

nueva definición de estas en las Normas de la CNV y estableciendo un régimen diferenciado para su acceso a la oferta pública.

La RG 640 incorporó la definición de “PYME CNV” entendiendo por tales a aquellas empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen determinados valores por sector que luego fueron modificados y actualizados con las resoluciones posteriores. Cuando una empresa tenga ventas por más de uno de los sectores de actividad, se considerará aquel sector de actividad cuyo ingreso haya sido el mayor.

Además, la misma resolución, ha establecido que no serán consideradas PYME CNV las entidades bancarias, los mercados autorizados a funcionar por la CNV, las entidades que brinden servicios públicos y las empresas que reúnan los requisitos para ser PYME CNV, pero que se encuentren controladas o vinculadas a otras empresas que no encuadren en la definición de PYME CNV.

Con el objeto de ofrecer asistencia técnica a las empresas interesadas en acceder al régimen PYME CNV para la autorización de oferta pública de valores negociables y con el fin de difundir a las empresas Pymes los beneficios y características del mercado de capitales argentino, mediante el dictado de la RG 641, la CNV dispuso la creación de la Oficina de Asistencia Financiera a Pymes, dependiente de la Gerencia de Desarrollo y Protección al Inversor y de la Subgerencia de Desarrollo y Estudio del Mercado de Capitales.

Complementariamente, como parte de un paquete de resoluciones destinadas a mejorar la financiación a las Pymes y los proyectos productivos, la CNV emitió la Resolución General N° 642, regulatoria de la negociación de cheques de pago diferido librados por Pymes; la Resolución General N° 643, regulatoria de la negociación en el mercado de capitales de pagarés; y la Resolución General N° 644, que impone a los Fondos Comunes de Inversión la obligación de invertir el 2,5% de su Patrimonio Neto en instrumentos que financien proyectos productivos y de infraestructura de mediano a largo plazo.

La Resolución General N° 659/16 modifica los topes de los ingresos totales anuales para que las empresas sean consideradas Pymes y accedan a financiarse a través del Mercado de Capitales. Propone una serie de ventajas tanto económicas como del procedimiento ante la CNV a saber:

Ventajas económicas:

- ✓ un menor costo financiero total respecto de otras alternativas disponibles;
- ✓ acceso a una gran cartera de inversores;
- ✓ la disponibilidad de un canal de financiación, incluso en momentos difíciles de la economía;
- ✓ un sistema de financiación transparente en el que se conoce claramente los componentes esenciales; por ejemplo, la tasa final de una emisión de deuda;
- ✓ la posibilidad de estructurar la emisión en función del flujo de fondos y demás necesidades de la empresa;
- ✓ el acceso a nuevos clientes, proveedores y otras fuentes de financiación, como los bancos, que trae como consecuencia la exposición que adquiere la empresa al participar del mercado de capitales.

Ventajas del procedimiento ante CNV

- ✓ Tratamiento prioritario por parte de la CNV, acorde al Decreto 1087/93;
- ✓ Las Pymes que ofrezcan públicamente sus acciones y/o valores negociables representativos de deuda “no necesitarán constituir un órgano colegiado de fiscalización ni un comité de auditoría”;
- ✓ Eximición del arancel de autorización y de la tasa de fiscalización;

- ✓ La información contable periódica se limita a la presentación anual de los EE. CC. con dictamen de contador independiente y durante los restantes trimestres “un estado de movimiento de fondos y un estado de situación patrimonial”.

Los valores negociables comprendidos en este régimen para PYMES CNV, sólo podrán ser adquiridos por los inversores calificados que se encuentren dentro de las siguientes categorías:

- a) el Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.
- b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.
- c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.
- d) Agentes de negociación.
- e) Fondos Comunes de Inversión.
- f) Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a pesos setecientos mil (\$ 700.000.-).
- g) En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a pesos un millón quinientos mil (\$1.500.000.-).
- h) Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.
- i) La Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

El monto máximo de una emisión de obligaciones negociables Pymes no puede superar, al momento, \$15.000.000 (quince millones de pesos) por empresa. Las emisoras pueden solicitar la autorización de un programa de emisión a colocar en series sucesivas dentro del plazo máximo de dos años de otorgada aquélla. Se podrán colocar series sucesivas parciales siempre y cuando la suma total no exceda el tope de \$15.000.000.

En cuanto al precio de colocación de la obligación negociable, este puede ser determinado de diversas formas, pero al final será la oferta y la demanda en el mercado el que lo determine. Entre las formas mencionadas, las más comunes son:

- ✓ Precio Fijo: el emisor fija según su propio criterio el precio de colocación, este puede ser a la par, sobre la par o bajo la par.
- ✓ Book Building: el precio surge de la formación de una curva en base a las manifestaciones de interés recibidas por los interesados, lo que permite establecer un precio de corte.
- ✓ Subasta Holandesa: sobre la base de manifestaciones de interés, se adjudican las ON partiendo de la mejor oferta hacia la menor, hasta agotar el monto de la emisión
- ✓ Colocación en firme: el colocador adquiere la totalidad de la emisión y luego trata de colocarla entre el público por su cuenta y riesgo.
- ✓ Colocación stand by: el colocador se compromete a adquirir aquellos títulos no absorbidos por el público.
- ✓ Colocación al mejor esfuerzo: el colocador se compromete a poner en ejecución su mejor actividad profesional para colocar la emisión, pero sin asumir un compromiso de resultado.

Luego entre el 2016 y 2017, surgen las Resoluciones Generales 670/16 y 691/17 modificando ligeramente a las anteriores. La RG 691/17 actualiza algunas definiciones como el de PYME CNV, entendiendo por Pequeñas y Medianas Empresas CNV (PYMES CNV) al sólo efecto del acceso al mercado de capitales, a las empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen los siguientes valores: Sector Agropecuario (230.000.000); Industria y Minería (760.000.000); Comercio (900.000.000); Servicios (250.000.000); Construcción (360.000.000). A los efectos de clasificar sectorialmente al interesado se adopta el “Codificador de Actividades Económicas (CLAE)” aprobado por la Resolución General AFIP N° 3.537/2013.

NORMAS CONTABLES ARGENTINAS

En la Argentina, la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE) aprobó la Resolución Técnica (RT) 26 con fecha 20 de marzo de 2009. En dicha norma se estableció la aplicación obligatoria de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) para la preparación de estados financieros de las entidades incluidas en el régimen de oferta pública ya sea por su capital o por sus obligaciones negociables. Para los entes no obligados se había establecido la aplicación opcional de las NIIF o las normas contables profesionales emitidas por la FACPCE.

El 3 de diciembre de 2010 la FACPCE aprobó la RT 29, y modificó la RT 26 (03/2009). Entre las modificaciones introducidas, es dable destacar la incorporación de la opción de aplicar la NIIF para las Pymes. En efecto, el nuevo texto establece que para todas las entidades no alcanzadas por, o exceptuadas de, la utilización obligatoria de las NIIF, serán aplicables opcionalmente:

- ✓ las NIIF;
- ✓ la NIIF para las PYMES (excepto que la entidad esté excluida de su alcance); o
- ✓ las normas contables profesionales emitidas por la FACPCE, que en adelante llamaremos normas contables argentinas.

La Comisión Nacional de Valores (CNV), organismo de control de los entes cotizantes en la Argentina, estableció la vigencia obligatoria de la RT 26 para ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 2012, admitiendo su aplicación anticipada para ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 2011. Por otra parte, excluyó de dicha obligación a las entidades pequeñas y medianas.

Cabe señalar aquí que la incorporación efectiva de una RT emitida por la FACPCE a las normas profesionales vigentes en una jurisdicción se produce si el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de dicha jurisdicción la aprueba. Al respecto, el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Provincia de Buenos Aires (CPCEPBA) aprobó parcialmente las modificaciones introducidas a la RT 26 por la RT 29, ya que no adoptó la posibilidad de aplicar la NIIF para las Pymes para entes no obligados a aplicar NIIF. Esta posición fue mantenida por el Consejo al aprobar las modificaciones recientemente realizadas a la RT 26 por la RT 43 (04/2016). El CPCEPBA es uno de los más importantes de la Argentina teniendo en cuenta la cantidad de profesionales matriculados en su jurisdicción.

En América Latina, de acuerdo con un informe publicado por el Grupo Latinoamericano de Emisores de Normas de Información Financiera (GLENIF), la mayoría de los países han iniciado un camino hacia la adopción obligatoria de la NIIF para las Pymes para la preparación de estados financieros de pequeñas y medianas entidades. Entre dichos países se encuentran Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Panamá, Paraguay y Venezuela.

Por otra parte, en nuestro país el 27 de marzo de 2015 se aprobó la RT 41, modificada en diciembre 2015 por la RT 42, que contiene normas de reconocimiento y medición para entes pequeños y medianos, de aplicación optativa por dichos entes, y deja sin efecto las dispensas admitidas para las Pymes según el Anexo A de la RT 17 (12/2000) y la resolución 360/2007 de la FACPCE.

REGISTRO Pymes

En Argentina existe el Registro Pymes que implica que aquellas empresas anotadas reciben un certificado que acredita su condición de Pymes ante el Ministerio de Desarrollo Productivo y terceros organismos e instituciones a fin de acceder a beneficios impositivos y a programas de asistencia para su empresa. Para lo cual se define como Pymes a la micro, pequeña o mediana empresa que realiza

sus actividades en el país, en alguno de estos sectores: servicios, comercial, industrial, agropecuario, construcción o minero. Puede estar integrada por una o varias personas y su categoría se establece de acuerdo con la actividad declarada, a los montos de las ventas totales anuales o a su cantidad de empleados. Para formar parte de Registro de Empresas MiPyMES se establecen categorías, según las ventas totales anuales, la actividad declarada o la cantidad de empleados según rubro o sector de la empresa. El monto de las ventas surge del promedio de los últimos 3 ejercicios comerciales o años fiscales, excluyendo el IVA, el/los impuesto/s interno/s que pudiera/n corresponder y deduciendo hasta el 75 % del monto de las exportaciones. Esto se detalla en el siguiente cuadro:

Cuadro I: Categorías Pymes según las ventas anuales

Categoría	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y minería	Agropecuario
Micro	15.230.000	8.500.000	29.740.000	26.540.000	12.890.000
Pequeña	90.310.000	50.950.000	178.860.000	190.410.000	48.480.000
Mediana Tramo 1	503.880.000	425.170.000	1.502.750.000	1.190.330.000	345.430.000
Mediana Tramo 2	755.740.000	607.210.000	2.146.810.000	1.739.590.000	547.890.000

Fuente: Resolución SECPYME N° 563/2019:

Las actividades que podrán inscribirse en el registro mencionado son aquellas contempladas en el siguiente cuadro:

Cuadro II: Clasificación de las Pymes según el sector de la actividad

SECTOR	ACTIVIDADES
AGROPECUARIO	agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca
INDUSTRIA Y MINERIA	explotación de minas y canteras industria manufacturera servicio de transporte y almacenamiento información y comunicaciones
SERVICIOS	electricidad, gas , vapor, y aire acondicionado suministro de agua, cloacas, gestión de residuos y recuperación de materiales servicio de transporte u almacenamiento servicio de alojamiento y servicios de comida intermediación financiera y servicios de seguros servicios inmobiliarios servicios profesionales, científicos y técnicos actividades administrativas y servicio de apoyo enseñanza salud humana y servicios sociales servicios artísticos, culturales, deportivos y de esparcimiento servicios de asociaciones y servicios personales

CONSTRUCCION	construcción
COMERCIO	comercio al por mayor y al por menos, reparación de vehículos automotores y motocicletas

Fuente: elaboración propia

En cambio, no serán consideradas micro, pequeñas ni medianas empresas, aquellas que realicen alguna de las siguientes actividades:

- Servicios de hogares privados que contratan servicio doméstico
- Servicios de organizaciones y órganos extraterritoriales
- Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria
- Servicios relacionados con juegos de azar y apuestas
- Los socios de sociedades/ directores que no ejerzan una actividad independiente

Las empresas con actividad principal dentro de “Intermediación financiera y Servicio de Seguros” o “Servicios Inmobiliarios” tienen que cumplir un parámetro adicional al de ventas totales anuales, ya que sus activos no pueden superar los \$193.000.000.

No podrán inscribirse en el Registro aquellas micro, pequeñas o medianas empresas que controlen o estén controladas y/o vinculadas a otras empresas o grupos económicos nacionales o extranjeros que no reúnan los requisitos requeridos.

Una empresa está vinculada a otra o a un grupo económico, cuando participa en el 20 % o más del capital de la primera. Y es controlada por o controlante de otra empresa, cuando participa, en forma directa o por intermedio de otra empresa a su vez controlada, en más del 50 % del capital de la primera. La actividad principal será aquella que represente los mayores ingresos del grupo económico, y el valor de las ventas totales anuales serán las de todo el grupo. Para el cálculo se considerarán los montos de las ventas totales anuales netas en pesos en pesos consolidadas del grupo (sin tener en cuenta las transacciones entre grupo).

RELEVAMIENTO EMPÍRICO

El análisis empírico comienza con el análisis de los estados contables y memorias de las 29 empresas que cotizaron sus obligaciones negociables bajo el Régimen General de la CNV durante el periodo 2017-2018, cuya información es de carácter público.

Se trata de empresas cuya información está disponible tanto de la página de internet de la Comisión Nacional de Valores como así también de los correspondientes sitios web de cada una de ellas.

En cuanto al periodo elegido 2017-2018, cabe aclarar que se trata de un primer análisis parcial, el que posteriormente será ampliado al 2015-2016. Sin embargo, fue elegido por ser el último periodo completo informado en los balances individuales y/o consolidados en su caso, códigos societarios, y memorias a la hora de comenzar la investigación.

Además, se analizan los factores determinantes de la divulgación de información como son el sector y el endeudamiento. En cuanto a la clasificación por sector, se examinaron las principales actividades expuestas en las empresas de la muestra y se resumieron en tres sectores preponderantes a saber: industrial, servicios y agropecuario. En tanto que para definir la variable endeudamiento, se consideró la razón de endeudamiento del activo total; es decir; pasivo total sobre activo total, ya que permite conocer qué proporción de la actividad de la empresa (total activos) está financiada por sus acreedores (pasivo total).

Análisis del Sector

El sector ha sido considerado una de las variables utilizadas para comprobar qué sector emite mayor cantidad de obligaciones negociables durante el periodo analizado. Para ello, se agruparon a las empresas en tres sectores como se muestra en el cuadro número 1:

- Servicios: empresas donde la principal actividad comprende la prestación de servicios financieros, comerciales y de comunicaciones.
- Agropecuaria: empresas cuya actividad principal se relaciona con la producción agrícola ganadera.
- Industrial: compuesto por las empresas cuya principal actividad es la manufactura de bienes.

Cuadro III: Distribución de las empresas de la muestra en los diferentes sectores

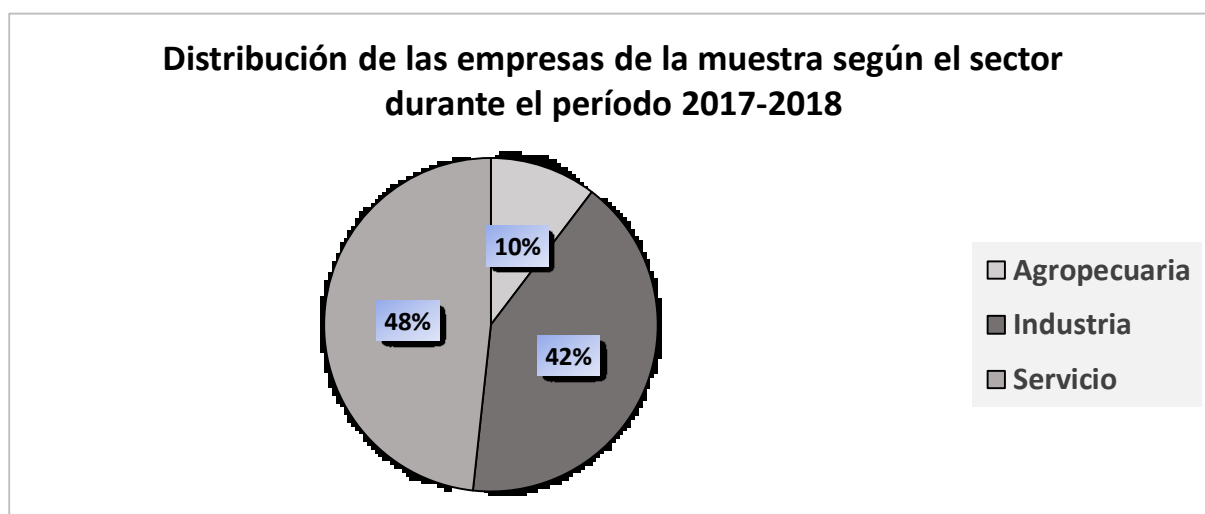
EMPRESAS DE LA MUESTRA	SECTOR
Agroempresa Colón S.A.	Agropecuaria
Alianza Semillas S.A.	Agropecuaria
Del Fabro Hnos y Cía.	Agropecuaria
Euro S.A.	Industria
Meranol S.A.C.I.	Industria
Plásticos Dise S.A.	Industria
Prifamón S.A.I.C.	Industria
S.E.D.A. P.I.C. S.A.	Industria
Sicom S.A.	Industria
Algabo S.A.	Industria
Emprendimiento Industrial Mediterráneo S.A.	Industria
Intek S.A.	Industria
Red Surcos S.A.	Industria
Regional Trade S.A.	Industria
Vetanco S.A.	Industria
Actual S.A.	Servicio
BF Argentina S.A.	Servicio
Centro Card S.A.	Servicio
Cooperativa de Crédito, Consumo y Servicios Sociales La Plata Ltda.	Servicio
Cumar S.A.	Servicio
Decréditos S.A.	Servicio
Ebucar S.A.	Servicio
Empresur S.A.	Servicio
Indo S.A.	Servicio
Micro Lending S.A.	Servicio

Plural Cooperativa de Crédito Consumo y Vivienda Ltda.	Servicio
Serviaut S.A.	Servicio
Sion S.A.	Servicio
Sistemas Unificados de Crédito Dirigido S.A.	Servicio

Fuente: elaboración propia

Luego, se realiza un estudio para determinar cómo es la financiación de cada sector con obligaciones negociables considerando la muestra de empresas Pymes elegidas. Esto se visualiza en el Grafico n°1.

Gráfico n°1: Distribución de las empresas de la muestra en los diferentes sectores



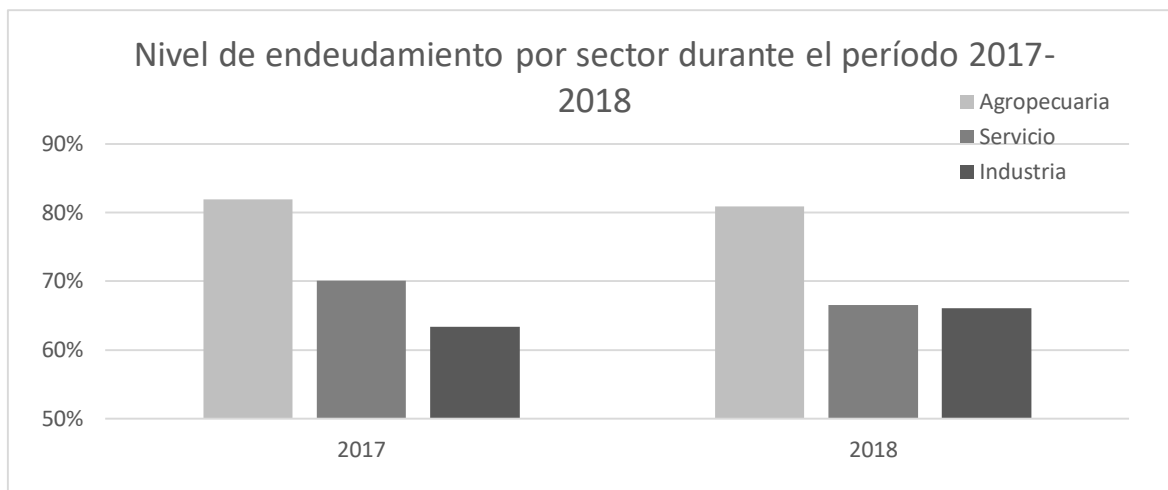
Fuente: elaboración propia

El gráfico n°1 muestra que del total de las empresas Pymes emisoras de obligaciones negociables consideradas en la muestra para el período 2017-2018, el 48% corresponden al sector de servicios, el 42% al sector industrial y el 10% al sector agropecuario. Cabe aclarar que, dentro del sector servicios hay empresas que se dedican al comercio y otras al sector financiero.

Análisis del Endeudamiento por sector

El grado de endeudamiento constituye otra de las variables a ser utilizadas para estudiar qué sectores son los más endeudados y qué grado de endeudamiento proviene de las obligaciones negociables. En la presente investigación, se ha medido el endeudamiento a partir de la ratio Total de Pasivo / Total de Activo.

Gráfico n°2: Nivel del endeudamiento por sector durante el período 2017-2018.



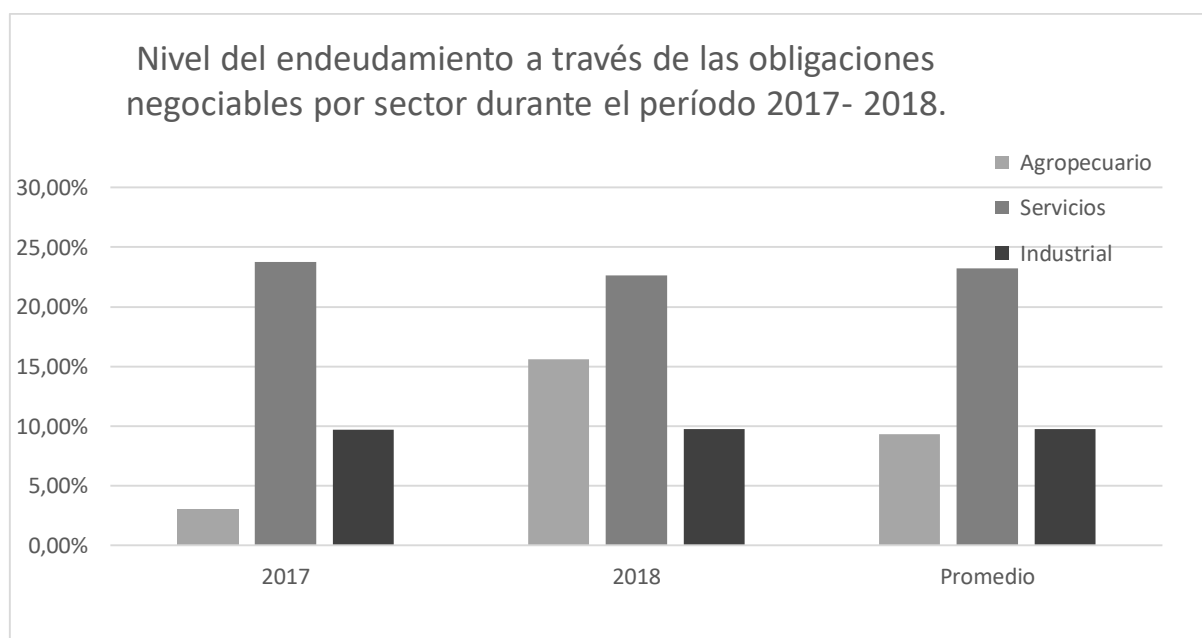
Fuente: elaboración propia

Según el Gráfico n°2, se observa que durante el período 2017-2018, el endeudamiento ha sido similar en los tres sectores analizados. Los resultados muestran que el sector agropecuario está financiado alrededor de un 80%, luego sigue el de servicios con un 70% y finalmente el industrial con un 60%, estos últimos porcentajes son promedios.

Análisis del Endeudamiento con obligaciones negociables bajo el régimen general

A fin de detectar que influencia tienen las obligaciones negociables en el pasivo de cada empresa conforme al sector en que se agrupa se obtuvo la siguiente información que se muestra en el Gráfico n°3.

Gráfico n°3: Nivel del endeudamiento a través de las obligaciones negociables por sector durante el período 2017- 2018.



Fuente: elaboración propia

En el Gráfico n°3 se puede apreciar que del grupo de empresas Pymes consideradas en la muestra, en promedio, el sector de servicios es el más financiado por obligaciones negociables con el 23,21% durante el periodo 2017-2018. Luego le sigue el sector industrial con el 9,74% y finalmente el

agropecuario con el 9.33%. De manera que, con estos datos, se puede vislumbrar que, para las empresas de la muestra, este instrumento financiero no representa un peso importante dentro del pasivo.

CONSIDERACIONES FINALES

La participación de las Pequeñas y Medianas Empresas en el mercado de capitales argentino constituye una preocupación de las autoridades estatales y bursátiles, dirigida a posibilitar a esta categoría de empresas el acceso al financiamiento en condiciones más ventajosas que las que usualmente utilizan. Por este motivo, existe un régimen simplificado creado a efectos de que las Pymes puedan negociar sus obligaciones negociables y de esta manera alcancen al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, realización de inversiones y/o el refinanciamiento de deudas.

En este trabajo se realizó un estudio preliminar de las empresas Pymes bajo el Régimen General que operan en el mencionado régimen durante el período 2017-2018 analizando la información disponible en la página de la Comisión Nacional de Valores y en cada una de las páginas de las empresas. De dicho análisis, se detectaron los sectores en que operan dichas empresas de la muestra y el nivel de endeudamiento a través de las obligaciones negociables.

En cuanto al sector, se agruparon en tres: agropecuario, industrial y de servicios. El sector que mayor participación tiene es el de servicio, con una incidencia de poco menos de la mitad de la muestra elegida con un 48%. Luego le sigue el sector industrial con un 42% y finalmente el sector agropecuario con el 10%.

Con relación al endeudamiento, se comprueba que el sector agropecuario es el que mayor financiamiento externo requiere para operar, luego el de servicios y por último el industrial. De la revisión del financiamiento a través de las obligaciones negociables, deriva que el sector agropecuario es el que más apalancado está de los tres, aunque la presencia de esta fuente de financiamiento no alcanza en promedio el 10% de su pasivo total.

Finalmente, considerando toda información analizada hasta el momento, se puede percibir que, para este grupo de empresas, la financiación a través de obligaciones negociables no resulta ser la alternativa más utilizada.

BIBLIOGRAFÍA

Comisión Nacional de Valores (CNV):

- Decreto 1087/93
- Resolución general N° 640/15
- Resolución general N° 659/15
- Resolución general N° 670/15
- Resolución general N° 691/15
- Resolución general N° 743/18

Federación Argentina De Consejos Profesionales De Ciencias Económicas (FACPCE)

- Resolución Técnica N°26: Adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (Niif) del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (Iasb)
- Resolución Técnica N°29: Modificación de la Resolución Técnica 26: Adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (Niif) del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (Iasb)

Fernández-Jardón Carlos María, Martos María Susana. (2013). Capital intelectual y ventajas competitivas en pymes basadas en recursos naturales de Latinoamérica. Universidad de Vigo. España.

Fornero, Ricardo. (2003) Análisis Financiero con Información Contable. Universidad Nacional de Cuyo. Facultad de Ciencias Económicas.

Fowler Newton, Enrique. (2010) Contabilidad superior. - 6a ed. – Buenos Aires: La Ley, 2010.

Fowler Newton, E. Resoluciones técnicas y otros pronunciamientos de la FACPCE sobre contabilidad, auditoría y sindicatura. Buenos Aires. La Ley, 2013, pág. 922.

Larsen, Melisa; Vigier, Hernán P.; Guercio, M. Belén; Briozzo, Anahí E. Financiamiento mediante obligaciones negociables. El problema de ser pyme. (2014). Universidad Nacional de Misiones. Revista Científica "Visión de Futuro", vol. 18, núm. 2, pp. 134-153.

Lissarrague Miguel A., Simaro Jorge D., Tonelli Omar E. (2009). Una propuesta de gestión del capital intelectual para pymes. Revista del Instituto Internacional de Costos, ISSN 1646-6896, nº 5

Rangel Magdaleno Jorge Antonio, González Adame Martha, Contreras Ramírez Humberto. (2016) La influencia del capital intelectual en la innovación de las pymes: un estudio empírico. Red Internacional de Investigadores en Competitividad. Memoria del X Congreso. ISBN 978-607-96203-0-5.

Rojas Juliana. Financiamiento público y privado para el sector pyme en la argentina. (2015). Tesis doctoral. Universidad de Buenos Aires.

Rondi, Gustavo R.; de Vega, Raúl Ernesto; Casal, María del Carmen; Galante, Marcelo Javier y Gómez, Melisa (2014). Un repaso de los principales aspectos de la NIIF para las PyMEs y su estado de adopción en países de América Latina y Europa. Enfoques. Contabilidad y Auditoría, (3), 1-13. ISSN 1514-8602.

Rondi, Gustavo R., Casal, María del Carmen, Galante, Marcelo J. y Gómez, Melisa. (2013). Análisis normativo y cuestiones de aplicación. (2015) Universidad Nacional de Mar del Plata. Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales.

Tramontana Messina Román. Pymes: posibilidades de acceso a alternativas de financiación en Argentina. (2013). Trabajo de investigación final para licenciatura en Administración de empresas. Universidad Argentina de la Empresa. Buenos Aires. Argentina.

Ugalde Binda Nadia. (2013). Capital intelectual, características del emprendedor e innovación. El caso de las MIPYMES Costarricenses. Tesis doctoral, Universidad de Valencia, Valencia.