

**41 Jornadas Nacionales de Administración Financiera**  
Septiembre 30 y Octubre 1, 2021

# **Financiamiento en tiempos de Covid de empresas en el mercado de capitales en la provincia de San Luis**

**Luciana Florencia Masini**

**Jorge Nicolás Díaz**

*Universidad Nacional de San Luis*

## SUMARIO

1. Introducción
2. Mercado de capitales. Descripción y funcionamiento
3. Pymes: Su importancia en la actualidad y posibilidades de financiamiento
4. Pasos para ingresar al mercado. Régimen pymes
5. Conclusiones

Para comentarios:  
[cpnmasini@gmail.com](mailto:cpnmasini@gmail.com)  
[diazjnicolas@gmail.com](mailto:diazjnicolas@gmail.com)

### **Resumen**

El contexto económico se encuentra en permanente cambio hacia formas más complejas, pero al mismo tiempo más flexibles y ágiles, la presencia de la globalización más el acontecimiento de la incursión del fenómeno mundial de la pandemia COVID-19, han venido a promover la incorporación de mayores herramientas tecnológicas dentro de la estructura del sistema financiera. La necesidad de contar con financiamiento disponible para aprovechar las oportunidades comerciales y continuar con el desarrollo de los emprendimientos. Por lo tanto, en el presente trabajo se exponen diferentes instrumentos de financiamiento destinados a las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales en Argentina. La investigación tiene un carácter cualicuantitativo, nutriéndose de fuentes primarias y secundarias, orientándose al estudio y análisis de la financiación de las pymes de San Luis en el mercado de capitales Dado que el mercado en Argentina se encuentra en estado de desarrollo, existen disponibles en el mercado segmentos especiales para pymes, en virtud de que es recurrente el problema de acceso al crédito, como la figura del descuento del cheque de pago diferido y, que pueden constituir los primeros pasos de pequeñas y medianas empresas en el mundo bursátil.

## **1. Introducción**

Dentro de las decisiones principales de las finanzas se encuentran: la política de inversiones, de distribución de utilidades y la política de financiamiento. Esta última busca responder a la pregunta ¿cuál es la combinación óptima de fuentes de financiamiento? Dichas fuentes tienen dos grandes orígenes: las deudas y los fondos propios.

Las pequeñas y medianas empresas (pymes), tienen particular importancia para el desarrollo de la economía de cualquier país, no sólo por sus aportes a la producción y distribución de bienes y servicios, sino también por la flexibilidad en adaptarse a los cambios y por su gran potencial de generación de empleos.

El crédito es una de las variables centrales para promover mayores inversiones, innovar en procesos y facilitar el desarrollo productivo de nuestra provincia y el país. Existe consenso que las pequeñas y medianas empresas (pymes) contribuyen al Producto Bruto Interno y a la generación de empleo, hoy en un mundo con la economía cambiante, con nuevos paradigmas en juego, creemos que el avance tecnológico va a acercar el acceso al financiamiento de las Pymes al mundo bursátil para desarrollarse.

El impacto económico producido por la pandemia COVID 19 ha propiciado la digitalización de las operaciones financieras mediante la implementación de nuevas herramientas en dichas operaciones.

En consecuencia, es necesario plantear cuáles son los medios para ayudar a las empresas más pequeñas a aprovechar sus posibilidades en el campo de las finanzas, lo cual puede constituir un punto de inflexión para las pymes. En el presente trabajo se realiza una presentación de los instrumentos financieros disponibles en la actualidad en el mercado de capitales argentino.

De esta forma se pretende indagar como sería el procedimiento de financiamiento en el corto plazo en el mercado de capitales mediante la operatoria de descuento en la figura del cheque de pago diferido. Asimismo, se realizan los cálculos para la obtención de los costos financieros asociados a la mencionada operatoria.

## 2. Mercado de capitales. Descripción y funcionamiento

El mercado de capitales funciona igual que cualquier otro mercado en el cual se intercambian bienes o servicios, con la diferencia de que en este caso se ofrecen y demandan fondos o medios de financiación de corto, mediano y largo plazo. “En el mercado de capitales se visualizan, por un lado, a los inversores que buscan instrumentos en los cuales poder invertir y, por el otro, a las empresas, gobierno y otras entidades (emisores) que precisan fondos para financiar sus proyectos. En este sentido, el mercado de capitales cumple un papel fundamental en la canalización del ahorro de los inversores hacia el sector productivo” (CNV, 2021).

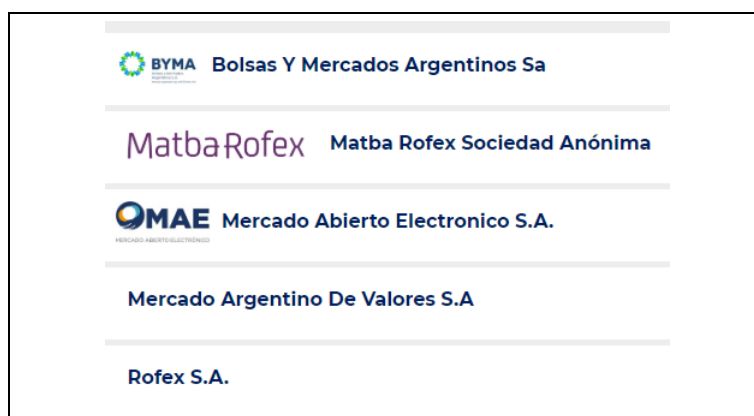
En cuanto a la dinámica operativa del mercado de capitales el funcionamiento está dado:

La Comisión Nacional de Valores (CNV) es el organismo nacional encargado de la promoción, supervisión y control del mercado de capitales. Es una entidad autárquica bajo la órbita del Ministerio de Hacienda de la Nación Argentina, creada en el año 1968 a partir de la Ley Nacional N° 17.811 de Oferta Pública, velando por la transparencia de los mercados de Valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los de los inversores. Actualmente el marco normativo que rige su funcionamiento está dado por la Ley Nacional N° 26.831 sancionada en el año 2012.

De acuerdo a lo establecido por la Ley Nacional N° 26.831(2012) se define a los mercados como: “Sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores con el objeto principal de organizar las operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública, quedando bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores las actividades afines y complementarias compatibles con el desarrollo de ese fin”. (Ley Nacional N° 26. 831. Ley de mercado de capitales, Artículo 2).

De acuerdo a lo publicado por la Comisión Nacional de valores, los mercados habilitados a funcionar se indican en el gráfico 1.

Gráfico 1. Mercados autorizados por CNV.



Fuente: Comisión Nacional de Valores (2020)

Dentro de la gestión de instrumentos para la negociación de instrumentos se encuentran:

Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA). Este mercado surgió como resultado de la continuidad del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., con la particularidad que en la constitución de la nueva entidad se ha incorporado la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como accionista.

“El Mercado Argentino de Valores (MAV) es un mercado especialista en productos no estandarizados, orientado a las empresas Pymes y a las economías regionales El Mercado Argentino de Valores es un Mercado especialista en productos no estandarizados, orientado a las empresas Pymes y a las economías regionales” (Mercado Argentino de Valores S.A, 2021).

El Mercado Argentino de Valores (MAV) y Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) pusieron en práctica un intercambio de membresías posibilitando a sus Agentes la habilitación operativa correspondiente a cada Mercado, lo cual se dio a los efectos de lograr una mayor federalización de los mercados.

En relación a los participantes dentro del mercado, nos encontramos con los intermediarios en las operaciones a través de la figura de los agentes registrados, los cuales son definidos como “personas físicas y/o jurídicas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores para su inscripción dentro de los registros correspondientes creados por la citada comisión, para abarcar las actividades de negociación, de colocación, distribución, corretaje, liquidación y compensación, custodia y depósito colectivo de valores negociables, las de administración y custodia de productos de inversión colectiva, las de calificación de riesgos, y todas aquellas que, a criterio de la Comisión Nacional de Valores, corresponda registrar para el desarrollo del mercado de capitales”. (Ley Nacional N° 26.831. Ley de mercado de capitales, Artículo 2).

## **2.1 Pyme para el mercado de capitales**

A los efectos de delimitar el concepto de pyme que se utiliza en el presente estudio, ya que existen incontables definiciones acerca de la misma, dentro del mercado de capitales, de acuerdo a lo normado en el Régimen Pyme establecido en la Comisión Nacional de Valores, se entiende por Pequeña y Mediana Empresa al sólo efecto del acceso al mercado de capitales aquellas personas humanas o jurídicas que cuenten con el Certificado Mipyme vigente otorgado por la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa

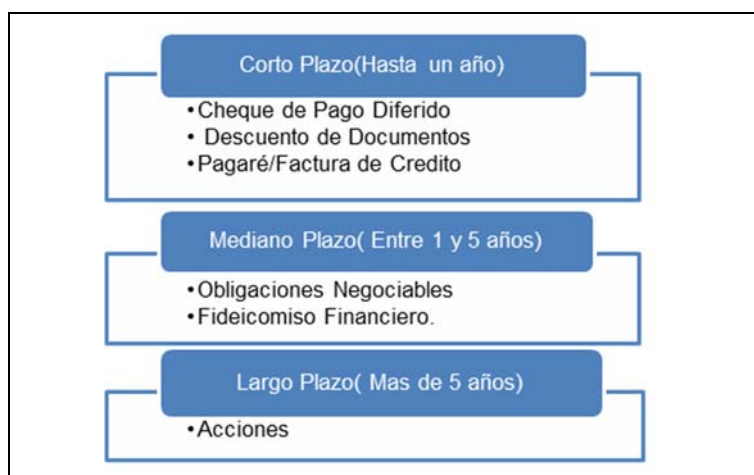
Dicho régimen encuentra fundamento en los objetivos estratégicos de la Ley Nacional de mercado de capitales N°26.831, que promueve el acceso de las Pymes al mercado de capitales, la generación de nuevos instrumentos de inversión y la promoción de la canalización del ahorro hacia la financiación de proyectos productivos y el desarrollo de las economías regionales.

Hasta septiembre de 2021, sólo hay una Pyme de la provincia de San Luis que se ha suscrita al Régimen Pyme de la Comisión Nacional de Valores, que es Cerealera Puntana S.R.L. del sector agropecuario, con un régimen de emisión de valores garantizado, y un ingreso anual aproximado de 40 millones de pesos. Asimismo, se ha visualizado a la firma Banex S.A., que

si bien es una sociedad con origen en la provincia de Buenos Aires, tiene una planta radicada en la ciudad de San Luis, la cual realizó la emisión de una obligación bajo el mismo régimen.

Actualmente, dentro del mercado de capitales es posible acceder a los instrumentos financieros no tradicionales que se indican en el gráfico 2 clasificados según el plazo, de acuerdo a convenciones generalmente aceptadas en el mercado.

Gráfico 2. Instrumentos financieros no tradicionales según plazo



Fuente: Elaboración propia en base Invertir (2020)

Los mercados de capitales ponen a disposición una amplia variedad de valores negociables, una primera clasificación que podemos efectuar es según la naturaleza del flujo de fondos del inversor:<sup>1</sup>

- Renta Fija: son aquellos que tienen flujos de fondos predeterminados que el inversor conoce al momento de la compra. En las condiciones de emisión se especifica cómo será la devolución del capital y el pago de los intereses estipulados.
- Renta Variable: son aquellos cuyos flujos de fondos no están predeterminados, es decir, no son conocidos por el inversor al momento de la compra. Esto es así porque depende del resultado de la actividad a desarrollar por el emisor.

A continuación, se expone una breve definición conceptual de cada uno de los instrumentos financieros accesibles en el mercado de capitales argentino

Las acciones representan los aportes de capital de los accionistas a la sociedad emisora. Confieren a su titular la condición de socio, con todos los derechos correspondientes a la clase (ordinarias de voto singular o múltiple, y preferidas). La emisión inicial de acciones se denomina *colocación primaria*. Una vez realizada esta emisión, la empresa puede continuar emitiendo acciones para aumentar su capital. Tanto las emisiones primarias como las posteriores pueden realizarse en forma privada o mediante oferta pública. La empresa podrá obtener capital a través de la venta de las emisiones para afrontar nuevas inversiones. La ampliación de capital debe ser aprobada por la asamblea de accionistas de la empresa. Los accionistas tienen

<sup>1</sup> Erpen (2010), pág. 49.

derecho de suscripción y preferencia, lo que implica que pueden suscribir nuevas acciones y hacerlo antes que los nuevos accionistas, o antes que los actuales accionistas por encima de su participación.

Las obligaciones negociables son títulos de deuda privada que incorporan un derecho de crédito que posee su titular respecto de la empresa emisora. El inversor que adquiere este título se constituye como obligacionista o acreedor de la empresa, con derecho a que le restituyan el capital más los intereses convenidos en un periodo de tiempo determinado. Las obligaciones negociables pueden ser emitidas en forma individual o a través de un programa global.

Los cheques de pago diferido son órdenes de pago libradas a una fecha determinada, posterior a la fecha de su libramiento, contra una entidad autorizada, 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. El plazo máximo admitido para la emisión de un cheque de esta naturaleza es de 360 días.

El fideicomiso es un negocio mediante el cual una persona transmite la propiedad de ciertos bienes con el objeto de que sean destinados a cumplir un fin determinado. En esta conceptualización genérica se destacan dos aspectos claramente definidos. Uno, la transferencia de la propiedad del bien; otro, un mandato en confianza.

Según el artículo 1° de la Ley Nacional N° 24.441 de Fideicomiso Financiero (1994), “habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.”

## 2.2 Etapas de financiamiento y necesidades de capital

Los capitales de riesgo o *venture capital* es una forma de financiamiento donde entidades especializadas compuestas por inversores, aportan capital de forma temporal a empresas, con el objeto contribuir al desarrollo y expansión de la empresa. El financiamiento con capitales de riesgo es adecuado para las primeras etapas de la empresa y es el mecanismo de financiamiento que más se adapta a las características de las Pymes debido a que no se requieren garantías reales, el empresario mantiene el control, hay apoyo a la gestión empresarial y asistencia técnica de inversores de mayor experiencia. Al compartir el riesgo y participar en el capital, el retorno es elevado. (Ferreira, 2008).

La característica principal es el desarrollo de empresas innovadoras o con perspectiva de elevado crecimiento de modo que estas puedan alcanzar su potencial, generar empleo y crecimiento. Este mecanismo ha ido creciendo a nivel mundial en los últimos años y en Argentina ya se encuentra regulado bajo el sistema de financiamiento colectivo, aparece como una alternativa viable para el financiamiento de pymes que buscan expandir sus horizontes de operación. El fondo de capital de riesgo participa con una porción significativa (pero minoritaria) del capital de la empresa y tiene voto en la dirección de la misma.

El sector en Argentina se encuentra en estado de desarrollo y lejos de que el capital invertido en estos fondos y la cantidad de operaciones aseguren su sustentabilidad en el largo plazo. Para que ello suceda, debe trabajarse sobre algunos aspectos clave: la existencia de cada vez más proyectos aproveche las ventajas competitivas de Argentina liderados por emprendedores con visión global; la evolución del mercado de capitales para ofrecer una salida atracti-

va a los inversores; la definición de un conjunto de reglas claras y duraderas para el sector que le den previsibilidad y lo incentiven; y la estabilidad de las variables macroeconómicas. De esta manera se incentivaría una dinámica de generación y desarrollo de nuevas empresas – pymes– competitivas, innovadoras y sustentables como pilares del progreso. (Ferreira, 2008).

Actualmente existen diferentes tipos de inversores de riesgo, que pueden actuar en Pymes y ayudar a poner en marcha o dinamizar proyectos empresariales que difícilmente habrían podido acceder a otras fuentes de financiación. Estos son:<sup>2</sup>

*Capital semilla (seed capital)*: Modalidad de capital de riesgo que consiste en la financiación preliminar para el desarrollo de un producto o inversión.

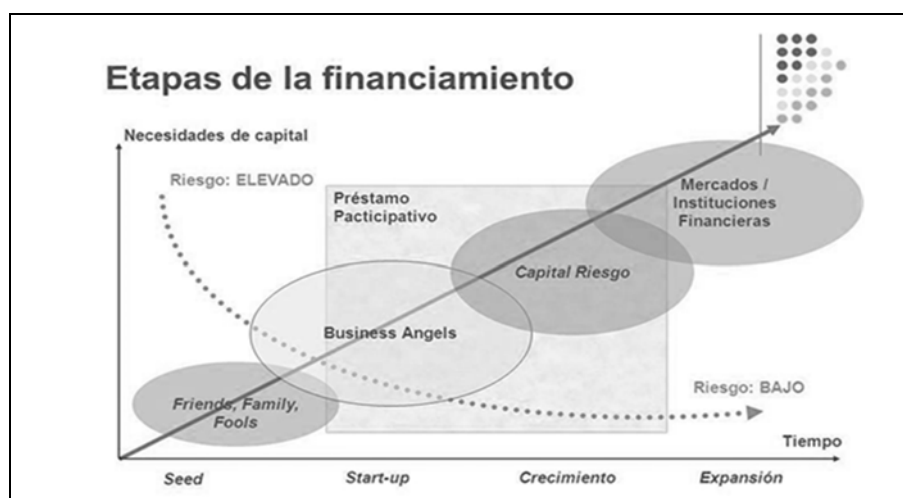
*Capital de arranque (start-up capital)*: Modalidad de capital de riesgo dirigido a empresas ya iniciadas, necesitadas de recursos financieros para la iniciación de una actividad económica.

*Capital de expansión (development capital)*: Aplicado al capital de riesgo, inversiones en empresas ya operativas que precisan ampliar líneas de producción, consolidar la compañía o recuperar el equilibrio financiero.

Por su parte, el capital ángel juega un rol clave en el desarrollo de la actividad emprendedora, tanto en términos de capital financiero como por su contribución en términos de capacidades, experiencia y contactos que adquiridos en la vida profesional, en la etapa de formación de una empresa.

Los inversores ángeles son quienes realizan inversiones con capitales propios, aportan el capital semilla para nuevos emprendimientos o empresas incipientes, a cambio de un porcentaje de la propiedad, es decir, se asocian a la empresa por un tiempo. En una etapa posterior, cuando la empresa ya comienza a tener su flujo de ingresos, pueden aparecer los capitales de riesgo, pudiendo llegar a aportar cantidades de dinero muy superiores a los capitales ángeles. En el gráfico 3 se esquematiza la relación entre el riesgo y vida de las empresas con las fuentes de financiamiento.

Gráfico 3. Etapas de financiamiento y necesidades de capital.



Fuente: Iglesia (2014)

<sup>2</sup> Matíz *et al* (2008), págs. 66-67.

De la figura se desprende la combinación de fuentes disponibles de financiamiento, y el momento de la vida de las empresas en que se pueden asociar con cada una de esas fuentes, vinculadas al riesgo crediticio de las mismas, y el riesgo que están dispuestas a correr cada una de las fuentes analizadas.

Los inversores ángeles se asocian también al *smart money*, actúan usualmente a través de redes o clubes de inversores y generalmente son personas que desean volcar sus conocimientos y experiencia, a la vez que contribuyen con contactos, cofinanciamiento, normas de gerenciamiento, etc. No se trata de inversores que colocan el dinero y esperan que madure la inversión, sino que pueden participar activamente en el día a día de la empresa, y una vez logrado su crecimiento, y por consiguiente el de su valor, el inversor ángel se retira vendiendo su participación.

A la inversión en capitales de riesgo se la conoce como *smart money* o dinero inteligente, dado que agrega valor a través del aporte de redes de contactos y la experiencia del inversor. Pueden participar como integrantes en el Directorio, ayudar a definir estrategias, proveer conocimiento de las industrias, ayudar a establecer acuerdos con proveedores, clientes y bancos. Auxilian también en la implementación de buenas prácticas de gobierno y de transparencia. Es un financiamiento de cantidad y calidad. Buscan altos retornos sobre la inversión. (Lerner y Malach Pines, 2010).

### **3. Pymes: Su importancia en la actualidad y posibilidades de financiamiento**

En principio, la definición del concepto pyme resulta problemática, ya que tal como lo indica su nombre, hace referencia explícita a un amplio conjunto de empresas pequeñas y medianas. Ahora bien, los parámetros o variables que más se utilizan para determinar si una empresa es pequeña, mediana o grande son la cantidad de empleados, sus niveles de producción y rentabilidad, como así también sus instalaciones e infraestructura. En todo caso, los criterios para determinar el tamaño o la dimensión de una empresa pueden variar de una región o un país a otro, con lo cual no se puede dar una definición categórica de las Pymes, ya que ésta fluctúa según la normativa y legislación de cada país.

En efecto, cuando se habla de pymes en general se está dando cuenta de un grupo particular de organizaciones que abarcan diversos nichos de negocios, compartiendo –en todos los casos– una única variable o rasgo distintivo: su esencia emprendedora. Existen organismos públicos y privados que estudian y analizan asiduamente las situaciones estructurales y coyunturales de las pymes a nivel global, regional, nacional y local. En todo caso, se puede intentar clasificarlas según sean de tipo industrial o comercial; y la dotación de personal, a fin de permitir cotejarlas por sector o delimitación geográfica, evaluando si existe un proceso de retroceso o crecimiento económico del sector (Pérez, 2017).

De acuerdo con Allami y Cibils (2011), “las PYMEs son formas específicas de organización económica en actividades industriales y de servicios en las cuales la producción y el control están en manos de una persona o grupo que influye decisivamente en el estilo de gestión y/o conducción. Las condiciones particulares de funcionamiento de estas empresas las diferencian de las grandes. Pueden presentar problemas de escala y menores niveles de producti-



vidad, lo cual redundará en menores volúmenes de producción y niveles de rentabilidad”. (pág. 69).

En relación con las características de las pymes de los países de la región, una hipótesis bastante difundida es acerca de las problemáticas con lo tecnológico/productivo, lo organizativo/gerencial y de mercado. Se traduce en una estructura productiva concentrada o heterogénea, caracterizada por grandes diferenciales de productividad entre las Pymes grandes y las de menor tamaño. Asimismo, se diferencian de las microempresas, que existen en muchos casos como actividades de subsistencia y como único mecanismo de acceso para la obtención de ingresos familiares. En este sentido, la problemática de las pymes adquiere características propias y una dimensión particular (CIEPP, 2005).

Sabemos que en la literatura hay muchos conceptos sobre pymes. En el capítulo anterior se definió el concepto de pyme para el mercado de capitales. Además, en la tabla 1 se expone lo dispuesto por la Secretaría de Emprendedores y PyMEs del Ministerio de Producción que se suele utilizarse para los efectos fiscales, y que considera como micro, pequeñas y medianas empresas aquellas que registren hasta los respectivos niveles máximos de ventas totales anuales.

*Tabla 1. Clasificación de las pymes según ingreso y actividad*

Categoría	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y Minería	Agropecuario
Micro	24.990.000	13.190.000	57.000.000	45.540.000	30.770.000
Pequeña	148.260.000	79.540.000	352.420.000	326.660.000	116.300.000
Mediana - Tramo 1	827.210.000	658.350.000	2.588.770.000	2.530.470.000	692.920.000
Mediana - Tramo 2	1.240.680.000	940.220.000	3.698.270.000	3.955.200.000	1.099.020.000

Fuente Ministerio de Desarrollo Productivo (2021).

En la anterior escala, vigente a septiembre del 2021, figuran montos que son actualizables en función del contexto inflacionario. Cabe consignar, de todos modos, que no hay una norma específica que regule la actualización.

La literatura y evidencia internacional indica que en casi la totalidad de las economías de mercado las pymes constituyen una parte sustancial del sistema económico. Particularmente, se destaca su relevancia en las primeras fases del crecimiento, donde ya sea produciendo o demandando bienes y servicios, o añadiendo valor agregado, conforman un eslabón determinante en la cadena de la actividad económica y la generación de empleo.

Las pequeñas y medianas empresas han sido consideradas un importante elemento de estabilidad y de autonomía productiva para el país. Generan normalmente el grueso de la ocupación, ya que se posicionan en todo tipo de actividades. Esto contribuye a la formación y el trabajo de la población y ensancha la capacidad empresarial del país.

De acuerdo con Roura (2009), además de generar riqueza, las pymes cumplen una función social importante en lo relativo al mantenimiento de los niveles de empleo y tienen un fuerte arraigo local. Su dinámica operativa permite una distribución geográfica más equilibrada de la producción y de la utilización de recursos. Su flexibilidad les permite adaptarse a los cambios

tecnológicos y económicos, y en muchos casos detectar o crear nuevos procesos, productos y mercados. Sobre todo, poseen un gran potencial de crecimiento y de desarrollo. En efecto, las pequeñas y medianas empresas son actores fundamentales en el desarrollo económico del país, ya sea por el nivel de incidencia que generan en el empleo o por su participación en el PBI y en el comercio exterior.

A pesar de su importancia, la realidad da cuenta de que las pymes suelen atravesar crisis económicas. Entre sus características principales, Ramírez (2011) destaca las siguientes:

1. cuentan con una administración no profesional, es usualmente dirigida y gerenciada por el/los dueños/s (en muchos casos son también empresas familiares);
2. escasa especialización en la actividad, tanto en el aspecto productivo como en los administrativos, siendo el mismo empresario quien se ocupa y supervisa todos los sectores: ventas, compras, producción, personal, etc.;
3. no tienen una demanda intensiva de capital; es decir, prevalece la mano de obra;
4. suelen utilizar tecnología inadecuada o desactualizada;
5. tienen limitados recursos financieros, con el capital de la empresa sustentado principalmente por los dueños.

La actividad mundial está en cambio continuo, se vive un tiempo de incertidumbre, reajustes entre países emergentes y disolución de bloques y alianzas, lo que hace más dificultosa la inserción global de las pymes.

### **3.1 Las pymes en Argentina**

Frente a un entorno globalizado, competitivo y cambiante, las empresas deben enfrentar desafíos y oportunidades que requieren de un análisis y un planeamiento mucho más complejo a nivel estratégico y operativo. Influenciadas por las renovadas demandas de accionistas, consumidores, recursos humanos y la población en general, las pymes se han visto obligadas a dar cuenta ya no sólo de la calidad de sus productos o servicios, sino también de sus proyectos, de las tareas que las alientan y de las formas en cómo sus organizaciones se gestionan.

A pesar de que la integración tecnológica, informativa, económico-comercial y las oportunidades de desarrollo y reinención de empresas, instituciones y organizaciones en general tienen sus propias barreras de entrada -por lo que la apertura queda relegada a un plano teórico-, en este período es posible detectar una percepción y un creciente consenso de que las pymes en Argentina experimentan crisis de índole cíclica, las cuales suelen poner en riesgo su supervivencia.

No obstante, en Argentina las pymes son un actor principal en aspectos económicos y sociales, debido a que representan el mayor sector empresario -más del 90% del total de empresas registradas-, siendo por lo tanto el mayor empleador del país, superando el 60% del total de empleados registrados formalmente. Sin embargo, los informes comparativos entre los dos últimos censos nacionales -2004 y 2014- dan cuenta de un pronunciado retroceso industrial respecto a las grandes empresas en el mismo período, y han visto reducidos sus márgenes de rentabilidad. Estos datos muestran un deterioro sustancial en su crecimiento económico y vislumbra -entre otras cuestiones- la necesidad de trabajar y fortalecer su competitividad estructural (Pérez, 2017).

De acuerdo con Allami y Cibils (2011), a partir del análisis de algunos rasgos sobre la demanda de financiamiento de las pymes es posible afirmar que existe demanda de crédito insatisfecha por parte de estas empresas, y que un alto porcentaje de pymes no demanda crédito por motivos vinculados a las restricciones históricas para acceder al financiamiento (altos costos financieros, dificultades para obtener garantías, no calificación como sujeto de crédito, etc.).

Más allá de estas dificultades y obstáculos, para sostener su competitividad, las pymes deberán generar inversiones en un contexto económico cambiante de modo de generar estrategias anti-cíclicas. En efecto, en Argentina las pymes desarrollan sus actividades en un entorno hostil, con variables externas –tipo de cambio, inflación– sobre las que no tienen el menor control, y variables internas –recursos internos– sobre los cuales pueden accionar directamente. En este sentido, la pyme tiene una ventaja respecto de las grandes empresas, ya que puede focalizar sus necesidades particulares en forma más ágil, y adoptar herramientas de gestión que optimicen su dinámica operativa, su estrategia financiera ante crisis cíclicas, y sus procesos de mejora continua.

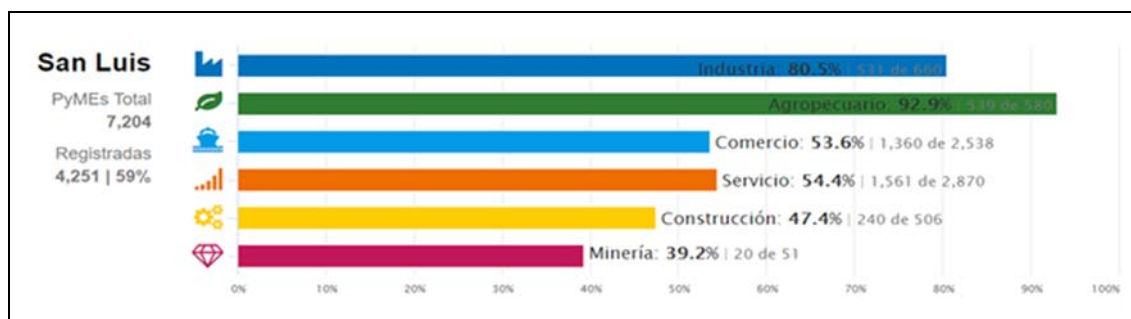
De acuerdo con el GPS de Empresas Argentinas del Ministerio de Producción y Trabajo, en Argentina existen 602.000 pymes –según la clasificación por dotación de personal establecida en un rango inferior a los 200 colaboradores, que equivalen al 99,4% sobre el total de empresas registradas.

En cuanto a su relación con la generación de empleo, se indica que las pymes generan de manera directa 4.075.000 puestos de trabajo, correspondientes al 64,4% de los empleos formales totales registrados en el país (Pérez, 2017).

### 3.2 Las pymes en San Luis

Si nos preguntamos la cantidad de empresas pymes que hay en nuestra provincia, como fuente de datos, encontramos la información oficial del Ministerio de Producción de la Nación actualizada, sobre la base de empresas registradas en la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)

Tabla 2. Cantidad de pymes en San Luis



Fuente: Ministerio de Desarrollo Productivo. (2021)

En la década pasada (2000-2010) la provincia de San Luis fue beneficiaria de un Régimen de Promoción Industrial, que generó un parque industrial que tuvo un alto impacto económico y social, el cual debía ser consolidado y afianzado. En este sentido, conocer las alternativas de

financiamiento existentes y su impacto en los costos, se torna de crucial relevancia en este proceso de consolidación, donde resulta clave fortalecer a las pequeñas y medianas empresas, ya que son el eslabón más débil de la cadena ante las políticas públicas implementadas a nivel nacional (Camiletti, 2009).

“En cuanto a las diversas líneas crediticias ofrecidas por los bancos, las pymes de San Luis sólo acceden (en forma mayoritaria) a descuentos de cheques y acuerdos por descubierto en cuenta corriente. La principal barrera que existe en el sector para acceder al crédito es la falta de organización de documentación que se debe presentar. Esto se traduce en que la mayoría de las pymes no presentan balances y estados contables auditados, lo cual impacta en que sus declaraciones juradas impositivas no puedan ser verificadas de modo fehaciente por las entidades financieras, impidiendo de esta forma que se les conceda financiamiento”. (Camiletti, 2009, pág. 12).

### **3.3 Productos financieros para pymes en el mercado argentino de valores**

En este apartado se describen las características básicas de los productos financieros que pueden utilizar las pymes argentinas que participan del mercado de capitales.

1) *Acciones pymes*. “Las acciones representan una parte o cuota del capital social de una sociedad anónima” (Erpen, 2010, pág. 60).

La emisión de acciones por parte de las pymes constituye una vía genuina para obtener fondos en el mercado de capitales. Mediante la emisión de acciones, la empresa persigue fundamentalmente el objetivo de ampliar el capital, obteniendo fondos del mercado para financiar sus operaciones. En forma accesoria, hay otros motivos por los cuales una empresa podría hacer oferta pública de sus acciones, a saber: otorgar liquidez a sus accionistas, y obtener el acceso simplificado a otros canales de financiamiento (Mercado Argentino de Valores S.A., 2020).

El cumplimiento de los requisitos de la oferta pública sienta las bases para que la empresa pueda acceder de manera simple a otros medios de financiamiento, más allá de la emisión de nuevas acciones. Esto se observa tanto en el mercado de capitales (por la emisión de títulos de deuda, por ejemplo) como en el acceso a préstamos bancarios, etc. Los distintos objetivos que puede perseguir no son excluyentes entre sí. Por el contrario, suelen darse en sincronía, permitiendo a los inversores posicionarse de acuerdo a sus expectativas y perfil de cartera.

2) *Cheques de pago diferido*. La negociación de cheques de pago diferido (CPD) permite a las empresas obtener fondos a partir del descuento de su cartera de cheques para ser negociados en el mercado. Las operaciones de CPD son actualmente el producto estrella del financiamiento pyme. En los casos en los que interviene una SGR (Sociedades de Garantía Recíproca), la inversión se encuentra garantizada por esta entidad. El Mercado Argentino de Valores también ofrece esquemas de negociación con distintos tipos de garantías o sin ellas (Mercado Argentino de Valores S.A., 2020).

3) *Fideicomisos financieros*. Los fideicomisos financieros son instrumentos mediante los cuales las pymes pueden obtener fondos líquidos a partir de activos ilíquidos de su hoja de balan-

ce. De esta manera logran financiarse en el mercado de capitales sin que esto represente un incremento en su pasivo, disociando además su costo de financiamiento del perfil crediticio de la empresa, puesto que el riesgo de la inversión se corresponde con la cartera cedida (Mercado Argentino de Valores S.A., 2020).

4) *Pagarés avalados*. Los pagarés avalados son instrumentos de deuda emitidos por pymes y avalados por SGR, de modo que el inversor encuentra respaldada de esta forma sus fondos. Los mismos pueden emitirse en moneda local o extranjera, con plazos que van desde los 90 días hasta los 3 años. La rentabilidad que obtiene el inversor se obtiene del descuento que se aplica al pagaré respecto de su valor nominal, pagadero al vencimiento del instrumento (Mercado Argentino de Valores S.A., 2020).

5) *Pagarés Digital*. Las plataformas FINANCIAClick y Epyme son sistemas ágiles que tienen como objetivo permitir a las pymes financiarse en el mercado de capitales. Posibilita la generación de Pagarés Digitales con firma electrónica y la presentación de legajos digitales, automatizando y estandarizando procesos, logrando una importante reducción de tiempos y costos (Mercado Argentino de Valores S.A., 2020).

6) *Factura de Crédito Electrónica (FCE)*. “La ley de Financiamiento Productivo 27.440 creó el Régimen de Factura de crédito electrónica” (Dominguez, 2019, p.1), para que las micro, pequeñas y medianas empresas potencien su financiamiento.

A través de la FCE se transforma el crédito comercial en crédito financiero, convirtiéndose un crédito ordinario en un título ejecutivo. Este nuevo instrumento abre la posibilidad a todas las pymes para que operen de forma ágil y sencilla en el mercado argentino de valores. Mediante el descuento de FCE, las pymes acceden a financiamiento simple y con menores costos mediante el mercado de capitales para crecer, tener mayor liquidez y ser más competitivas. La totalidad de su proceso es absolutamente digital (Mercado Argentino de Valores S.A., 2020).

7) *Obligaciones Negociables (ON) para pymes*. Son títulos valores representativos de deuda, emitidos en masa por empresa que necesitan financiamiento.

“Las Obligaciones Negociables (ON) son instrumentos de deuda emitidos por empresas privadas. Tienen una tasa de interés fija o variable y un plazo de pago determinados. Además, cuentan con términos y condiciones establecidos al momento de la emisión. Las ON se negocian en el mercado de capitales y son el equivalente a los bonos públicos, pero destinados a la financiación del sector privado” (CNV, 2019).

Las clases de obligaciones negociables son:

**Régimen General:** Son las que emiten las empresas de gran tamaño y están sujetas a un régimen de control de legalidad, requieren todo el trámite de solicitud de oferta pública, están obligadas a obtener una calificación de riesgo y de mantener actualizada la información cada tres meses. A su vez pueden solicitar una sola emisión o pedir autorización para emitir por programas y lanzar varias series a diferentes tasas.

**Pymes:** Son emitidas por empresas que se encuentran dentro de un régimen simplificado de oferta pública y cotización. Para entrar en este régimen es requisito acreditar ser una pyme. Los valores negociables pueden emitirse bajo dos modali-

dades: las garantizadas (avaladas por un Sociedad de Garantía Recíproca) y las del Régimen Pyme CNV. (Argos Rodríguez Machado, 2021)

#### 4. Pasos para ingresar al mercado. Régimen pymes

La Comisión Nacional de Valores (CNV) ha establecido un régimen específico PYME que busca potenciar el financiamiento de las mismas y el desarrollo del mercado de capitales nacionales.

Las empresas pueden recurrir al mercado de capitales para financiar proyectos de inversión, adquisición de activos, capital de trabajo, refinanciar o reestructurar pasivos u otras actividades productivas.

Para la cual se describe cómo es la manera de financiamiento en el corto plazo a través del descuento de documento en la figura del cheque de pago diferido, que puede ser considerada como el primer paso para acceder al mercado de capitales.

##### 4.1 Pasos para acceso a descuento de cheque de pago diferido

El descuento de documento es una forma de obtener financiación de corto plazo, puede presentarse mediante el descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales, en consecuencia, quien tiene cheques a cobrar en futuro (por un plazo máximo de 360 días) puede adelantar su cobro “vendiéndolos en la bolsa”.

Según lo establecido por la Ley Nacional 24.452(1995) define al cheque de pago diferido “como una orden de pago librada a una fecha determinada, posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librado a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descuento, dentro de los límites que autorice el girado”. (Ley Nacional N° 24.452, Ley de Cheques, Artículo 54).

Mediante el decreto nacional N°386/2003 se permite que los cheques de pago diferido sean depositados en Caja de Valores SA (único agente de depósito colectivo en Argentina) para su negociación.

Existen segmentos de cotización para la negociación de cheque de pago diferido:<sup>3</sup>

1. CPD Patrocinados: la empresa libradora es la que solicita la autorización de la cotización de los CPD que emiten, en general, a favor de sus proveedores. Las libradoras pueden ser sociedades comerciales, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales y fundaciones. La responsabilidad del pago corresponde a la libradora, que deberá tener fondos suficientes en la cuenta bancaria a la fecha del CPD.
2. CPD Avalados: una sociedad de garantía recíproca o entidad financiera solicita la autorización de cotización de los CPD que garantiza. Esto significa que, en caso de 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.
3. CPD patrocinados por entidad libradora o endosante: esta modalidad permite que empresas cotizantes de acciones y obligaciones negociables puedan solicitar autorización para

<sup>3</sup> Erpen (2010), pág. 59.

cotizar CPD que hubiera recibido como beneficiarias en pago por la provisión de bienes y servicios. Así se convierten en endosantes de los cheques recibidos y son responsables por el pago en el caso de que no sean abonados a la fecha de vencimiento por los libradores originales.

En relación a los medios en donde se puede realizar el descuento, en el gráfico 4 se presentan las ventajas y desventajas de cada uno.

*Gráfico 4. Ventajas y desventajas de bancos, financieras y mercado de capitales*

<i>Entidad</i>	<i>Tasa</i>	<i>Ventaja</i>	<i>Desventajas</i>
<i>Bancos</i>	Tasas medias y altas	Puede haber líneas subsidiadas	Carpeta aprobada y al día con impuestos. No superar concentración.
<i>Financieras</i>	Tasas altas	Rápida y sin requisitos previos	Mayor costo financiero.
<i>Mercado de capitales</i>	Tasas competitivas	Montos elevados, mayores plazos, mejores tasas	Necesita aval de Sociedad de Garantía Recíproca. (Puede llevar algunos días).

Fuente: Valerza (2021)

El producto de cheque electrónico, que es igual a un cheque papel en formato electrónico, también puede adquirir la característica de valor negociable.

A continuación, se acompaña una guía de cuatro pasos del proceso para hacer el descuento de un cheque de pago diferido garantizado, el cual tiene el mayor volumen de operaciones en el mercado.

#### *1) Precalificación. Sociedad de Garantía Recíproca.*

Para acceder a bajos costos de financiamiento, la pyme debe tener una calificación crediticia con alguna Sociedad de Garantía Recíproca.

El primer paso consiste en obtener una precalificación. Si bien cada sociedad tiene su política para la aceptación, en general la información contable-financiera que piden, de acuerdo a la condición fiscal es la que se indica en el gráfico 5.

*Gráfico 5. Requisitos para precalificación SGR.*

<i>Monotributista</i>	<i>Persona física responsable inscripto</i>	<i>Persona jurídica</i>
Constancia de Inscripción en AFIP	Últimas dos Declaraciones Juradas de Ganancias y Bienes Personales	Últimos dos Balances presentados
Certificado Pyme	Ventas Post cierre de ejercicio	Últimas tres Declaraciones Juradas de IVA
	Certificado Pyme	Ventas Post Balance (Detalle Mensual)
		Detalle de Accionistas (Nombre, CUIT, Porcentaje de tenencia Accionaria)
		Certificado Pyme

Fuente: Elaboración Propia en base a Acindar Pyme (2021)

## 2) Obtención Calificación Sociedad De Garantía Recíproca.

Una vez obtenida la calificación crediticia la pyme está en condiciones de operar en el mercado los cheques avalados y así hacerse con los fondos de forma conveniente.

Esta es una modalidad exclusiva para las pymes, mediante la obtención del aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) que respalda su posterior negociación en el mercado.

Según la Bolsa de Comercio del Chaco (2021) “los objetivos buscados son los siguientes:

1. Por el lado del inversor, brindar respaldo y seguridad a la hora de colocar sus fondos, minimizando el riesgo de incobrabilidad del CPD y para ello se ha previsto un sistema de condiciones y garantías que hacen prácticamente nulo el riesgo de la inversión.
2. Por el lado del emisor (pyme), la posibilidad de descontar los CPD a bajo costo y a mayores plazos, de una manera transparente, simple y segura.”

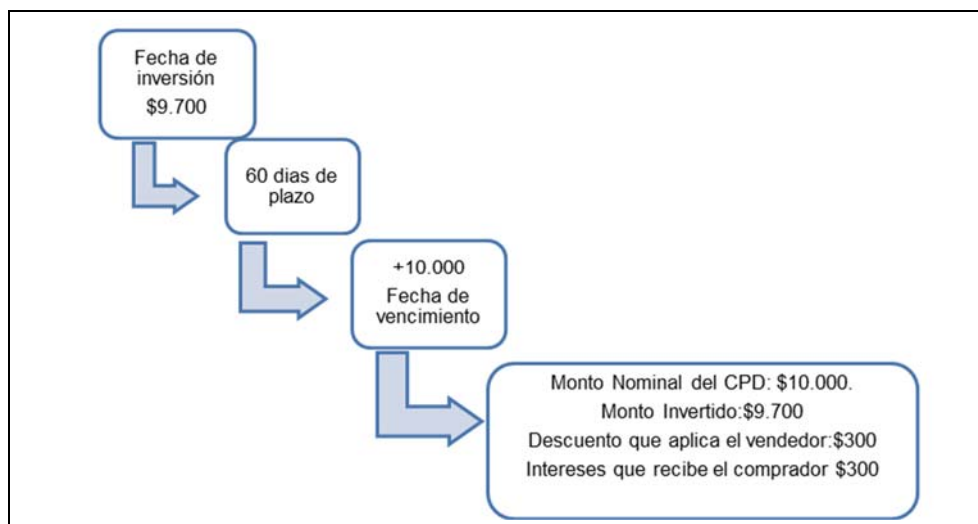
De acuerdo a la CASFOG –Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía– existen cuarenta y cinco Sociedades de garantía recíprocas y seis Fondos de garantía públicos, que se encuentran habilitadas para la emisión de avales.

## 3) Negociación en el mercado.

La negociación es llevada a cabo por un agente, que es un agente de bolsa (por la ley de mercado de capitales llamados Agentes de Liquidación y Compensación) autorizado a realizarlo.

La negociación se da a través del sistema de subasta y es en función de la fecha de pago. El gráfico 6 resume las características de la operación a prima facie:

Gráfico 6. Operatoria de descuento de cheque pago diferido.



Fuente: Mercado de Capitales. Manual para no especialistas. (2010)



#### 4) Obtención de fondos.

Una vez que se haya producido la negociación en el mercado, es decir que se produce la operación del descuento, se hace la acreditación de los fondos en la cuenta de la pyme.

Para saber cuál es el costo del descuento de cheque; en este caso se tomó en cuenta el promedio de tasas de descuento para 30 días, en base al reporte semanal para cheque avalados para 31-60 días, tomando los informes del MAV sobre negociaciones haciendo un promedio de los informes del mes de agosto 2021 arroja una tasa promedio del 36,18 %.

Para saber cuál es el costo financiero del descuento, se hace el cómputo teniendo en cuenta la calculadora disponible en la página Instituto Argentino del Mercado de Capitales. Para este ejemplo suponemos un cheque con vencimiento a 30 días por la suma de \$100.000.

Tabla 3. Cálculo de costo de descuento de cheque

DATOS PARA EL CÁLCULO		DATOS DE LIQUIDACIÓN	
Importe del CPD (\$)	100.000,00	Días al vencimiento	30
Fecha de negociación del CPD	1-Aug-21	Descuento sobre VN del CPD	\$ 2.887,82
Fecha de liquidación	1-Aug-21	Monto efectivo del CPD	\$ 97.112,18
Fecha de vencimiento del CPD	31-Aug-21	IVA s/ descuento y aranceles <sup>(1)</sup>	\$ 62,45
Tasa Nominal Anual (% , TNA)	36,18%	Percepción de IVA s/ Descuento <sup>(2)</sup>	\$ 606,44
		Gastos de negociación (\$) <sup>(3)</sup>	\$ 327,38

Monto a recibir por venta del CPD neto de gastos <sup>(4)</sup>	\$96.722,3
Tasa Nominal Anual neta de gastos e impuestos (TNA)	41,23%
Descuento / Monto obtenido	3,0%
Tasa efectiva del período	3,39%
Tasa efectiva anual equivalente (actual/365)	50,00%

IR AL INICIO

Fuente: Cálculo realizado en base IAMC (2021)

Para la calculadora se toma los siguientes componentes para el costo:

1. Descuento Compuesto= Monto- Monto/ (1+TNA x Plazo/365).
2. Costo Agente + Costo Sociedad de Garantía Recíproca: (Aproximadamente 3.5%).
3. Derecho de mercado= 0.03% sobre el Monto efectivo del Cheque+ IVA
4. Derecho del Listado= 0.03% sobre el monto nominal del Cheque+ IVA
5. La percepción sobre IVA genera un crédito fiscal, que no es incluida en el costo.

Esta es una alternativa muy ventajosa de financiación ya que permite a las pymes acceder al mercado de capitales a través de tasas similares a las obtenidas por grandes empresas pudiendo negociar cheques propios o de terceros.

## 5. Conclusiones

El mercado de capitales en Argentina se encuentra en estado de desarrollo, dentro del funcionamiento del mercado, en su legislación, se estableció la promoción del acceso de las pymes al mercado de capitales, la generación de nuevos instrumentos de inversión y la promoción de la canalización del ahorro hacia la financiación de proyectos productivos y el desarrollo de las economías regionales.

El mercado de capitales ofrece una alternativa para el financiamiento a corto plazo para pequeñas y medianas empresas, si bien hoy es utilizado por una pequeña porción de las mismas, este contexto difícil desde lo económico y lo financiero originado como base del fenómeno mundial de la pandemia COVID 19, ha puesto a los instrumentos digitales en primera escena, lo cual ha promovido el acceso a la operatoria de instrumentos fomentando el crecimiento de la digitalización del financiamiento Pyme.

Las decisiones de financiamiento se deben tomar en conjunto con las decisiones de inversión, por lo cual es fundamental la respuesta proactiva en conjunto con el plan de negocios de la empresa en estos contextos dinámicos.

Las herramientas de financiación de corto plazo, tal como el descuento de cheque de pago diferido, mediante el mercado de capitales, posibilitan su realización mediante un procedimiento completamente online. Esta operación de descuento, para el inversor constituye una obtención de fondos a corto plazo en el mercado de capitales y desde el punto de vista de la empresa, es una fuente alternativa de financiamiento a corto plazo.

En relación al costo de acceder al financiamiento, a través del mercado de capitales a corto plazo, se logran obtener tasas competitivas en el instrumento del cheque de pago diferido, en comparación con las disponibles en el mercado financiero.

Hoy si bien una pequeña porción de las pymes accede al mercado de capitales, el desafío del mercado estará en lograr la mayor inclusión de usuarios en tiempos de pandemia para poder financiarse mediante instrumentos digitales a menores costos, para poder facilitar a las pequeñas y medianas empresas desarrollar los proyectos productivos y lograr su supervivencia, crecimiento y desarrollo.

## REFERENCIAS

- Acindar Pymes (2020). *Precalificación online SGR*. Disponible en <https://www.acindarpymes.com.ar/precalificacion-online>.
- Álvarez, M. y Abreu, J. L. (2008). *Estrategias financieras en la pequeña y mediana empresa*. Daena: *International Journal of Good Conscience*, pp. 65-104.
- Allami, C. y Cibils, A. (2011). *El financiamiento bancario de las PYMEs en Argentina (2002-2009)*. Disponible en <http://www.scielo.org.mx/pdf/prode/v42n165/v42n165a4.pdf>
- Anastasi, A., González Padilla, G. y Repetto, G. (2008). *Argentina 2002-2005: Utilización de financiamiento bancario, crédito de largo plazo y sus impactos en la performance microeconómica de las empresas*. Buenos Aires, BCRA, Documento de trabajo 2008/24.
- Berger, A. & Udell, G. (1998). *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*. *Journal of Banking & Finance*, 22 (6-8): 613-673.

- Bogdan, R. y Taylor, S. (1986). *Introducción a los métodos cualitativos de investigación*. Paidós Studio.
- Bolsa de Comercio del Chaco (2021) *Financiamiento*. Disponible en [http://www.bcch.org.ar/app.php/Financiamiento\\_cheques](http://www.bcch.org.ar/app.php/Financiamiento_cheques)
- Camiletti, R. B. (2009). *Formas de financiamiento de las PYMES. El caso Villa Mercedes*. En XXVII Congreso de la Asociación Latinoamericana de Sociología, VIII Jornadas de Sociología de la Universidad de Buenos Aires. Asociación Latinoamericana de Sociología, Buenos Aires.
- CIEPP (Centro Interdisciplinario para el Estudio de Política Públicas) (2005). *Asistencia financiera a empresas pequeñas y medianas en Argentina. Los programas dependientes de la SEPYME*.
- CNV (Comisión Nacional de Valores) (2021). *Pymes en el mercado de capitales*. Disponible en <https://www.argentina.gob.ar/cnv>
- Erpen, M. (2010). *Mercado de capitales. Manual para no especialistas*. Temas Grupo Editorial.
- Ferreira, M. (2008). *Políticas públicas para el desarrollo del capital de riesgo en Argentina*. Fundación Empresa Global, FOMIN/BID.
- Ferrari, A. P. (2018). *¿Cuáles son los beneficios del mercado de valores?* Disponible en <https://www.cuidatudinerero.com/13091210/cuales-son-los-beneficios-del-mercado-de-valores>.
- Lerner, M. & Malach-Pines, A. (2010). *Gender and culture in family business: A ten-nation study*. International Journal of Cross Cultural Management 11 (2): 113-131.
- López Dumrauf, G. (2018). *Introducción a las inversiones financieras*. DeltaGamma.
- Mercado Argentino de Valores S.A. (2020). *Productos/financiamiento*. Disponible en <http://www.mav-sa.com.ar/productos/financiamiento/>.
- Parejo, J. A. et al. (2007). *Manual de Sistema Financiero Español*. Edit. Ariel.
- Pérez, J. A. (2017). *Herramienta sencilla para la evaluación del desempeño de los recursos humanos. Ideas para su implementación en PyMEs argentinas*. Disponible en <https://ri.unlu.edu.ar/xmlui/handle/rediunlu/414>.
- Porto, J. M. (2010). *Fuentes de financiación: Operatorias, plazos, costos, ventajas y limitaciones*. Edit. Buyatti.
- Ramírez, M. S. (2011). *Asimetrías Informativas entre los bancos comerciales y las empresas PyMEs en La Plata y localidades vecinas*. Disponible en [http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/3425/Documento\\_completo.pdf?sequence=1](http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/3425/Documento_completo.pdf?sequence=1).
- Rodríguez Machado, A. (2020). *Catedra Bolsas y Mercado de Valores*. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Córdoba.
- Roura, H. (2009). *Las PyMEs en el desarrollo de la economía argentina*. Disponible en [http://www.informeindustrial.com.ar/verNota.aspx?nota=Las%20PyMES%20en%20el%20desarrollo%20de%20la%20econom%C3%ADa%20argentina\\_\\_\\_169](http://www.informeindustrial.com.ar/verNota.aspx?nota=Las%20PyMES%20en%20el%20desarrollo%20de%20la%20econom%C3%ADa%20argentina___169).
- Sautu, R., Boniolo, P., Dalle P. y Elbert, R. (2005). *Manual de metodología*. CLACSO.
- Van Auken, P. & Howard, E. (1993). *A factor analytic study of the perceived causes of small business failure*, Journal of Small Business Management, 31 (4): 23-31.
- Vanacker, T. R. & Manigart, S. (2014). *Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing*. Small Business Economics, 35 (1): 53-69.
- Wright, M., Robbie, K. & Ennew, C. (2016). *Serial entrepreneurs*. British Journal of Management 8 (3): 251-68.

#### *Normativa citada*

- Ley N° 26.831. Ley Nacional de Mercado de Capitales. (2012). Texto ordenado en 2012 y sus modificaciones.

Ley N° 27.440 Ley Nacional de Financiamiento Productivo. (2018). Texto ordenando en 2018.  
Resolución General Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). N°4367/2018. (2018)  
Resolución Comisión Nacional de Valores (CNV) Resoluciones Generales N°901-N°902. (2021)  
Circular N° 3560/2017 Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) (2017). Ref.: Negociación Cheques de Pago Diferido.