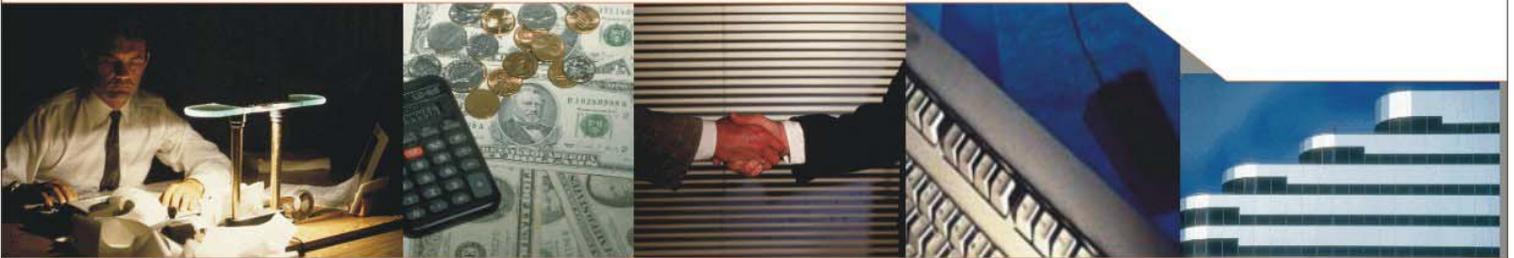




COMISIÓN NACIONAL DE VALORES



Mercado de Capitales para PyMES

Educación Mercado de Capitales

Abril de 2008

Introducción

La participación de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES) 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.

Antecedentes

Como referencias históricas se recuerdan:

a) El dictado del Decreto N° 1087/93 (B.O.: 28/05/93) estableció las pautas para que las PyMES organizadas como sociedades por acciones, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país (art. 1° de la Ley N° 23.576, mod. por Ley N° 23.962; y art. 1°, Dto. cit.), resulten automáticamente autorizadas para ofrecer públicamente los valores negociables representativos de deuda que emitan dentro de un régimen simplificado que, en lo esencial, requiere el registro de la solicitud ante esta COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV) 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 en los términos de la Ley 17.811 y sus modificaciones... y demás entidades no bursátiles autorizadas a funcionar como autorreguladas por la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES” (art. 2°, anexo aprobado por Dto. N° 677/01).

En este supuesto específico el monto de emisión no puede superar los \$15.000.000 (art. 2°, Dto. N° 319/2008).

A los fines del régimen ordinario creado por el Decreto N° 1087/93 “califican como pequeñas y medianas empresas aquellas que encuadran en el concepto vigente acuñado por la autoridad de aplicación específica” (art. 1°, Cap. XXX de las NORMAS CNV (NT 2001 y mod.).

b) Esta CNV, por su parte, reeditó el régimen de facilidades para PyMES mediante la adopción de la Resolución General N° 336 del 13/05/99 (“RG N° 336”), que lo extiende a la negociación de acciones representativas del capital social de sociedades anónimas que califiquen como PyMES.

En el considerando de la RG N° 336 esta CNV dejó constancia “que la superación de las barreras para acceder al mercado de capitales constituye un problema común a varios países, alguno de cuyos dignatarios ha llegado en época reciente a caracterizarlo como una “asignatura pendiente” de la política económica” (cit.).

c) Fuera de los dos regímenes ordinarios anteriores, cabe señalar que a partir del dictado de la Resolución General N° 506 del 02/05/07 (RG N° 506), con fundamento en el artículo 44 del Anexo aprobado por Decreto N° 677/01, se estableció otro de carácter especial para la emisión de deuda o capital por PyMES; de acuerdo con este nuevo régimen “serán consideradas PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS al sólo efecto del acceso al mercado de capitales mediante la emisión de acciones y/u obligaciones negociables, aquellas empresas que registren hasta el siguiente máximo de las ventas totales anuales, excluido el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto interno que pudiera corresponder, expresado en Pesos (\$),

detallados en el cuadro que obra a continuación”.

SECTOR TAMAÑO	AGROPECUARIO	INDUSTRIA Y MINERIA	COMERCIO	SERVICIOS	CONSTRUCCION
PEQUEÑA EMPRESA	6.080.000	15.000.000	22.200.000	6.732.000	6.000.000
MEDIANA EMPRESA	36.480.000	120.000.000	177.600.000	44.880.000	48.000.000

d) La RG N° 506 define el valor de las ventas totales anuales como aquél “que surja del promedio de los últimos TRES (3) años a partir del último balance inclusive o información contable equivalente adecuadamente documentada. En los casos de empresas cuya antigüedad sea menor que la requerida para el cálculo establecido en el párrafo anterior, se considerará el promedio proporcional de ventas anuales verificado desde su puesta en marcha”.

e) También aclara la citada RG N° 506 que “El VEINTE POR CIENTO (20%) o más del capital y/o de los derechos políticos de las entidades incluidas en la nueva definición de PYMES no deberán pertenecer a otras entidades que no encuadren en las definiciones legales de PYMES” y que “Las entidades incluidas en la nueva definición de PYMES que soliciten la oferta pública de acciones y/u obligaciones negociables no podrán utilizar simultáneamente programas de subsidios específicos u otras ventajas destinadas a las entidades encuadradas en la primera definición de PYMES acordada por la autoridad de aplicación específica”; es decir, la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Sepyme).

Beneficios para PyMEs

Resulta de interés poner de resalto que:

- Las PyMES que ofrezcan públicamente sus acciones y/o valores negociables representativos de deuda en el marco de los regímenes especiales actualmente contenidos en el Capítulo VI de las NORMAS (NT 2001 y mod.) “no necesitarán constituir un órgano colegiado de fiscalización” (art. 29, Cap. VI e interpretación adoptada en Expte. N° 1420/05).
- Las emisiones efectuadas por PYMES, en su caso, se encuentran exentas de reponer el arancel de autorización establecido por el Decreto N° 1.526 del 24/12/98, según los términos de su artículo 2°.
- Tampoco deben abonar ningún importe en concepto de tasa de fiscalización por control societario aquellas PyMES que, de acuerdo con su lugar de constitución, queden sujetas a la competencia exclusiva y excluyente de esta CNV en dicha materia (conf. Ley N° 22.169, Leyes Convenios y Decreto N° 156/89).

- Las PyMES que hagan oferta pública de sus acciones no tienen obligación de constituir un Comité de Auditoría (arts. 15 y 44 in fine, Dto. N° 677/2001) en los términos del artículo 17, Capítulo III de las NORMAS (NT 2001 y mod.).
- En correlato con las menores exigencias que deben satisfacer las PyMES sus valores únicamente pueden ser adquiridos por los “inversores calificados” enumerados en los artículos 25, 34 y 38 del Capítulo VI de las NORMAS (NT 2001; mod. Resolución General N° 509).
- Las obligaciones de información periódica resultan similares a las previstas en la sección especial para nuevos proyectos (cfr. arts. 18 y 19 Cap. VI, NORMAS C.N.V.).
- 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” (art. 5°, Cap. XXIII, NORMAS).

En el supuesto de emisión de valores representativos de deuda que asuman la tipicidad propia de las obligaciones negociables resulta aplicable el régimen impositivo diferenciado previsto en los artículos 36 y sigs. de la Ley N° 23.576, texto modificado por Ley N° 23.962.

Fideicomiso financiero como herramienta de financiamiento para PyMES

Fuera de los regímenes especiales referidos aplicables para la emisión de acciones y títulos de deuda por PyMES, estas empresas han recurrido al mercado de capitales utilizando el contrato de fideicomiso financiero (arts. 1, 19 y cc. de la Ley de Vivienda y Construcción. Financiamiento. Leasing N° 24.441 (B.O.: 16/01/95); 1° y ss., Cap. XV, NORMAS (NT 2001 y mod.).

La reconocida versatilidad del fideicomiso financiero es capaz de viabilizar una pluralidad de operaciones capaces de satisfacer las más disímiles necesidades, ya que el diseño de negocios con base en esta figura es prácticamente infinito.

En este caso, las PyMES como fiduciantes -una de las dos partes esenciales del contrato- pueden transferir derechos y/o flujos de fondos futuros cuya titularidad les corresponda a favor de un fiduciario financiero -la otra parte esencial-, quien administrará dichos bienes a favor de los beneficiarios adquirentes de valores negociables fiduciarios emitidos en el marco del fideicomiso financiero.

El importe neto de la colocación de los aludidos valores fiduciarios podrá entregarse a los fiduciantes como contraprestación por la transmisión por ellos efectuada; pudiendo obtener así la disponibilidad inmediata y en efectivo de sus recursos.

La práctica enseña que, por la necesidad de contar con una masa crítica relativa que haga económicamente viable la operación, es común la intervención de varias PyMES como fiduciantes de un mismo contrato.

Resulta asimismo usual que, como mecanismo particular de mejora del crédito, se registre la intervención de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) (arts. 32 y ss., Ley de PyMES N° 24.467 (B.O.: 28/03/95) y mod.), de la cual las PyMES resulten socios partícipes, como garante o avalista.

La presencia de una SGR permite mejorar la calificación de riesgo de los valores negociables fiduciarios

Finalmente, será del caso que los interesados atiendan al régimen impositivo establecido en los artículos 83 y 84 de la Ley N° 24.441.

Emisión de Valores representativos de deuda de Corto Plazo (VCP) por PyMES

En otras ocasiones algunas PyMES han constituido programas globales de VCP de acuerdo con el procedimiento simplificado -de aplicación general- contemplado en los artículos 96 y sigs. del Capítulo VI de las NORMAS (NT 2001 y mod.).

Al efecto se encuentran legitimadas las sociedades por acciones, de responsabilidad limitada, cooperativas y sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero.

La duración máxima de los VCP puede extenderse hasta los trescientos sesenta y cinco (365) días y deben ser ofrecidos con exclusividad a los “inversores calificados” enumerados en el artículo 101 del citado Capítulo VI de las NORMAS (NT 2001; conforme Resolución General N° 510).

Estos VCP pueden emitirse como pagarés seriados, valores representativos de deuda de corto plazo u obligaciones negociables de corto plazo, de acuerdo con la naturaleza societaria del emisor.

Observaciones finales

La integración de las PyMES en el mercado de capitales mediante la negociación de sus acciones y valores representativos de deuda, como parte de un fideicomiso financiero y/o emitiendo valores representativos de deuda de corto plazo, a no dudar, hará posible su financiamiento en condiciones más ventajosas que las que les resultan aplicables fuera de ese mercado.

Según lo que enseña el mundo circundante, muchas empresas en las economías desarrolladas recurren al ahorro público mediante el uso de los mercados de capitales.

La respuesta parece estar dada por la particular circunstancia de que los valores ofertados en colocaciones públicas, en general, tienen menores descuentos sobre su valor real.

Una de las causas de ello, no despreciable en su importancia, consiste en la liquidez que suministra la negociación pública, lo que facilita, a la par, adoptar más rápida-

mente decisiones de inversión y de desinversión por parte de los inversores.



- Los mercados de capitales ponen al alcance de los inversores una gran variedad de instrumentos financieros. Todos los instrumentos financieros implican una rentabilidad y un riesgo.
- La **COMISIÓN NACIONAL DE VALORES** no puede realizar recomendaciones de inversión. Cada inversor debe evaluar la relación riesgo-rentabilidad de su cartera en función de sus necesidades y disponibilidades financieras.
- **Dónde puede informarse el inversor:** principalmente a través de la emisora, en su caso, y/o de los agentes o entidades intervinientes en la operación, consultando el prospecto de emisión del valor negociable, en el sitio web de esta CNV o en el de los Mercados donde puedan cotizar éstos. Finalmente, en caso de no haber evacuado su consulta, a la CNV, al 4329-4600 y líneas rotativas o personalmente en su sede de la Calle 25 de Mayo 175 (1002) Capital Federal – República Argentina, de lunes a viernes de 10.00 a 15.00 horas.