

FINANCIAMIENTO MEDIANTE OBLIGACIONES NEGOCIABLES. EL PROBLEMA DE SER PYME

FINANCING THROUGH NEGOTIABLE OBLIGATIONS. THE PROBLEM OF BEING SMEs

Larsen, Melisa

Facultad de Micro, Pequeña y Mediana Empresa
Universidad Provincial del Sudoeste
Bahía Blanca, Argentina
meli_larsen@hotmail.com

Vigier, Hernán P.

Centro de Emprendedorismo y desarrollo territorial sustentable
Comisión de Inv. Científicas de la Pcia. de Buenos Aires
Bahía Blanca, Argentina
hvigier@uns.edu.ar

Guercio, M. Belén

Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur
CONICET
Bahía Blanca, Argentina
mbguercio@iieess-conicet.gob.ar

Briozzo, Anahí E.

CONICET, Departamento de Ciencias de la Administración
Universidad Nacional del Sur
Bahía Blanca, Argentina
abriozzo@uns.edu

Fecha de recepción: 06/05/13 - Fecha de aprobación: 25/06/13

RESUMEN

Se analizan los costos de emisión que enfrentan las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) al acceder al financiamiento en el mercado de capitales argentino a través de obligaciones negociables (ONs). Para ello se realiza una simulación de los costos de transacción y de señalización para diferentes montos de endeudamiento, y de empleo de señales mediante Sociedades de Garantía Recíproca y Calificadoras de Riesgo.

Los resultados indican que cuanto menor es el monto de la emisión, mayor es el costo relativo que enfrentan las PyMEs. Otra cuestión a remarcar es la importante participación de los costos de transacción, más específicamente de los honorarios profesionales, en relación al costo total; esta incidencia se incrementa a medida que se evalúan emisiones de montos más elevados.

PALABRAS CLAVE: Financiamiento de PyMEs; Obligaciones Negociables; Costos de Emisión.

“Visión de Futuro” Año 11, Volumen N°18, N° 2, Julio – Diciembre 2014 – Pág. 134 – 153

URL de la Revista: <http://revistacientifica.fce.unam.edu.ar/>

URL del Documento: http://revistacientifica.fce.unam.edu.ar/index.php?option=com_content&view=article&id=367&Itemid=81

ISSN 1668 – 8708 – Versión en Línea

ISSN 1669 – 7634 – Versión Impresa

E-mail: revistacientifica@fce.unam.edu.ar

ABSTRACT

The issue costs faced by Small and Medium Enterprises (SMEs) to access funding in the Argentine capital market through negotiable obligations (ONs) has been analyzed. To do this, we make a simulation of transaction costs and signaling for different amounts of debt, and employment of signals by Mutual Guarantee Societies and Rating Agencies (RA).

The results indicate that the smaller the amount of the issue, the greater the relative cost faced by SMEs. Another issue to note is the important role of transaction costs, more specifically of professional fees, in relation to the total cost; this incidence increase is evaluated as higher amount emissions.

KEYWORDS: SMEs Financing; Negotiable Obligations; Issue Costs.

INTRODUCCIÓN

El acceso al financiamiento constituye frecuentemente un problema difícil de superar para las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs). El racionamiento del crédito, la tendencia a la concentración del mismo hacia las grandes empresas, el requerimiento de garantías, y tasas de interés superiores a las que se enfrentan las empresas de mayor tamaño, son algunos de los problemas que encuentran las PyMEs al solicitar financiamiento externo, y que han sido ampliamente estudiados en la literatura económica. La principal causa de dichas dificultades se halla en la presencia de asimetrías de información en los mercados financieros, lo cual genera problemas de riesgo moral y selección adversa.

El objetivo del presente trabajo consiste en realizar un aporte al estudio de las alternativas de financiamiento para las PyMEs en el mercado de capitales argentino, particularmente, sobre la financiación a través de la emisión de obligaciones negociables (ONs), instrumento de escaso desarrollo en este mercado. Las obligaciones negociables son títulos de deuda que pueden ser emitidos por empresas en mercados de capitales. La investigación se centra específicamente en analizar los obstáculos que afrontan las PyMEs para acceder a un financiamiento de medio y largo plazo, y plantear lineamientos que sirvan para la aplicación de políticas que permitan a las PyMEs superar estos obstáculos.

Trabajos anteriores (Gamero, 1998), han demostrado que la principal barrera de entrada de las PyMEs se encuentra en los costos adicionales a la tasa de interés directa que deben hacer frente estas empresas para ingresar al mercado de capitales. El objetivo de este trabajo es analizar estos costos en la actualidad y ver si los mismos continúan siendo un obstáculo, teniendo en cuenta el nuevo contexto económico: las modificaciones del marco legal y de los requisitos exigidos a las empresas emisoras. En particular, se hace hincapié en el auge que han tenido en los últimos años las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR). Para ello, se realiza una simulación de los costos de emisión que debe incurrir la empresa para ingresar al mercado de capitales y se comparan estos resultados con los obtenidos en el trabajo de Gamero (1998).

La relevancia de este estudio radica en el rol fundamental que las PyMEs representan en la economía argentina, al igual que en todos los países de la región. Estas empresas, emplean aproximadamente un 66,3% del total de ocupados en el sector formal, y generan un 50,2% del PBI (Producto Bruto Interno) (Cohen Arazi y Baralla (2012), en base a datos del Censo Nacional Económico 2004). Por otra parte, las PyMEs argentinas son cerca de 500.000, representando más del 98% del número total de empresas (Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, 2009).

La estructura del trabajo es la siguiente: en primer lugar, se realiza una breve revisión de la literatura acerca de las decisiones de financiación de las empresas. A continuación se describe la estructura de financiamiento de las PyMEs en la Argentina, y se presentan las principales características de las ONs PyMEs. Adicionalmente, se discute acerca de la influencia de las calificadoras de riesgo y de las SGR en el acceso al financiamiento de las PyMEs. Luego, se presenta la metodología de investigación y los datos utilizados para realizar el trabajo empírico. Por último, se exponen los resultados, la discusión de los mismos, y las conclusiones del trabajo.

DESARROLLO

1. Revisión de la Literatura

Dentro de los planteos más relevantes acerca de las decisiones de financiamiento de las PyMEs se encuentra el enfoque de la Jerarquía Financiera (Donaldson, 1961; Myers y

Majluf, 1984; y Myers, 1984). Este enfoque establece que en las decisiones de financiamiento se priorizan los fondos propios, en particular a través de la reinversión de utilidades. Esto se debe principalmente a la importancia que dan los gerentes a la privacidad de la información, aunque también inciden la flexibilidad y facilidad en la disponibilidad de los fondos, así como la ausencia de costos administrativos o de emisión que sí poseen las fuentes de financiamiento externo.

Continuando con el razonamiento de la Jerarquía Financiera, luego de la retención de beneficios, podrían ubicarse las fuentes de financiamiento restantes en el siguiente orden: i) Capitales familiares, ii) Financiamiento de proveedores, iii) Financiamiento bancario, iv) Financiamiento a través del mercado de capitales.

Dentro del financiamiento en el mercado de capitales Briozzo y Vigier (2009) han encontrado que los propietarios-administradores presentan cierta resistencia a la apertura de capital y a la participación de socios no pertenecientes al entorno cercano en las decisiones de la firma, por lo tanto, se prioriza la emisión de deuda antes que la emisión de acciones.

Además del orden de preferencia que propone esta teoría, un factor clave en las decisiones de financiamiento son los costos asociados a cada instrumento. En general, la primera variable que se estudia para evaluar las diversas alternativas para financiarse es la tasa de interés. Sin embargo, existen costos extra que se deben afrontar para acceder al financiamiento que influyen directamente en el costo financiero total, y que varían de acuerdo al instrumento en cuestión. Especial consideración merecen los costos fijos, dado que los mismos evolucionan inversamente con el volumen del financiamiento.

En el caso particular de las ONs en la Argentina, su escaso desarrollo como instrumento de financiación para las PyMEs, permite suponer que la magnitud de dichos costos y su influencia sobre el costo financiero total, representan una limitación clave a la hora de acceder al mercado. Esta hipótesis toma mayor fuerza si se considera, además, que existen ciertos costos como los que surgen de la contratación de una Calificadora de Riesgo y/o de la obtención de una garantía, que a pesar de ser optativos en la práctica, se convierten en obligatorios por las características del mercado financiero.

La ausencia de información completa se traduce en primer lugar en un aumento en las tasas de interés para las PyMEs y en una señalización obligada a través de calificaciones de riesgo y garantías confiables como las otorgadas por SGR. Por lo tanto, si bien las señales

tienen efectos positivos sobre las condiciones de financiamiento de las PyMEs, es necesario remarcar que las mismas representan un costo elevado para las emisoras.

Más allá de las consecuencias de la información asimétrica, en el mercado de capitales argentino existe otro inconveniente relacionado con el nivel de conocimiento que tienen los administradores de las PyMEs acerca del mercado en cuestión y las herramientas que éste ofrece. Pietrantuono y Siebens (2010), sobre una encuesta realizada a 100 PyMEs argentinas en el año 2007, indican que sólo un 46% conocía el financiamiento proveniente del mercado de capitales. Dentro de este 46%, un 57%, conocían el financiamiento mediante cheques de pago diferido (CHPD), un 36% de ONs y sólo un 30% la existencia de fideicomisos financieros (FF).

2. Las decisiones de financiamiento de las Pymes en la Argentina

Diferentes investigaciones realizadas en la Argentina sobre la estructura de capital de las PyMEs (Caballero H. 2011; Briozzo y Vigier 2009; Zaninni 2009; Cristini, et al 2003, Salloum, et al. 2001); han demostrado una elevada participación de los recursos propios y poca incidencia del financiamiento externo. En este sentido, las principales fuentes de financiamiento en la Argentina son la reinversión de utilidades, el crédito de proveedores y el crédito bancario, tomando peculiar relevancia las dos primeras opciones en el sector PyMEs. Briozzo y Vigier (2009) a partir de una investigación descriptiva realizada en el país sobre la estructura de capital de las PyMEs, han demostrado que además de las características de la oferta, las decisiones de financiamiento de estas empresas se encuentran afectadas por las características personales de los propietarios-administradores.

Según la Encuesta Estructural a PyMEs industriales realizada por la fundación Observatorio PyME en el año 2010, aproximadamente el 60% de la inversión productiva de las empresas del sector industrial se ha financiado con recursos propios. Dentro del financiamiento externo, la principal fuente es el financiamiento bancario (27,8%) siguiendo en orden de importancia el financiamiento con proveedores (7,7%), el financiamiento de clientes y programas públicos (4,8%) y por último se encuentra, el mercado de capitales, con tan sólo el 1,1% de la participación en el financiamiento total.

Dentro del financiamiento total obtenido por PyMEs en el mercado de capitales, el cual se ha incrementado en un 26,4% en los últimos tres años, se observa que los Cheques de Pago Diferido (CHPD) han sido durante 2011 la principal herramienta (79,1%), en tanto le

siguen las colocaciones de FF (13,8%), las ONs (5,6%) y finalmente las Acciones (1,5%). En la Tabla 1 se presenta la información acerca de la participación de cada instrumento en el total del financiamiento obtenido por PyMEs en los últimos tres años, donde además se destaca que a pesar de su escasa participación, las ONs del sector PyMEs son los recursos financieros que más han crecido en el último año (crecieron un 456%).

Tabla Nº 1: Financiamiento de PyMEs en el Mercado de capitales
Financiamiento Total. Mill U\$S

	2011	2010	Variación
Total PyME	436	346	26%
Obligaciones Negociables	24	4	456%
Cheques de Pago Diferido	346	290	19.5%
Fideicomisos Financieros	59	52	13%
Suscripción de Acciones	6	-	-

Fuente: Instituto Argentino del Mercado de Capitales

En el 2011 específicamente, se realizaron 11 emisiones de Obligaciones Negociables PyMEs (ONsPyMEs), cifra récord en el mercado. Cuatro de ellas alcanzaron el monto de emisión máximo permitido (\$15 millones), en tanto el monto promedio de emisión en pesos fue de \$9,7 millones. Además, nueve de las emisiones fueron denominadas en pesos y tan sólo dos en dólares. Con respecto a las tasas de interés, la mayor parte de las ONs en pesos se emitieron con tasas variables, determinadas por la tasa Badlar más un componente fijo que en promedio fue de 6%, lo que sumado al promedio de la tasa Badlar de 2011, permite concluir que la tasa que pagaron estas ONs fue aproximadamente de un 17% (la tasa Badlar es la tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de 30 días, por montos iguales o superiores a un millón de pesos). También se realizaron emisiones a tasa fija, las mismas se establecieron entre un 18% y 19% mientras que las dos emisiones en dólares pagaron un 6% y un 10% respectivamente.

Si bien se puede afirmar que hay una mejora, el financiamiento de las PyMEs en el mercado de capitales sigue siendo escaso. De la totalidad del financiamiento en el mismo, sólo un 5.4% fue destinado a financiar PyMEs, Además, predominan los instrumentos a corto plazo, como los Cheques de Pago Diferido.

2.1. Financiamiento a través de la emisión de Obligaciones Negociables PyMEs

Las ONs son títulos valores representativos de deuda emitidos y negociados en mercados institucionalizados que permiten a las empresas emisoras obtener fondos a corto,

mediano o largo plazo. En la Argentina existe un régimen simplificado para la emisión de ONs para PyMEs, cuyo objetivo es facilitar el acceso de estas empresas al mercado de capitales¹.

Entre las ventajas que ofrecen las ONs con respecto a otras fuentes externas de financiamiento se destacan la obtención de fondos a tasas inferiores y a mayores plazos, lo cual implica a su vez una mejora en los ratios financieros de la empresa ya que la mayor extensión de los plazos, permite transformar pasivos corrientes en no corrientes, lo cual se traduce en una mejora en los ratios de la empresa; y la posibilidad de exenciones impositivas del Impuesto al Valor Agregado y a las Ganancias.

Adicionalmente, el acceso a una amplia cartera de inversores permite a las empresas liberarse de la dependencia de los bancos y del contexto económico en general, estructurando las emisiones en función de sus propios flujos de fondos y necesidades. Por último, cabe mencionar que el ingreso al mercado de capitales, por un lado mejora la imagen de las empresas debido a que los requisitos exigidos por el régimen aseguran cierto nivel de transparencia y confiabilidad, y por otro, brinda la posibilidad de que el mismo mercado se transforme en una fuente inagotable de recursos si las emisoras logran construir una buena reputación a partir de su buen comportamiento.

A pesar de sus múltiples ventajas, las ONs no logran posicionarse como una herramienta ampliamente empleada por las PyMEs. Esta cuestión ha sido planteada anteriormente por Gamero (1998), quien ha demostrado a través de una simulación de los costos adicionales asociados a la emisión de ON PyMEs, que éstos representaban la principal limitante a la entrada de ese mercado.

2.2. Información asimétrica, SGR y calificadoras de riesgo

Los inconvenientes de información asimétrica característicos de los mercados financieros y de capitales, tienen por efecto la exigencia de garantías por parte de los prestamistas o inversores. Las garantías, que funcionan como señales en los mercados, morigeran los problemas de riesgo moral y selección adversa.

¹ Para mayor información acerca del régimen simplificado: http://www.bcba.sba.com.ar/downloads/Regimen_para_pymes_2010.pdf

Por otra parte, estas garantías pueden generar ciertos efectos negativos, tales como el desincentivo al monitoreo ex post del préstamo y la disposición de garantías en cantidad y de calidad como una nueva barrera a la entrada.

Particular relevancia toma este problema en el caso de las PyMEs, especialmente entre las más jóvenes, ya que resulta imprescindible para estas empresas utilizar algún tipo de señalización. En este sentido, las PyMEs tienen por lo menos dos formas de hacerlo: a través de los avales de las SGR y/o a través de la contratación de una calificación de riesgo.

Las SGR forman parte de una figura impulsada por el Estado que permite crear asociaciones de empresas cuyo fin común es generar un fondo que sirva de garantía de las operaciones crediticias de sus asociados. Adicionalmente, las SGR pueden brindar asesoramiento técnico, financiero y económico a sus socios en forma directa o por medio de terceros. Esta figura se encuentra directamente vinculada al acceso al financiamiento de las PyMEs, y sobre todo, al acceso a los mercados financieros. La principal ventaja de estas sociedades es la reducción del riesgo que proporcionan a los prestatarios frente a los prestamistas, ya que la importancia de la cobertura por cada empresa dentro del fondo es insignificante en relación al total del fondo y la probabilidad de default masivo es reducida. En consecuencia, las PyMEs que ofrecen garantías de SGR pueden acceder a mejores condiciones al momento de buscar financiamiento externo. Como evidencia del éxito de este sistema, puede mencionarse que el 86,2% del financiamiento de PyMEs a través del mercado de capitales en el año 2011, ha sido avalado por SGR (IAMC, 2011).

La aparición de las SGR presenta un nuevo escenario en las condiciones de acceso de las PyMEs al mercado de capitales que se propone analizar en este trabajo.

Por otro lado, la calificación de riesgo consiste en la asignación de una nota por parte de una agencia calificadora, que refleja su opinión con respecto a la capacidad y voluntad de la empresa emisora de honrar los pagos de intereses y amortización de la deuda. Adicionalmente, dicha nota toma en consideración, entre otras cuestiones, la calidad crediticia de las garantías u otras formas de respaldo crediticio de la obligación, y la protección provista por la legislación y la posición relativa de la obligación en caso de quiebra, u otras situaciones que afecten los derechos del acreedor. Es importante destacar que se califica a la emisión en cuestión y no a la empresa.

En particular para las emisiones de títulos de deuda, las categorías de calificación han sido establecidas por el Decreto N° 656/92. Dichas categorías se representan con las letras

A, B, C, D, y E, siendo la A para valores negociables de mejor calidad y más bajo riesgo y la calificación D para valores negociables de menor calidad y mayor riesgo, en tanto la E se reserva para las empresas que no cumplen debidamente con los requisitos de información. Asimismo, la Comisión Nacional de Valores (CNV) ha autorizado la utilización de subcategorías, las mismas dependen de la empresa calificadora.

En Argentina las calificaciones de riesgo están a cargo de cuatro empresas, tres de ellas son las más reconocidas internacionalmente, Fitch Argentina, Moody'sLatinAmerica Calificadora de Riesgo S.A. y Standard & Poor's International Ratings, y una calificadora local, Evaluadora Latinoamericana S.A. cuya actividad se desarrolla también en Latinoamérica.

3. Metodología y recolección de datos

Para analizar los costos de emisión de ONs PyMEs, la metodología empleada en este trabajo es la simulación de los costos adicionales a la tasa de interés para diferentes escenarios de endeudamiento.

Los costos adicionales a la tasa de interés (a partir de ahora, costos adicionales), se pueden clasificar en costos de transacción y costos de señalización. A continuación se presenta el detalle de los costos que se han considerado dentro de cada tipo.

3.1. Costos de transacción

Los costos de transacción son aquellos en los que debe incurrir la empresa para ser autorizada a emitir y cumplir con las reglamentaciones de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Estos costos son obligatorios para todas las PyMEs que quieran ingresar al mercado de capitales².

Los costos de transacción que se consideran para realizar la simulación son: Inscripción en el Registro Público de Comercio, Derechos de Cotización, Publicaciones, Honorarios Profesionales y Comisiones. A continuación se presenta una descripción de los mismos.

² Para mayor información acerca de los cálculos de los costos detallados en esta sección, remitirse al autor de contacto.

a. Inscripción en el Registro Público de Comercio: este costo es de \$250 y representa el valor del formulario de inscripción³.

b. Derechos de Cotización: es un arancel que cobra la BCBA y corresponde a una suma fija anual más un adicional que surge de la aplicación de un coeficiente decreciente al excedente de la emisión sobre el límite inferior de cada categoría.

c. Publicaciones: Las emisoras se encuentran obligadas a efectuar ciertas publicaciones en los boletines de la BCBA.

d. Honorarios de Profesionales y Comisiones: Este costo varía de acuerdo al tipo de relación que los profesionales tienen con la empresa, la complejidad y el volumen de las operaciones, etc. Sin embargo, realizaremos una estimación aproximada de estos costes a partir de la siguiente clasificación:

d.1. Honorarios legales: para su cálculo se ha tomado en consideración la Ley 21.839 de Aranceles y Honorarios Profesionales Honorarios de abogados y procuradores, la cual establece por la redacción de contratos y otros documentos, un arancel mínimo entre 1% y 5% del valor de emisión. Así, se contemplará un valor de 3% en el primer año de cada emisión, y el mínimo de 1% para los dos restantes. Adicionalmente, deben contabilizarse los costos asociados al asesoramiento, a la inscripción en el Registro Público de Comercio y el registro en Caja de Valores. El valor en cuestión se aproxima a un 1% del monto total emitido.

d.2. Honorarios de contadores: de acuerdo a los valores orientativos publicados por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires, éstos varían según la complejidad de la actividad sea baja, media o alta. Estos costos se estimaron bajo el supuesto de que las emisiones de \$5.000.000 o menos presentan baja complejidad en tanto al resto corresponde el nivel medio.

d.3. Comisiones del agente organizador y del agente colocador: Estos costos implican la evaluación de necesidad de financiamiento, de capacidad de repago y situación económica-financiera de la firma del agente organizador. El agente colocador, es quien coloca la emisión entre los inversores. Existen tres posibles tipos de contratación del agente colocador: en vista de que es altamente frecuente que ello ocurra, se supondrá que ambos agentes coinciden en una misma institución o persona. A los fines de la simulación, se ha

³ Inspección General de Justicia: www.jus.gob.ar

tomado el valor que comúnmente se cobra por los servicios detallados, de 1,2% del monto total emitido. Para la estimación de este costo, la información proporcionada por profesionales relacionados con la BCBA y la Bolsa de Comercio de Bahía Blanca.

3.2. Costos de señalización

Los costos de señalización tienen como objetivo disminuir las asimetrías de información entre la empresa y el mercado. En este trabajo se consideran dos tipos de señalización: a través de la calificación de riesgo y a través de garantías, principalmente las provenientes de una SGR. Los costos de señalización se calculan de la siguiente manera:

a. Calificación de Riesgo: los aranceles varían en función de la empresa calificadora, de la complejidad de la operación y el monto de la emisión, y generalmente se sitúan entre U\$S 7.500 y U\$S 11.600 (valores establecidos en base a los aranceles publicados por las empresas Calificadoras de Riesgo mencionadas anteriormente). Si bien los mismos no son directamente proporcionales a los montos de emisión, tampoco son independientes de ellos; por lo que a los efectos de la simulación de costos, se utilizará para las emisiones de hasta \$5.000.000, el arancel más bajo, de U\$S 7.500, y para las de montos superiores, el de U\$S 11.600. Como en la simulación de costos todos los cálculos se presentan en pesos (\$), el correspondiente a la Calificación de Riesgo se ha pesificado, tomando como referencia la cotización al 20 febrero de 2012, a saber: U\$S 1 = \$4,35. A pesar de que la calificación de riesgo no es obligatoria para las ON PyMEs, el hecho de que estas empresas califiquen sus emisiones las hace más atractivas para el público inversor, a la vez que permite que los inversores institucionales las incluyan en sus carteras. Esta manera de señalización de las empresas les permite tener mayores posibilidades de colocación de los títulos y a tasas de interés inferiores.

b. Garantías. Las opciones más utilizadas por las PyMEs son: garantizar la emisión con sus propios activos (garantías hipotecarias, prendarias, o de activos fiduciarios), establecer garantías comunes (garantizan con su propio patrimonio), o convertirse en Socios Partícipes de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

Para simplificar el análisis, en la simulación de costos sólo se contemplarán los casos en que las empresas se asocian a una SGR (con SGR en la Tabla 2), y las empresas que no se asocian a una SGR (sin SGR en la Tabla 2). El costo de acceder al aval de una SGR está representado por la inmovilización del capital por la inversión temporaria inicial de como

mínimo \$1000, más un porcentaje sobre el monto total de la garantía, que según se ha observado en las emisiones efectuadas en 2011, siempre cubre el total del monto de la emisión. Dependiendo de las condiciones que fije cada sociedad, el porcentaje mencionado puede oscilar entre 1% y 2,5%; por lo que en la simulación de costos, se tomará el valor promedio de 1,75%. Al igual que la calificación de riesgo, la utilización de este sistema es opcional.

4. Estimación de los costos adicionales y resultados

Para analizar los costos que deben enfrentar las PyMEs para emitir ONs se calcula el Costo Adicional Anual (CAA) que corresponde a los costos de transacción (CT) y señalización (CS) para cada año de duración t , es decir:

$$CAA_t = CT_t + CS_t \quad (1)$$

En la ecuación (2) se presenta el Costo Adicional Total (CAT), que corresponde al CAA para cada año que dura la emisión t .

$$CAT = \sum_{t=0}^n (CT_t + CS_t) \quad (2)$$

A partir de aquí, se obtiene el Costo Adicional por Unidad Emitida (CAUE) como:

$$CAUE = \frac{\sum_{t=0}^n (CT_t + CS_t)}{ME} = \frac{CAT}{ME} \quad (3)$$

donde ME representa el monto de emisión.

Por último, se calcula la Tasa Adicional Anual (TAA) que se calcula como la tasa interna de retorno de los flujos de fondos de la emisión inicial (asumiéndose emisión a la par), la amortización del capital, y los costos de transacción y de señalización (se excluyen los intereses). La Tasa Adicional Anual se calcula despejando TAA de la siguiente ecuación:

$$\bar{r}ME - CAA_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CAA_t}{\bar{r}^t + TAA \bar{r}} \quad (4)$$

El cálculo de los costos adicionales se plantea para diferentes escenarios en relación al monto de emisión y tipo de señalización. Para ello las ONs se dividen en cinco segmentos de emisión: \$500.000, \$2.500.000, \$5.000.000, \$10.000.000, y \$15.000.000; siendo este último el máximo permitido para emitir ON PyMEs. A su vez, para cada segmento se establecen distintos supuestos relacionados con la utilización o no de señales. En particular,

se analizan emisiones sin señalización, con una sola señal, bien con Calificación de Riesgo (CR) o garantía de SGR, y emisiones con doble señal, CR y garantía de SGR. Con el objeto de dotar de mayor simplicidad al cálculo, se suponen emisiones de una sola serie, con amortización anual y en forma proporcional al total del capital. El plazo será en todos los casos de tres años, lo que corresponde a la duración promedio calculada para las emisiones del año 2011. En la Tabla 2 se presentan los resultados de la simulación, no se incluyen las emisiones sin señalización ya que no se realizan emisiones de este tipo⁴.

Tabla Nº 2: Costo Adicional Total, Costo Adicional por Unidad Emitida y Tasa Adicional Anual por monto de emisión

Monto de Emisión (miles)	Condiciones	Costos de transacción	Costos de señalización		Costo Adicional		
			CR	SGR	Total	CAUE	TAA
500	Sin CR - Con SGR	100,110		18,500	118,610	23.72%	13.50%
	Con CR - Sin SGR		97,875		197,985	39.60%	23.77%
	Con CR - Con SGR		97,875	18,500	216,485	43.30%	26.61%
2,500	Sin CR - Con SGR	232,585		88,500	321,085	12.84%	6.95%
	Con CR - Sin SGR		97,875		330,460	13.22%	7.12%
	Con CR - Con SGR		97,875	88,500	418,960	16.76%	9.21%
5,000	Sin CR - Con SGR	393,050		176,000	569,050	11.38%	6.12%
	Con CR - Sin SGR		97,875		490,925	9.82%	5.21%
	Con CR - Con SGR		97,875	176,000	666,925	13.34%	7.22%
10,000	Sin CR - Con SGR	713,399		351,000	1,064,399	10.64%	5.70%
	Con CR - Sin SGR		133,545		846,944	8.47%	4.48%
	Con CR - Con SGR		133,545	351,000	1,197,944	11.98%	6.46%
15,000	Sin CR - Con SGR	1,035,653		526,000	1,561,653	10.41%	5.57%
	Con CR - Sin SGR		133,545		1,169,198	7.79%	4.11%
	Con CR - Con SGR		133,545	526,000	1,695,198	11.30%	6.07%

Fuente: Elaboración Propia

Al comparar los costos adicionales por tramo de emisión, lo que se destaca en primer lugar es el elevado costo que representa la emisión de ONs en el primer segmento en relación a los segmentos restantes. Este diferencial de costos adicionales corrobora la idea de que, al ser los costos fijos una parte importante de los costos adicionales de emisión de

⁴ Para más información acerca del cálculo detallado de los costos por monto de emisión y tipo de garantía para los distintos escenarios remitirse al autor de contacto.

ONs, a medida que aumenta el monto de emisión, el Costo Adicional por Unidad Emitida (CAUE) y la TAA disminuyen⁵.

En relación a los costos por tipo de garantía, en el primer segmento se observa que la tasa adicional anual (TAA) (que excluye la tasa de interés que compensa a los compradores), alcanzaría un 13,5% si se considera que la empresa se señala a través de una garantía de una SGR, y un 23% si contrata una calificadora de riesgo, es decir que el diferencial de costos entre las dos alternativas de señalización es de un 76%.

Si comparamos el resultado de la TAA del segundo segmento de emisión, se observa que los costos se reducen a la mitad en el caso de señalizarse con una SGR (una reducción del 48%) y a un tercio del valor anterior en el caso de señalizarse a través de una calificadora de riesgo (se reducen un 70%). Además, en este segmento la diferencia entre las dos alternativas de señalización se reduce a tan solo un 2,4%, y en los segmentos posteriores, es decir, a partir de las emisiones de 5 millones de pesos, es menos costoso señalizarse a través de una CR que a través de una SGR, lo cual evidencia el efecto del costo decreciente que proviene de señalizarse con la CR, a pesar de que a partir de los 10 millones, el costo de la CR aumenta un 36% con respecto a los segmentos anteriores

Por último, se puede observar que, independientemente de las necesidades reales de financiamiento de cada empresa, el hecho de realizar emisiones por valores cercanos a \$15 millones permite obtener la TAA de menor cuantía gracias a la menor incidencia de los costos fijos; y de ello se desprende que las pequeñas empresas cuya capacidad de endeudamiento es inferior, se ven perjudicadas frente a aquellas más grandes, que pueden endeudarse por montos superiores.

La incidencia de cada tipo de costo sobre el costo total de emisión se presenta en la Tabla 3. En primer lugar se observa la importancia de los costos relacionados a los Honorarios de Profesionales y Comisiones (HP y C) para todas las emisiones. En el primer segmento llama la atención la elevada participación que tienen los costos de las publicaciones reglamentarias (P) en relación a los costos totales cuando se consideran el caso sin señalización y el caso con garantía de SGR. Por otra parte, se corrobora un resultado que se mencionó anteriormente: para montos pequeños cuando se señalizan las emisiones, la calificación de riesgo representa el principal costo de emisión.

⁵ Es importante aclarar que aunque las TAA más bajas para todos los segmentos corresponden a las emisiones sin ningún tipo de señalización, esta conclusión pierde relevancia si se tiene en cuenta que las emisiones de ese tipo no se realizan con frecuencia.

Tabla Nº 3: Participación de los costos de emisión sobre el costo adicional total⁶

Condiciones	Monto de Emisión (miles)	RPC	DC	P	HP y C	CR	G
Sin Calificación de Riesgo Con SGR	\$ 500	0,21%	2,06%	41,38%	40,76%		15,60%
	\$ 2.500	0,08%	3,40%	15,28%	53,68%		27,56%
	\$ 5.000	0,04%	2,88%	8,62%	57,52%		30,93%
	\$ 10.000	0,02%	1,62%	4,61%	60,77%		32,98%
	\$ 15.000	0,02%	1,89%	3,14%	61,27%		33,68%
Con Calificación de Riesgo Sin SGR	\$ 500	0,13%	1,23%	24,79%	24,42%	49,44%	
	\$ 2.500	0,08%	3,30%	14,85%	52,15%	29,62%	
	\$ 5.000	0,05%	3,34%	10,00%	66,68%	19,94%	
	\$ 10.000	0,03%	2,04%	5,79%	76,37%	15,77%	
	\$ 15.000	0,02%	2,53%	4,20%	81,83%	11,42%	
Con Calificación de Riesgo Con SGR	\$ 500	0,12%	1,13%	22,67%	22,33%	45,21%	8,55%
	\$ 2.500	0,06%	2,61%	11,71%	41,14%	23,36%	21,12%
	\$ 5.000	0,04%	2,46%	7,36%	49,08%	14,68%	26,39%
	\$ 10.000	0,02%	1,44%	4,10%	53,99%	11,15%	29,30%
	\$ 15.000	0,01%	1,74%	2,89%	56,44%	7,88%	31,03%

Fuente: Elaboración Propia

6. Resultados comparados

A partir del cálculo de los costos adicionales y su análisis, se comparan los mismos con los resultados de la simulación de costos adicionales realizada en el año 1998 por Gamero (Tabla 4). Para que los resultados sean comparables, en primer lugar, se seleccionan los casos en los cuales se señala a través de las calificadoras de riesgo (CR), ya que en 1998 si bien ya existían las SGR, aún no se utilizaban sus garantías para acceder al mercado de capitales. En segundo lugar, como se puede observar en la Tabla 4, los montos máximos y mínimos en 1998 eran diferentes a los del 2011. Para que sean comparables es necesario actualizar los montos por el índice de precios que tiene en cuenta la inflación acumulada. Para actualizar los montos de 1998 se utiliza el índice de precios que publica IPC City lo cual dio como resultado que el 1º segmento de 1998 sea comparable con

⁶ Referencias: RPC: Costo asociado al registro en el Registro Público de Comercio DC: Costo derivado de los Derechos de Cotización P: Costo de las Publicaciones Reglamentarias HP y C: Costo correspondiente a Honorarios de Profesionales y Comisiones CR: Costo de la Calificación de Riesgo G: Costo asociado a la Garantía.

el 1º del 2011, el 2º segmento con el 2º del 2011 y el 3º segmento de 1998 con el 4º segmento del 2011.

Tabla Nº 4: Comparación de los resultados de los costos adicionales

Simulación 1998					Simulación 2011			
Segmento	Monto de Emisión (miles)		Costo Adicional		Segmento	Monto de Emisión (miles)	Costo Adicional	
	Valores 1998	Actualizada por el IPC	Total (Valores 1998)	TAA ⁷			Total	TAA
1º	100	546	49359	26,60%	1º	500	216.485	23,80%
2º	500	2728	72959	7,40%	2º	2500	418.960	7,12%
					3º	5000	666.925	7,20%
3º	2000	10914	160139	3,80%	4º	10000	1197944	4,50%
4º	5000	27184	322115	3,00%	5º	15000	1.695.198	6,07%

Fuente: Datos de Gamero (1998) y datos de Elaboración Propia

Al comparar las TAA por segmentos de emisión, se puede observar que en ambas simulaciones el segmento más pequeño es el más perjudicado. También surge de dicha comparación que para los primeros segmentos el costo adicional se ha reducido entre la simulación de 1998 y la del 2011. Sin embargo, estos resultados no se pueden generalizar, ya que entre el 3º segmento de 1998 y el 4º del 2011 la TAA en este último caso es mayor. Tampoco se observa una reducción de la TAA si se compara el último segmento del 1998 con respecto al 4º de la simulación del 2011. Estos dos últimos hechos se originan en que el costo fijo de la CR, se incrementa en el 2011 tanto en la emisión de 10 Millones como en la de 15 Millones, provocando un incremento de la TAA, mientras que en la simulación 1998 el mismo se mantuvo constante en todos los segmentos.

Estos resultados implican que los costos de entrada al mercado para las empresas de los segmentos más elevados, han experimentado un aumento, que podría empeorar los problemas de acceso a estos instrumentos para este tipo de empresas.

⁷ La metodología utilizada por Gamero para obtener las TAA, difiere con respecto a la aplicada en este trabajo. En el mencionado trabajo, la TAA se calcula como el promedio geométrico de la TAA. En este apartado se realizaron los cálculos de la TAA con la metodología de Gamero y se llegó a la conclusión que los resultados no son significativamente diferentes a los obtenidos en el presente trabajo, y que las conclusiones son las mismas independientemente de la metodología aplicada.

CONCLUSIÓN

El objetivo principal del presente trabajo consiste en analizar los costos de emisión de las ONs para las PyMEs y determinar si pueden ser considerados como la razón principal que impide que este instrumento financiero se difunda masivamente como una importante alternativa de financiación para las PyMEs en la Argentina.

Con ese propósito se realizó un análisis pormenorizado de los costos adicionales asociados a la emisión de ONs para PyMEs, y se estimó una Tasa Adicional Anual (TAA) a partir de una simulación de los costos adicionales que se generan para los diferentes segmentos de emisión y distintos tipo de señalización. Está claro que la estimación de la TAA implica determinar el adicional porcentual que debe asumirse, al que debe adicionarse la tasa de interés a la cual se realiza la emisión, para determinar el costo total de la emisión. De esta manera, la adición de ambas, TAA y tasa de interés, debería permitir comparar los costos de la obtención de fondos mediante ONs con los propios de otras alternativas, por ejemplo, el financiamiento bancario.

Los resultados de la simulación de la TAA, arrojaron las siguientes conclusiones. En primer lugar, y como es de esperar, se puede afirmar que las empresas que buscan financiamiento por montos pequeños son las más perjudicadas, ya que la TAA obtenida presenta elevados valores incluso si se los compara con los restantes segmentos. Por el contrario, para las emisiones por montos superiores, la TAA es significativamente más baja, independientemente del tipo de garantía que se elija. Este resultado muestra claramente, por qué las emisiones que se realizaron en 2011, señaladas en la sección 3, fueron llevadas a cabo por valores que en promedio alcanzaron casi diez millones de pesos.

En segundo lugar, al evaluar cómo influye cada costo sobre el total, se observa una importante participación de los Honorarios de Profesionales y Comisiones y de las publicaciones exigidas por la BCBA sobre los costos adicionales de emisión.

Este resultado conlleva una importante conclusión, si bien los costos de señalización son elevados, los costos de transacción no son despreciables como limitantes al acceso al mercado de capitales. Por lo tanto, de esta evaluación se evidencia que deberían revisarse los honorarios y comisiones de los profesionales que asesoran a las PyMEs, ya que su disminución permitiría una importante reducción de los costos de entrada al mercado y un eventual aumento de empresas que ingresen al mismo. Una alternativa es incorporar esta

actividad dentro de programas existentes, como por ejemplo, Expertos PyMEs (Secretaría de la PYME, Ministerio de Industria de Nación), lo que permitiría bajar significativamente parte de este costo.

En tercer lugar, los costos de señalización (CR y SGR) que permiten dar garantías para atraer al público inversor, y aun siendo costos significativos de las emisiones, los mismos se enmarcan en la resolución de problemas intrínsecos del financiamiento PyMEs originados en la existencia de asimetrías de información. En particular, para estos costos se puede observar que las emisiones de 2,5 millones de pesos parecen ser el punto de quiebre en la decisión de señalar por medio de CR o de una SGR. Por debajo de 2,5 millones de pesos los costos indican que es conveniente una SGR, por encima de ese valor, el costo más bajo corresponde a una CR. Entre las posibles soluciones que permitirían morigerar los costos de la señalización, se encuentra la implementación de programas de subsidios a los aranceles por Calificación de Riesgo o a los costos de las garantías de las SGR (Vigier y Otros, 2009). Los programas públicos de asistencia financiera, si pretenden que se masifiquen instrumentos como estos, deben considerar estas limitantes que sin duda serán obstáculos al desarrollo los mismos.

Por último, se pudo comprobar que los resultados a los cuales llega Gamero (1998) siguen vigentes, en este sentido, se observó que los costos adicionales de emisión son una barrera fundamental a la entrada de las PyMEs al mercado.

BIBLIOGRAFÍA

BEKERMAN M., SIRLIN P. (1996). Patrón de especialización y política comercial en la Argentina de los '90. Buenos Aires, Eudeba.

BRIOZZO, A. Y VIGIER, H. A. "Demand-side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina". Journal of Business and Entrepreneurship, 2009, Volumen 21.

CABALLERO, H. (2011). "Financiando a las PyMEs Argentinas" – Conferencia anual 2011: Situación actual y perspectivas 2012 de las PyME Argentinas. Buenos Aires. Fundación Observatorio PyME.

COHEN ARAZI M. y BARALLA G. (2012). La Situación de Las PyMEs en América Latina – IERAL, Mendoza. Fundación Mediterránea.

- CRISTINI, M. ACOSTA P. y SUSMEL N. "Productividad y Crecimiento de las PyMEs: la evidencia argentina en los 90". Documento de Trabajo N° 76, (2003), FIEL- Buenos Aires.
- DONALDSON, G. (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration. Boston. Beard Books, (eds).
- DONATO, V. (2011). "Presentación informe anual 2010-2011 y Perspectivas 2012 - Conferencia anual 2011: Situación actual y perspectivas 2012 de las PyME Argentinas". Buenos Aires. Fundación Observatorio PyME.
- DURÁN, G. (2008). Análisis de Alternativas de Financiamiento del Sector PyME en Argentina. Tesis de grado Lic. en Economía. Universidad Nacional del Sur. Bahía Blanca.
- FERRARO, C. y STUMPO, G. (2010). Políticas de apoyo a las pymes en América Latina - Entre avances innovadores y desafíos institucionales. Santiago de Chile. CEPAL.
- GAMERO, P. (1998). Las ON como instrumento de financiamiento de las Pymes. Trabajo de Grado de la carrera Lic. en Economía. Disponible en la Biblioteca de Ciencias de la Administración de la Universidad Nacional del Sur.
- INSTITUTO ARGENTINO DEL MERCADO DE CAPITALES (2011). Financiamiento a través del Mercado de Capitales - Informe diciembre de 2011. Buenos Aires.
- MYERS, S. Y MAJLUF, N. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have". Journal of Financial Economics. 1998, Volumen 13.
- PIETRANTUENO C. y SIEBENS M. (2010). Exploración de Alternativas de Financiamiento para PyMEs. Proyecto de Investigación. Buenos Aires. Universidad Abierta Interamericana.
- SALLOUM D., FOCO G. y VIGIER, H. (2001). "El sistema financiero informal y la asistencia a las PyMEs: el caso de Bahía Blanca". Reunión Anual de la AAEP. Buenos Aires. p. 11 y 12.
- STIGLITZ J. Y WEISS, A. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". The American Economic Review. 1981. Volumen 71. Nro 3. Cambridge.
- VIGIER H., CASTILLO N., et al. (2009). "El problema de la alineación de incentivos en las políticas públicas de Apoyo Financiero a las PyMEs UNS –UPSO.XIV° Reunión Anual de la Red PyMEs Mercosur – Santa Fe. Disponible en: <http://www.economicasunlz.edu.ar/informes/base/base.htm>

RESUMEN BIOGRÁFICO

Melisa Larsen

Licenciatura en Economía (2012). Universidad Nacional del Sur. Argentina.
Analista Jr. de Precios de Transferencia. KPMG. Argentina.

Hernán P. Vigier

Lic. En Economía (UNS, 1987). Doctor en Dirección y Administración de Empresas, Rovira i Virgili, Reus, España, 2001. Beca Agencia Española de Cooperación Internacional. Rector, Universidad Provincial del Sudoeste desde el 2013.

M. Belén Guercio

Licenciatura en Economía (2003). UNS. Argentina. Doctora en Organización Industrial, Empresas y Mercados. Universitat Rovira i Virgili. España. (2008).
Investigadora Asistente CONICET. Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur. (UNS). Jefe de trabajos prácticos. Universidad Provincial del Sudoeste.

Anahi, E. Briozzo

Licenciada en Administración (2001) y Doctora en economía (2007), UNS.
Profesora asociada ordinaria con dedicación exclusiva del Depto. de Ciencias de la Administración, UNS. Investigadora Asistente del CONICET. Directora de la carrera de Licenciatura en Administración (UNS). Editora de la revista Escritos Contables y de Administración (UNS).