

Universidad del CEMA

Maestría en Finanzas

Financiamiento de Empresas en Argentina:

ON + PYMES

El caso Distribuidora Shopping S.A.

Nicolás Edgardo Zannini

Buenos Aires, Febrero de 2009

## **Abstract**

Las PyMEs constituyen un eslabón esencial en el encadenamiento de la actividad económica y la generación de empleo de nuestro país. Sin embargo, su realidad económica y financiera lejos está de ser la ideal. Entre otros, el acceso al financiamiento es un problema sumamente relevante para este tipo de empresas.

Con un sistema bancario que con su rigidez característica complicó aún más esta realidad, el mercado de capitales aparece como el mecanismo alternativo por excelencia. En particular, muchos son los beneficios que obtienen las empresas por emitir deuda públicamente.

Establecer políticas que impulsen el desarrollo del mercado de capitales como una alternativa al financiamiento de empresas es un deber de las autoridades públicas y privadas para fomentar el crecimiento económico.

# Índice

Introducción .....	5
1. Importancia de las PYMEs en el sistema económico .....	7
1.1 El concepto de PyME.....	7
1.2 Su importancia económica .....	8
2. Obstáculos identificados por las PYMEs para desarrollarse .....	10
2.1 El problema del financiamiento .....	10
3. Vías tradicionales de financiamiento de PYMEs .....	12
3.1 Orden de jerarquía en el financiamiento PyME .....	12
3.2 Bancos Vs. Empresas .....	13
4. La alternativa: El Mercado de Capitales.....	15
4.1 Beneficios para empresas de acceder al mercado de capitales.....	15
4.2 Instrumentos disponibles.....	16
4.3 El mercado de capitales para PyMEs en Argentina .....	19
5. Deuda Empresaria: Obligaciones Negociables PyME .....	23
5.1 ON PyME. Régimen y beneficios .....	24
5.2 Evolución local de ON PyME y VCP .....	26
6. Un caso exitoso: Distribuidora Shopping S.A.....	30
6.1 Las necesidades de la empresa .....	30
6.2 La empresa .....	31
6.3 Estrategia de la empresa y Comercialización.....	31
6.4 La situación financiera pre emisión.....	33
6.5 Las etapas atravesadas.....	35
6.6 El resultado.....	36
6.7 La empresa post-emision.....	36
7. Conclusión.....	39
8. Referencias Bibliográficas.....	41

9.	APENDICE I. Entrevistas .....	43
9.1	Entrevista a Hugo Reus. CFO de la compañía. ....	43
9.2	Entrevista a Christian Horacio Smöje. Director de ARG Capital S.A., Agente Organizador de la ON PyME. ....	46
10.	APENDICE II. Condiciones de la Emisión de la Serie I .....	50

## Introducción

Las PyMEs constituyen un eslabón esencial en el encadenamiento de la actividad económica y la generación de empleo de nuestro país. Sin embargo, su realidad económica y financiera lejos está de ser la ideal.

Dada su naturaleza, son empresas sujetas a los vaivenes del mercado. Numerosos son los obstáculos que enfrentan para crecer y consolidarse en un mercado altamente volátil como el argentino. Entre ellos, el acceso al financiamiento ocupa un lugar sumamente relevante.

La falta de capital de trabajo, la concentración de vencimientos de deuda en el corto plazo y la no disponibilidad de fondos para financiar proyectos altamente rentables ponen un freno a su crecimiento e incluso, en casos extremos, conducen a la PyME a su desaparición.

En un país como Argentina, donde el mercado de capitales no ha logrado desarrollarse plenamente, el sistema bancario se erigió durante mucho tiempo como la única alternativa de fondeo. Sin embargo, lejos de constituirse como la herramienta de asistencia esperada por las empresas, el crédito bancario ha estado signado en la mayoría de los casos por condiciones casi prohibitivas, ya sea en términos de tasas de interés, plazo de los créditos, garantías exigidas, entre otras. Esto ha generado numerosas limitaciones para las empresas en acceder al financiamiento que les permita desarrollarse, condicionando su crecimiento futuro. En este marco es que toma relevancia el mercado de capitales.

El presente trabajo procurará extender el conocimiento sobre mecanismos alternativos de financiamiento para PYMEs a través del mercado de capitales. En particular pondrá el foco de análisis en la obligación negociable. Esto último, debido, por un lado, a las ventajas particulares que este instrumento genera para la empresa emisora, y por el otro, a la cultura inversora local, que muestra una fuerte preferencia por instrumentos de renta fija, con flujos de fondos predecibles que aseguren el reintegro de capital.

Con este objetivo en mente, el trabajo se compone del siguiente modo: en la **Sección 1** se considera la relevancia de las pequeñas y medianas empresas en el sistema económico nacional, principalmente en términos de empleo y producto.

La **Sección 2** se ocupa de los obstáculos que este tipo de empresas enfrentan durante su ciclo de negocios, destacándose entre éstos la dificultad para acceder a fuentes de financiamiento.

Ante esta realidad, la **Sección 3** describe los mecanismos usualmente utilizados por los empresarios para financiar sus necesidades, como son la reinversión de utilidades, el crédito de proveedores y el crédito bancario. Se pone particular atención a las dificultades que tienen las pequeñas y medianas empresas en acceder al crédito bancario y el efecto que esto último genera sobre el crecimiento y supervivencia de este tipo de empresas.

A continuación, la **Sección 4** destaca la relevancia del mecanismo alternativo de financiación de las empresas, el mercado de capitales. En esta sección se detallan los beneficios de las empresas por acceder a este mercado así como los distintos instrumentos que el mercado les ofrece en función de sus características particulares y necesidades de financiamiento. Por último se realiza una descripción de la evolución del mercado de capitales para PyMEs en Argentina.

En la **Sección 5** se ocupa en particular de las obligaciones negociables PyME, su régimen simplificado y los beneficios que genera sobre las empresas. Asimismo se realiza una descripción de la evolución de este instrumento en el período posterior a la salida de la Convertibilidad.

En la **Sección 6** se realiza un análisis detallado de un caso por demás exitoso de emisión de obligaciones negociables PyME: Distribuidora Shopping S.A. El estudio se complementa con la realización de entrevistas al CFO de la compañía y al Director del agente organizador que estructuró la emisión.

Las conclusiones del trabajo se esbozan en la **Sección 7**.

Luego de las referencias bibliográficas (**Sección 8**), se encuentran los Apéndice I (**Sección 9**) y II (**Sección 10**) con las entrevistas mencionadas y las condiciones particulares de la emisión, respectivamente.

## 1. Importancia de las PYMEs en el sistema económico

Las PYMEs constituyen una parte significativa del sistema productivo en Argentina, sobre todo por su participación en el empleo, en el producto y por su diversidad de naturaleza. En particular, en Argentina este tipo de empresas poseen una participación en términos de empleo que se encuentra entre las más elevadas de América Latina.

En esta sección se definirá el concepto de PyME y se analizará su importancia dentro del sistema económico.

### 1.1 El concepto de PyME

Si bien existe bastante consenso en considerar a la pequeña y mediana empresa en función de su número de empleados, la realidad es que existen otras características que definen a este tipo de empresas y que éstas, así como la cantidad de empleados considerada, difieren según el país que se analice. Es decir, que no existe una definición categórica de PyME sino que la misma depende del ente que la defina y del lugar en que este radicada la firma.

En nuestro país, la caracterización de PyME se halla reglamentada en la Disposición 147/2006 de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (Sepyme). En este sentido, se considera como criterio al nivel de facturación o valor de ventas totales anuales, excluidos los impuestos internos y al valor agregado, según sector económico.<sup>1</sup>

En el cuadro siguiente se detallan los niveles máximos que rigen en la actualidad.

#### SEPYME - Disposición 147/2006

Tamaño/ Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Pequeña	\$ 3.040.000	\$ 7.500.000	\$ 11.100.000	\$ 3.366.000	\$ 3.000.000
Mediana	\$ 18.240.000	\$ 60.000.000	\$ 88.800.000	\$ 22.440.000	\$ 24.000.000

Fuente: Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa

<sup>1</sup> Entre los antecedentes se encuentra la Resolución 24 del año 2001 donde la SEPyME definió límites a los niveles de facturación según el rubro económico de la compañía, diferenciándolas entre sector agropecuario, industria y minería, comercio, servicios y construcción. Posteriormente la Resolución 675 del año 2002 readecuó los niveles máximos de facturación debido a los efectos de la devaluación de la moneda nacional del mismo año.

No obstante ello, la categoría de PyME se amplia para aquellas empresas que, aún superando los topes máximos de la Sepyme, están comprendidas por los límites que dispone la Resolución General 506/2007 de la Comisión Nacional de Valores (CNV). Cabe destacar que si la empresa excede los parámetros de la Sepyme, aún a pesar de seguir comprendida en los límites de la CNV, sus emisiones no gozarán de los beneficios que otorga esta Subsecretaría, ni podrán ser avaladas por una sociedad de garantía recíproca (SGR).<sup>2</sup>

### **CNV - Resolución General 506/2007**

Tamaño/ Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Pequeña	\$ 6.080.000	\$ 15.000.000	\$ 22.100.000	\$ 6.732.000	\$ 6.000.000
Mediana	\$ 36.480.000	\$ 120.000.000	\$ 177.600.000	\$ 44.880.000	\$ 48.000.000

Fuente: Comisión Nacional de Valores.

## **1.2 Su importancia económica**

La evidencia internacional muestra que en casi la totalidad de las economías de mercado las empresas pequeñas y medianas constituyen una parte sustancial del sistema económico.

En particular, se destaca su relevancia fundamental en las primeras fases del crecimiento económico, donde las PyMEs, ya sea produciendo o demandando bienes y servicios o añadiendo valor agregado, constituyen un eslabón determinante en el encadenamiento de la actividad económica y la generación de empleo.

Argentina no es la excepción, en particular debido a la elevada contribución al empleo y el alcance a los más diversos sectores económicos que tienen este tipo de empresas. Específicamente, el conjunto de las PyMEs nacionales reúne empresas muy diversas en producción, empleo, tecnología y eficiencia, y, según el Censo Nacional Económico de

---

<sup>2</sup> Las sociedades de garantía recíproca (SGR) son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones. Consiste en una estrategia asociativa entre grandes empresas y PyMEs, que permite garantizar cualquier tipo de compromisos u obligaciones susceptibles de apreciación dineraria.

1994, casi la totalidad de los establecimientos poseían menos de 50 empleados y eran fuente de empleo de más del 70% del total de trabajadores en la actividad privada.<sup>3</sup>

Entre otros aspectos, su importancia radica en:

- Poseen una elevada participación en el mercado laboral, abarcando una amplia cantidad de sectores económicos y grado de calificación en las tareas.
- Generan importantes efectos socioeconómicos, ya que permiten la desconcentración de la renta y la capacidad productiva desde un número reducido de grandes empresas hacia uno mayor.
- Son ámbito de desarrollo para emprendedores con proyectos rentables e innovadores.
- Poseen mayor adaptabilidad tecnológica y menor costo de infraestructura, lo que les otorga mayor flexibilidad para adaptarse a entornos cambiantes.
- Establecen un vínculo más estrecho entre empleado y empleador por tratarse de unidades laborales pequeñas y, en general, de origen familiar.

A pesar de su alta relevancia, la realidad de este tipo de empresas lejos está de ser la ideal. En general, se destacan por (i) contar con una administración no profesional, usualmente dirigida y operada por el propio dueño; (ii) escasa especialización en el trabajo, tanto en el aspecto productivo como en el administrativo; siendo en este último el mismo empresario quien atiende todos los sectores: ventas, compras, producción, personal, etc.; (iii) actividad no intensiva en capital; es decir, con predominio de mano de obra; (iv) tecnología inadecuada; y la más relevante para nuestro caso, (v) limitados recursos financieros, con el capital de la empresa suministrado en su mayor parte por el propio dueño.

Estas características y su importancia como unidades de producción de bienes y servicios y como fuente generadora de empleo, conduce a la necesidad de establecer políticas públicas que fomenten su desarrollo. Erradicar los obstáculos que enfrentan este tipo de empresas para crecer se vuelve un deber de las autoridades públicas y privadas con el objetivo de apuntalar el desarrollo económico y laboral de una nación.

---

<sup>3</sup> Cristini, M. y G. Bermúdez (2004).

## **2. Obstáculos identificados por las PYMEs para desarrollarse**

A pesar de ser un sector con elevada flexibilidad para adaptarse al entorno cambiante del mercado, ha sucesivamente enfrentado numerosos obstáculos que han limitado su crecimiento y, en el peor de los casos, han condenado a este tipo de empresas a su desaparición.

Según la Encuesta Empresaria FIEL 2003-2004 los principales obstáculos que enfrentan las PyMEs en nuestro país son, entre otros:

- (i) El clima desfavorable de reglas impositivas;
- (ii) La insuficiente protección policial;
- (iii) El deficiente estado de la red de logística, en particular, carreteras;
- (iv) La insuficiente disponibilidad de crédito;
- (v) El clima político enrarecido;
- (vi) La discrecionalidad en las políticas del gobierno; y
- (vii) La arbitrariedad y demora en las sentencias judiciales y los altos costos de litigar.

Por resultar uno de los más relevantes para este tipo de empresas y estar en el centro de nuestro estudio, a continuación analizaremos con mayor grado de detalle el problema del acceso al crédito o financiamiento.

### **2.1 El problema del financiamiento**

Identificado como uno de los principales obstáculos que enfrentan las empresas pequeñas y medianas en Argentina, el acceso al financiamiento y los mecanismos para agilizarlo han sido desde siempre temas de debate público.

La naturaleza de este tipo de empresas requiere de constantes inversiones en períodos cortos de tiempo, marcando un crecimiento acelerado y un mejoramiento continuo de procesos de modo de permanecer en un mercado cambiante y exigente.

Numerosos estudios han demostrado que una gran parte de los problemas de las pequeñas y medianas empresas radica en su administración, dado que en la mayoría de los casos se trata de empresas familiares que carecen de formalidad tanto en la organización como en el planeamiento y no poseen manuales de procedimiento ni

políticas preestablecidas para la toma de decisiones. Es por ello que el manejo financiero de la compañía muchas veces se vuelve determinante en la vida de las PyMEs.

Las principales necesidades financieras que enfrentan las empresas durante su ciclo de negocios se focalizan en:

- (i) El financiamiento de proyectos de inversión, de elevada rentabilidad y con dificultades para ser financiados por la vía bancaria tradicional,
- (ii) El financiamiento de capital de trabajo, de modo de evitar el descalce entre ingresos y egresos en el normal funcionamiento del negocio, y
- (iii) La reestructuración de pasivos, cambiando el perfil de la deuda, con vencimientos concentrados en el corto plazo por compromisos a largo plazo que doten de mayor flexibilidad a la empresa.

Tal como se puede apreciar, tanto en términos de crecimiento (i y ii) como de solvencia (iii), el financiamiento se vuelve un aspecto de elemental importancia para la gerencia administrativa de la empresa, que lidia constantemente con la forma de contar con liquidez para abastecer el giro normal de su negocio, impulsar la consolidación y el crecimiento en el mercado y lograr que la compañía se vuelva cada día más rentable.

En otras palabras, aprovechar los recursos económicos disponibles y administrarlos de manera eficiente resulta vital para impulsar el éxito y la estabilidad del negocio.

### 3. Vías tradicionales de financiamiento de PYMEs

El mecanismo tradicional de financiamiento de las PYMEs ha sido el uso de fondos propios vía la reinversión de utilidades y el crédito de proveedores. El sistema bancario también se constituyó durante largo tiempo en una importante fuente de asistencia financiera para las empresas.

En esta sección se repasará el orden de jerarquía en los mecanismos de financiamiento que utilizan las PYMEs en Argentina, poniéndose el acento en la dificultad que representa para las empresas depender del crédito bancario para financiar su desarrollo.

#### 3.1 Orden de jerarquía en el financiamiento PyME

El orden de jerarquía en los mecanismos de financiamiento indica que los fondos propios, bajo la forma de reinversión de utilidades, son el principal instrumento de financiación de las empresas. Esto se basa en ventajas como flexibilidad y facilidad en la disponibilidad de los fondos, ausencia de costos administrativos o de emisión que poseen fuentes de financiamiento externo, y privacidad o *no disclosure* de información relevante que en caso de acceder a fondos públicos la empresa debe dar a conocer.<sup>4</sup>

En el caso de las pequeñas y medianas empresas, los administradores (que en general son los mismos dueños) evitan recurrir a fondos externos debido a que no quieren ceder el control de la compañía. Existe una resistencia a la apertura de capital y a la participación de socios no pertenecientes al entorno cercano en las decisiones de la firma.

Un repaso de la bibliografía local nos confirma lo anterior. En este sentido, Briozzo y Vigier (2006)<sup>5</sup> indican que, en general, los trabajos descriptivos realizados sobre PyMEs en Argentina reportan elevada participación de los recursos propios en la estructura de capital y poca incidencia de financiamiento bancario.

---

<sup>4</sup> La teoría de *Pecking Order* fue desarrollada inicialmente por Stewart Myers y Nicolás Majluf en 1984 y establece que las empresas priorizan sus fuentes de financiamiento de acuerdo al siguiente orden: en primer lugar el uso de fondos internos, luego la emisión de deuda, y por último, la emisión de acciones.

<sup>5</sup> Briozzo, A. y Vigier, H. (2006)

Cristini et al (2003)<sup>6</sup> señala que la reinversión de utilidades, el crédito de proveedores y el crédito bancario se constituyen en las principales fuentes de financiamiento en Argentina, tomando mayor relevancia las dos primeras fuentes en el caso particular de PyMEs.

Panigo et al (2007)<sup>7</sup> muestra que, entre los distintos tipos de instrumentos de financiamiento, se destaca una mayor importancia del capital propio (incluyendo ganancias retenidas y reservas) y del endeudamiento a través de obligaciones negociables y del financiamiento bancario, en términos comparativos al financiamiento con deuda comercial o con retrasos en los compromisos con el fisco y el sistema de seguridad social.

Si bien a la luz de la evidencia empírica queda claro que el mecanismo de financiamiento interno resulta el más elegido por las empresas, el ciclo de negocios propio de cada compañía las lleva a requerir financiamiento externo en algún momento de su existencia. Las posibilidades entonces se reducen a dos: bancos o mercado de capitales.

En un país como Argentina, donde el mercado de capitales no ha logrado desarrollarse plenamente, el sistema bancario se erigió durante mucho tiempo como la única alternativa.<sup>8</sup> Sin embargo, el acceso al crédito bancario ha estado signado en la mayoría de los casos por condiciones casi prohibitivas para las empresas, ya sea en términos de tasas de interés, plazo de los créditos, garantías exigidas, entre otras. Esto ha generado numerosas limitaciones para las empresas en acceder al financiamiento que les permita desarrollarse, condicionando su crecimiento futuro.

### **3.2 Bancos Vs. Empresas**

El sistema bancario ha sido históricamente una de las principales fuentes de financiamiento de las empresas.

Sin embargo, amplias son las diferencias entre lo que una entidad bancaria está dispuesta a ofrecer a las empresas y lo que estas últimas realmente necesitan. Su

---

<sup>6</sup> Cristini, M., Acosta, P. y Susmel, N. (2003)

<sup>7</sup> Panigo, D., Pasquini, R. y Streb M. (2007)

<sup>8</sup> La falta de conocimiento del mercado de capitales por parte de las empresas ha sido una de las principales causas de su escaso desarrollo.

estructura muchas veces no les permite acceder a los términos y condiciones que los bancos imponen, limitando el acceso al financiamiento y condicionando, de este modo, su desarrollo futuro.

Entre estas diferencias se destacan:

<b>Característica</b>	<b>La PyME demanda:</b>	<b>El Banco ofrece:</b>
<b>Fondeo</b>	De Largo Plazo	Mayormente de Corto Plazo
<b>Moneda</b>	Pesos o Dólares	Preferentemente Pesos
<b>Tasa</b>	Variable en Pesos- Fija en Dólar	Variable base BADLAR Privada
<b>Operatividad</b>	Agilidad	Limitada
<b>Productos</b>	Adecuados a necesidad. Contempla estacionalidad del negocio.	Estructuración rígida: “Enlatados”
<b>Comercialización</b>	Sólo lo necesario / Transparencia	Paquete Integral / Cross-Sell y comisiones sorpresa

Fuente: elaboración propia en base a información del mercado.

La evidencia empírica muestra que las PyMEs presentan mayores dificultades que empresas grandes para acceder al crédito bancario. Con relación al costo de financiamiento, la realidad indica un importante diferencial de tasas según el tamaño de la empresa. Numerosas son las razones que conducen a este hecho, entre las que se destacan la dificultad en la evaluación adecuada del riesgo del proyecto, tanto por falta de información objetiva y poco conocimiento del negocio de las PyMEs por parte de los bancos, así como dificultades de gestión administrativa de las mismas. Por otro lado, es de esperar que la PyME opere con menos bancos debido a la escasez de activos reales disponibles para utilizar como garantía con cada institución. Asimismo, se vuelve difícil para una PyME aumentar la cantidad de bancos con que realiza transacciones debido a que la historia crediticia no se puede trasladar entre estas entidades.

Es decir, en la mayoría de los casos, la asimetría informativa a que está expuesta la PyME condiciona su acceso al préstamo bancario.

## **4. La alternativa: El Mercado de Capitales**

Las dificultades que presenta el sistema bancario para financiar las necesidades de las empresas han impulsado al mercado de capitales como un mecanismo alternativo de financiamiento.

A pesar de su escaso desarrollo, cabe destacar que aún en medio de la fuerte crisis económica y financiera que atravesó nuestro país tras la salida de la Convertibilidad, en un contexto de *default*, devaluación de la moneda y ruptura de la cadena de pagos, y con la desaparición de las fuentes tradicionales de financiación, el mercado de capitales local se mantuvo relativamente activo.

En los siguientes incisos se estudiarán, por un lado, los beneficios que obtienen las empresas de acceder al mercado de capitales y, por el otro, los distintos instrumentos que existen en este mercado para que cada empresa logre que su negocio sea sustentable desde el punto de vista del financiamiento, poniendo énfasis en las obligaciones negociables, que es el instrumento sobre el cual versará centralmente este trabajo.

### **4.1 Beneficios para empresas de acceder al mercado de capitales**

Los principales beneficios que obtiene una empresa al financiarse en el mercado de capitales son, entre otros:

- Acceso a una fuente de financiamiento permanente, incluso en momentos difíciles de la economía, vía el contacto con una amplia cartera de inversores de diverso perfil.
- Menor costo financiero total frente a otras alternativas disponibles.
- Flexibilidad, debido a la posibilidad de estructurar el instrumento de acuerdo al flujo de fondos y a las necesidades específicas de la empresa.
- Transparencia del sistema y de sus componentes esenciales ante los ojos del empresario PyME y del público inversor.
- Ordenamiento de la información contable de la empresa para cumplir con los requisitos exigidos por los organismos de control.
- Prestigio de cotizar en la Bolsa, que le abre nuevas puertas a la PyME, con nuevos clientes, proveedores y con otras fuentes de financiación complementarias, como bancos.

- Mejora de la imagen institucional debido a la cotización pública.

Por su parte, los costos que enfrenta la empresa de hacerse pública son:

- Selección adversa: en general los inversores están menos informados que los emisores acerca del verdadero valor de las compañías. Esta asimetría informativa afecta la calidad promedio de las emisoras y así el precio al cual sus valores son vendidos. Este costo es más importante en empresas jóvenes y pequeñas, que tienen escaso *track record* y visibilidad, comparadas con empresas grandes y antiguas.<sup>9</sup>
- Honorarios y costos administrativos: Cotizar en la bolsa implica considerables costos directos y honorarios para las diversas partes involucradas. Además existen costos anuales de auditorías, certificaciones y de difusión de información requerida por los organismos de control. Dado que muchos de estos gastos son fijos y no proporcionales al tamaño de la emisión, pesan relativamente más en empresas pequeñas.
- Pérdida de confidencialidad: Los requisitos de difusión de información fuerzan a las compañías a revelar datos relevantes de su negocio. Además están sujetas a un importante control de autoridades fiscales, reduciendo las posibilidades de elusión y evasión relativa a compañías privadas.<sup>10</sup>

#### 4.2 Instrumentos disponibles

El mercado de capitales ofrece múltiples instrumentos de financiación que las empresas pueden utilizar en función de sus necesidades específicas.

A través de la cotización de **acciones**, las compañías pueden financiarse incorporando nuevos socios que compartan el riesgo del negocio con los accionistas originales. Las acciones lanzadas a la oferta pública son negociables en el mercado de capitales una vez realizada la colocación en el mercado primario. Luego, el precio de la acción estará determinado por la interacción de oferta y demanda entre los inversores en el mercado secundario, quienes podrán desprenderse de su participación cuando así lo deseen sin

---

<sup>9</sup> Chemmanur y Fulghieri (1995).

<sup>10</sup> Campbell (1979) fue el primero en estudiar la confidencialidad como un obstáculo a que las empresas obtengan fondeo en mercados públicos.

afectar el capital social de la empresa. En la Bolsa, las PyMEs cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización.

Los instrumentos de renta fija, como las **obligaciones negociables** y los **cheques de pago diferido**, permiten a la empresa financiarse en diversos plazos acordes al flujo de fondos de su negocio, con el objeto de lograr una financiación eficiente sin descalce de plazos ni tasas.

Las **obligaciones negociables** son bonos privados que representan valores de deuda de la sociedad anónima y/o cooperativa que las emite y pueden ser colocadas entre el público inversor calificado mediante su cotización y negociación en la Bolsa. La compañía se compromete a devolver a los inversores acreedores el dinero adeudado en el plazo pactado y con el interés correspondiente. Por otro lado, las sociedades anónimas pueden emitir obligaciones que brinden al inversor la posibilidad de convertirlas en acciones de la firma según las condiciones determinadas en la emisión. Estas obligaciones combinan las necesidades de financiamiento a mediano y largo plazo con la intención de apertura futura de capital. En nuestro país, las pequeñas y medianas empresas pueden emitir obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización instituido por un Decreto del Poder Ejecutivo, normas complementarias de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y resoluciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).

Los **cheques de pago diferido** permiten a quien tiene cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días) adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos cheques a cambio de tasa de interés. En sentido estricto, es una orden de pago librada a una fecha determinada, posterior a la 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. Los cheques de pago diferido cuentan con dos sistemas de negociación:

- (i) Patrocinado: en este sistema una empresa grande o PyME es autorizada por la BCBA para emitir cheques de pago diferido para el pago a proveedores, que pueden ser negociados en el mercado de capitales.
- (ii) Avalado: en el sistema avalado, las pequeñas y medianas empresas o personas físicas pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR). La SGR autorizada por la Bolsa puede

cotizar cheques que tengan como beneficiarios a sus socios PyMEs y garantizar el pago mediante un aval.

La experiencia local muestra que la mayor parte de las PyMEs que han entrado al mercado de capitales lo realizaron mediante este instrumento.

Los **valores de corto plazo** (VCP) son un instrumento que tiene como objetivo facilitar el acceso a financiamiento a empresas que deseen endeudarse a plazos inferiores a los 365 días. Las firmas deben estar constituidas bajo la forma de sociedades por acciones, de responsabilidad limitada, de cooperativa, o ser sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero. 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,<sup>11</sup> y deben ser ofrecidos con exclusividad a inversores calificados.

El **fideicomiso financiero** consiste en la securitización de flujos de fondos futuros aislando el riesgo de la empresa para obtener costos financieros más convenientes que con otras alternativas. Se trata de una herramienta mediante la cual las PyMEs, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria. El administrador interviene para que los activos cedidos sean transformados en activos financieros líquidos y se puedan negociar en el mercado bursátil.<sup>12</sup>

De esta forma, el mercado de capitales ofrece una variedad de instrumentos para que, en función de necesidades, flujos de ingresos, disposición de garantías y demás condiciones específicas, cada empresa logre que su negocio sea sustentable desde el punto de vista del financiamiento.

A continuación se ilustrará la situación actual del mercado de capitales argentino para PyMEs y su evolución total y por instrumento desde la salida de la Convertibilidad. Asimismo, se indagan las razones de porque un instrumento particular fue el más elegido por las empresas para buscar financiamiento.

---

<sup>11</sup> Las sociedades de responsabilidad limitada sólo pueden emitir Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo o Pagarés Seriados.

<sup>12</sup> El hecho de que los bienes fideicomitados queden separados del riesgo comercial de la empresa hace que ésta pueda acceder a mejores calificaciones de riesgo y emitir títulos valores garantizando su pago con el flujo de fondos generado por esos activos específicos. La mejor calificación de riesgo y las mejores garantías implican un menor costo de financiamiento para la emisora.

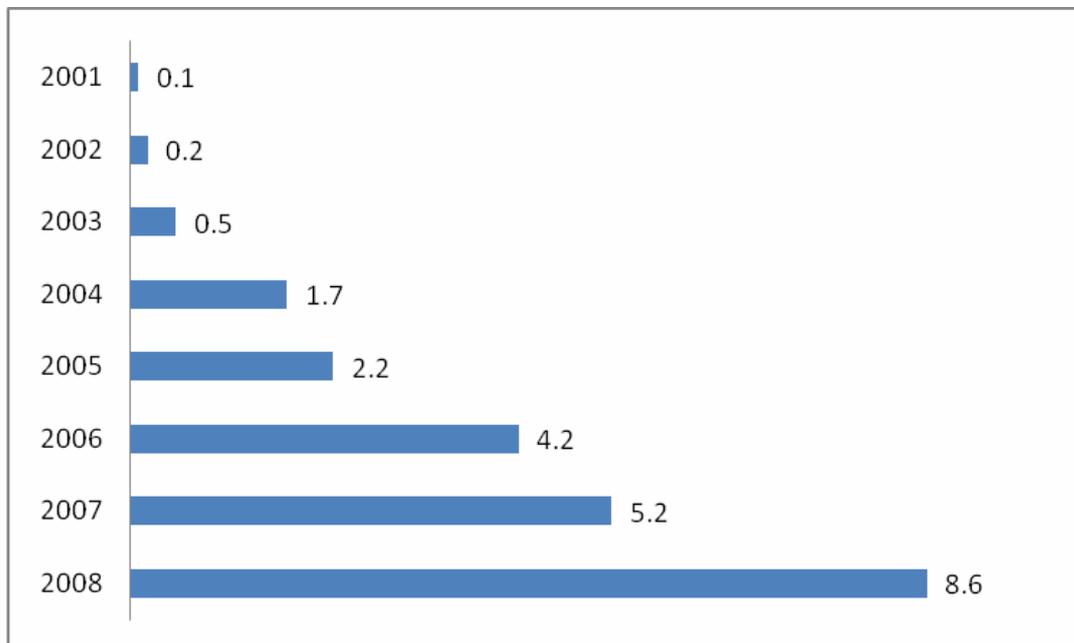
### 4.3 El mercado de capitales para PyMEs en Argentina

En nuestro país el mercado de capitales dirigido a pequeñas y medianas empresas tiene un desarrollo incipiente.

Si bien desde su creación fue un mecanismo de captación de fondos para grandes empresas, recién luego de la salida de la Convertibilidad en el año 2002 es que comenzó a tomar impulso el financiamiento de pequeñas y medianas empresas, momento que coincidió con la creación del Departamento PyME de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, un ente creado en Septiembre de 2002 con el objetivo de facilitar el acceso de este tipo de empresas a fuentes de financiamiento alternativo.

Mientras que en 2002 el financiamiento captado por las PyMEs fue de U\$S 5,4 millones, para el año 2008 dicho monto ascendió a casi U\$S 361 millones. Esta cifra representó el 8,6% del financiamiento total en el mercado de capitales (U\$S 4.186 millones)<sup>13</sup>, la proporción más alta de la serie histórica, lo que denota un gran avance en el objetivo de acercar el mercado de capitales a este tipo de empresas.

**Participación del Financiamiento a PyMEs por año**  
(en porcentaje del financiamiento total)



Fuente: elaboración propia en base a datos de IAMC.

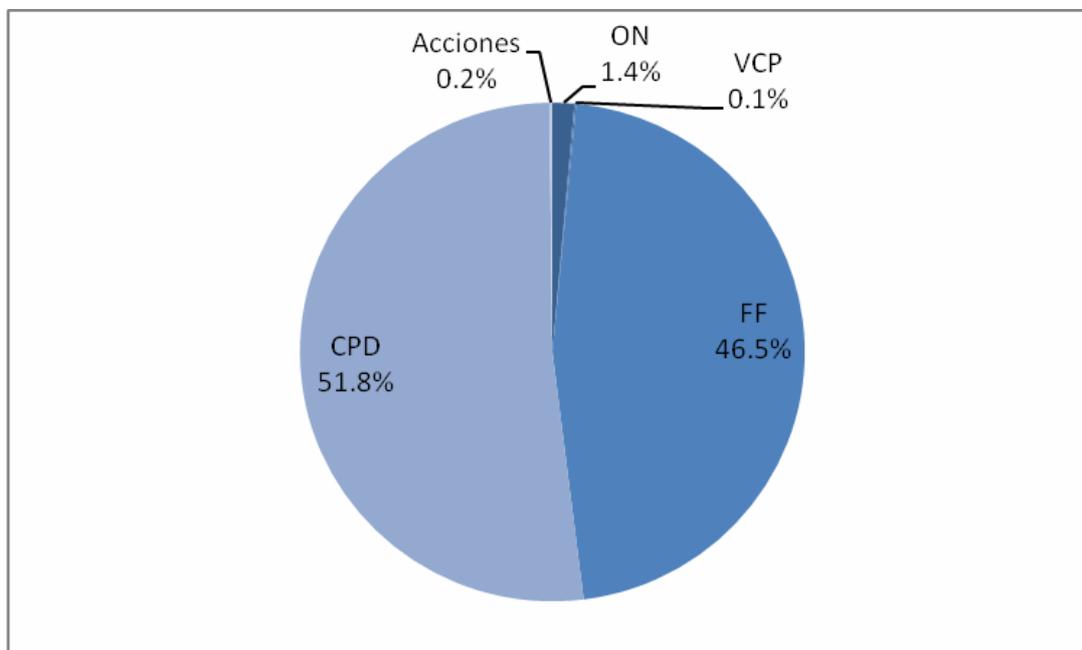
<sup>13</sup> Cabe destacar que dicha suma resultó un 41% inferior al registrado durante 2007, hecho que se explica por la coyuntura local e internacional desfavorable.

En el año 2008, los cheques de pago diferido y los fideicomisos financieros resultaron los principales instrumentos escogidos por las PyMEs para obtener financiamiento del mercado. Los CPD abarcaron el 53,9% de las emisiones PyME, mientras que los fideicomisos financieros significaron el 45% del total. En tanto, las obligaciones negociables representaron el 1% restante. Cuando se compara las emisiones por instrumento contra el año anterior se aprecia que el monto de las colocaciones de ON creció casi un 90% mientras que los CPD se mantuvieron relativamente estables.<sup>14</sup>

Analizando la evolución de los instrumentos desde el tercer trimestre de 2002 al año 2008 se aprecia que los CPD resultó el instrumento de mayor uso, a pesar de haber sido implementado recién a fines de 2003. En orden de importancia, le siguió la figura de FF y luego las ON. En particular, el mayor uso de instrumentos de corto plazo (CPD y FF) se explica por el escenario poscrisis, donde prevalecen decisiones de corto plazo, complejidad y desconfianza a los análisis de largo plazo y marco jurídico inestable, entre otras razones.

### Financiamiento PyME por instrumento.

Acumulado 2002-2008



Fuente: elaboración propia en base a IAMC.

<sup>14</sup> En el caso de las ON adquiere relevancia si se observa que la emisión total de ON cayó bruscamente con respecto al año anterior (86%).

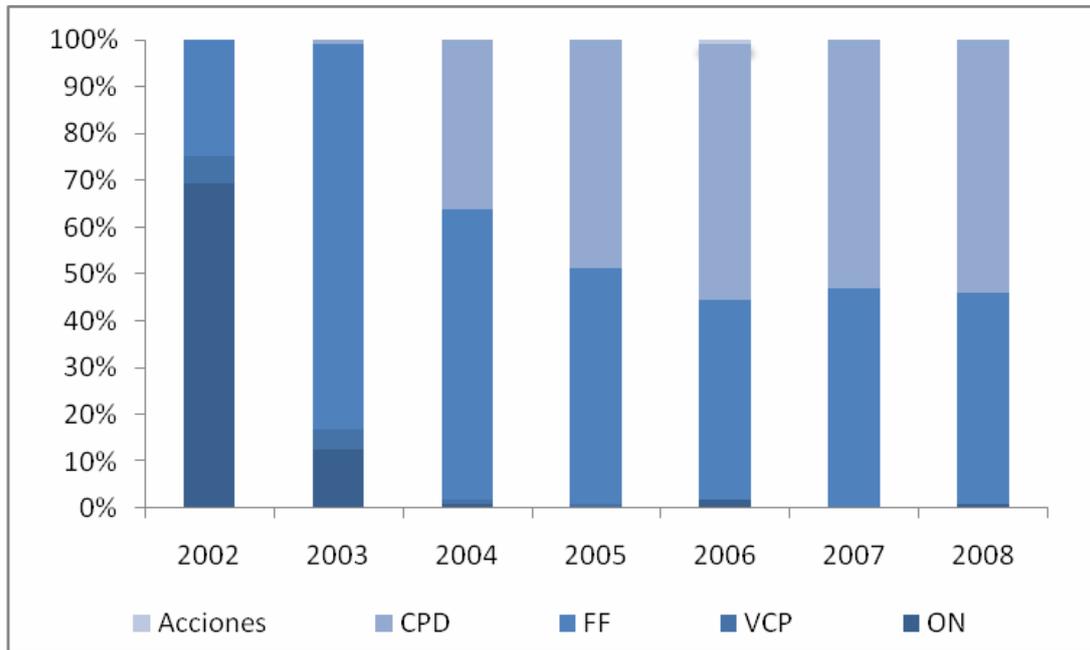
En cuanto a la evolución de cada instrumento en particular, mientras que en el año 2002 casi el 75% del financiamiento PyME se realizó mediante ON y VCP –en su mayor parte en el primer semestre-, comenzaron a instrumentarse los primeros fideicomisos financieros, absorbiendo estos últimos el 25% del fondeo total. En el año 2003 los fideicomisos generaron el 82% del financiamiento a PyMEs, mientras que el restante 17% consistió en ON y VCP. Los CPD hicieron ese año su aparición en escena, proveyendo apenas el 1% restante. A partir de 2004 los CPD comenzaron a ganar participación como el instrumento de mayor uso entre las PyMEs, con participaciones cercanas al 45-50% del total, similar a la de los fideicomisos financieros. Los VCP, que tras la crisis se volvieron un mecanismo relevante por el cortoplacismo de las operaciones, pasaron de representar el 5,6% del financiamiento PyME en 2002 al 0,2% en 2005 para luego dejar de utilizarse. En tanto, las ON que ocuparon un lugar significativo en los años 2002 y 2003, redujeron considerablemente su participación en el total, representando en promedio para los años sucesivos el 1% del financiamiento total a las PyMEs. Por último, el mecanismo de menor aceptación entre las pequeñas y medianas empresas fue la emisión de acciones, con solo dos empresas que abrieron su capital desde el año 2002.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Ambas emisiones de Acciones PyMEs se realizaron en el cuarto trimestre de 2006.

## Financiamiento PyME por instrumento.

Participación porcentual anual del total



Fuente: elaboración propia en base a IAMC.

Actualmente son más de 4.000 las PyMEs que se financiaron a través de los instrumentos disponibles en el mercado de capitales, por un total de más de U\$S 1.000 millones de dólares.

## 5. Deuda Empresaria: Obligaciones Negociables PyME

Cuando una empresa necesita financiar sus proyectos puede recurrir al mercado de capitales y obtener fondos a corto, mediano o largo plazo mediante la emisión de obligaciones negociables.

Quienes compran estos papeles son los obligacionistas o inversores, que prestan dinero en efectivo a cambio de una tasa de interés y se convierten en acreedores de la empresa. Por su parte, la compañía se compromete a devolverles el dinero adeudado en el plazo pactado y con el interés correspondiente.

A diferencia de las acciones, las obligaciones negociables son instrumentos de renta fija, ya que tienen un cronograma de pagos predefinido. Llegado el vencimiento de la obligación, la empresa cumple sus compromisos y el obligacionista deja de ser su acreedor. El capital de las ON se devuelve generalmente en cuotas periódicas llamadas amortizaciones, que pueden realizarse en forma anual, semestral o en otro plazo acorde a las necesidades del emisor. Por su parte, el pago de intereses se denomina pago de renta y también puede realizarse periódicamente, con tasa de interés que puede ser fija, variable o mixta. No obstante, la empresa puede preferir devolver un monto fijo al vencimiento por lo que emitirá una obligación negociable con descuento denominada *cero cupon*. Por otra parte, las ON tipo *bullet* son aquellas que realizan pagos de capital íntegramente al vencimiento pero pagan intereses en forma periódica.

La ON se puede emitir en el marco de un programa global, que es el procedimiento por el cual las empresas autorizadas a la oferta pública pueden solicitar el permiso para financiar un monto global total que podrá obtenerse en varias etapas mediante la emisión de distintas series de obligaciones negociables. Al solicitar el programa global la empresa elaborará un prospecto completo y las emisiones podrán efectuarse dentro de los cinco años contados a partir de la autorización original del programa. El programa es útil para aquellas compañías que prevén una necesidad de fondos en forma regular por un período o monto determinado, con el consecuente ahorro de tiempos y costos. Si bien cada serie de obligaciones negociables requiere el permiso de oferta pública de la CNV y el permiso de cotización de la Bolsa, cuando la emisión se realiza en el marco de un programa global, son menores los pasos para autorizar cada serie y se presenta un prospecto reducido en cada emisión, con la posibilidad de realizar la colocación de las series en el momento más adecuado del mercado.

Para dar conocimiento de la emisión se publica el prospecto de emisión. Se trata de un documento a disposición de los potenciales inversores que ofrece información de la empresa, tal como sus orígenes y proyecciones, y un detalle sobre la emisión en particular. En las condiciones, el prospecto debe informar todas las características del título como la forma de pago de amortización y renta, moneda de emisión, régimen impositivo y calificaciones de riesgo.

Existen diversas modalidades de emisión de obligaciones negociables que se adaptan a las circunstancias y necesidades particulares de cada empresa, así como también a las exigencias del mercado. Por ello, cuando se emiten obligaciones negociables la empresa debe tener en cuenta no sólo sus necesidades de fondos sino también los requerimientos de los inversores, según la proporción de riesgo e interés que se demanda en cada momento.

### **5.1 ON PyME. Régimen y beneficios**

En nuestro país, las pequeñas y medianas empresas pueden emitir obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización instituido por un Decreto del Poder Ejecutivo, normas complementarias de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y resoluciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), creado a efectos de que las citadas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, ya sea para la realización de inversiones o el refinanciamiento de deudas. Muchas empresas recurren a estos bonos para ampliar capital, mejorar tecnología o implementar proyectos de investigación.

Las principales diferencias entre una ON de Régimen General y una ON PyME son las siguientes:

<b>Régimen</b>	<b>General</b>	<b>ON PyME</b>
Plazo	Sin restricciones	5 Años
Monto	Sin restricciones	\$ 15.000.000
Información	- Balance anual - Balance trimestral	- Balance anual - Informes semestrales
Inversores	Todos	Calificados
Síndicos	Sindicatura colegiada	1 Síndico
Trámite	CNV / BCBA	BCBA

Fuente: elaboración propia en base a BCBA.

Para que una PyME pueda ingresar a este régimen, además de estar encuadrado en los límites establecidos previamente (Disposición 147/2006 de la Sepyme), la normativa exige que la empresa:

- (i) Este registrada como Sociedad Anónima;
- (ii) El veinte por ciento (20%) o más del capital y/o de los derechos políticos de las entidades no deberán pertenecer a otras entidades que no encuadren en las definiciones legales de PyMEs;
- (iii) No podrá utilizar simultáneamente programas de subsidios específicos u otras ventajas destinadas a PyMEs.

A los beneficios que genera el mercado de capitales enumerados anteriormente se suman los siguientes, propios de las ON PyME:

- Instrumentos “taylor-made”, es decir, a medida de lo que cada empresa requiere.
- Transparencia en la tasa que percibe el inversor, los costos de la estructuración, y por lo tanto de la tasa final de financiamiento.
- Menores requisitos de información. La empresa debe presentar documentación básica una vez autorizada la cotización.
- Exención de obligatoriedad de calificación de riesgo de la emisión, que repercute favorablemente en los costos.
- Financiación por hasta \$15.000.000 (Pesos) a tasas de interés atractivas y plazos superiores respecto de otras alternativas de financiación.

Estas características por el lado de la oferta del producto y un perfil de inversores de clara preferencia por la renta fija por el lado de la demanda, lo vuelven un instrumento relevante para el mercado de capitales local.

## **5.2 Evolución local de ON PyME y VCP**

Luego de la más severa crisis económica financiera que atravesara nuestro país en el primer semestre de 2002, las pequeñas y medianas empresas volvieron a buscar financiamiento en el mercado local. Las condiciones imperantes en los primeros meses post crisis solo permitían endeudamiento de muy corto plazo y siempre garantizado por un ente solvente y calificado. En este sentido, el instrumento elegido para tomar fondos vía endeudamiento empresario resultó el Valor de Corto Plazo (VCP) y como garantía el mercado aceptaba únicamente Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).<sup>16</sup>

Así fue que entre el tercer trimestre de 2002 y el segundo trimestre de 2005 casi la totalidad de las emisiones de deuda PyMEs fueron instrumentadas a través de VCP con SGR como respaldo. En total, durante los 36 meses del período citado, las pequeñas y medianas empresas recolectaron del mercado U\$S 3,05 Millones de dólares. Las emisiones de ON resultaron escasas en ese período: tan solo dos empresas emitieron este tipo de deuda hasta mediados de 2005.

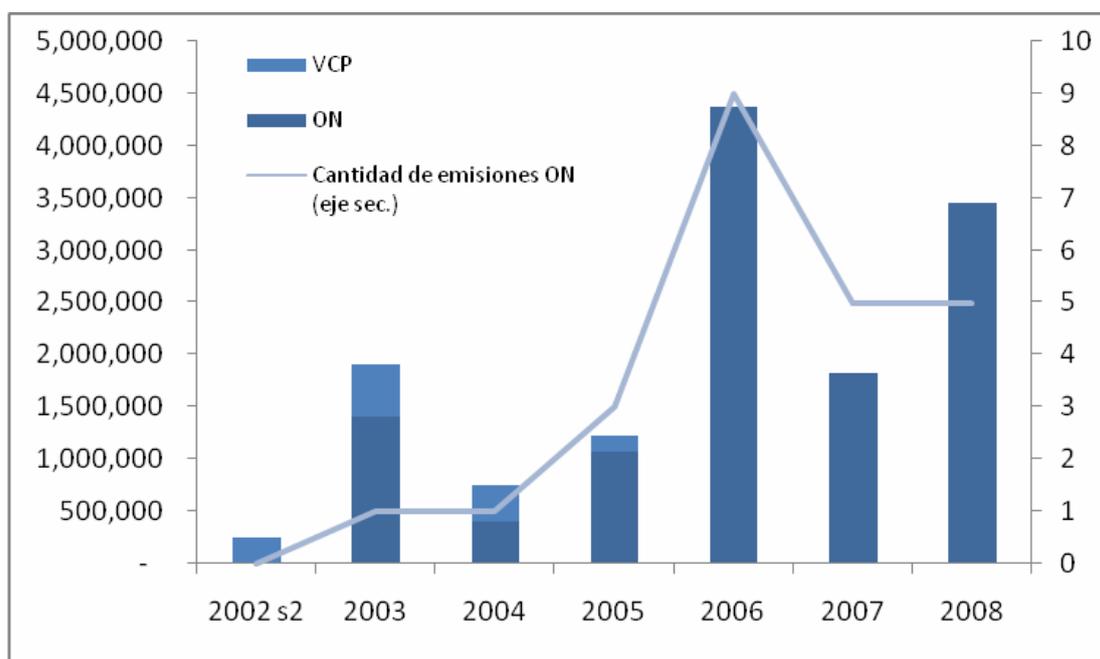
Recién a partir de julio de 2005, y dadas las mejoras percibidas en el ambiente económico y social empresario, la deuda pudo extender sus plazos, tomando impulso la emisión de obligaciones negociables con amortizaciones superiores al año. Por su parte, alentadas por la posibilidad de conseguir financiamiento de mediano plazo, las pequeñas y medianas empresas dejaron de emitir VCP.

---

<sup>16</sup> Cabe destacar que en el periodo mencionado tomaron impulso otros mecanismos de financiamiento PyME, como los Fideicomisos Financieros y los Cheques de Pago Diferido.

## Emisiones PyME de ON y VCP – en dólares

Segundo semestre de 2002 a 2008



Fuente: elaboración propia en base a IAMC.

Si bien con relación a los instrumentos “estrella” del mercado (Fideicomisos Financieros y Cheques de Pago Diferido) los fondos recogidos por las PyME con estos mecanismos son sustancialmente menores, con el objetivo de mejorar la imagen institucional volviéndose públicas muchas empresas continuaron utilizando la deuda como mecanismo de financiamiento. En total, unas 19 PyMEs financiaron sus proyectos mediante 41 emisiones de ON y VCP en el período comprendido entre el segundo semestre de 2002 y fines de 2008.

## Emisiones PyME

### Obligaciones Negociables (ON) y Valores de Corto Plazo (VCP)

(Segundo semestre de 2002 a 2008)

Fecha Colocación	Denominación	Sector	Organizador / Colocador	Moneda	Monto Colocado	Plazo	Garantía
Dic-2002	FRUTUCUMAN S.A. Primera Emisión	Productor Agropecuario	Quirno	Dólares	100,000	6 Meses	SGR
Dic-2002	FRUTUCUMAN S.A. Segunda Emisión	Productor Agropecuario	Quirno	Dólares	42,850	6 Meses	SGR
Dic-2002	FRUTUCUMAN S.A. Tercera Emisión	Productor Agropecuario	Quirno	Dólares	42,850	6 Meses	SGR
Dic-2002	FRUTUCUMAN S.A. Cuarta Emisión	Productor Agropecuario	Quirno	Dólares	42,850	6 Meses	SGR
Dic-2002	ESAT S.A. Segunda Serie	Caucho y Goma	Quirno	Dólares	25,000	6 Meses	SGR
Feb-2003	ESAT S.A. Tercera Serie	Caucho y Goma	Quirno	Dólares	25,000	6 Meses	SGR
Feb-2003	FRUTUCUMAN S.A. Quinta Emisión	Productor Agropecuario	Quirno	Dólares	225,500	8 Meses	SGR
Jun-2003	LODGE S.A. - Simples Gtizadas	Productor Agropecuario	Quirno	Dólares	1,404,000	60 Meses	Hipoteca en primer grado
Ago-2003	ESAT S.A. Cuarta Serie	Caucho y Goma	Quirno	Dólares	25,000	6 Meses	SGR
Oct-2003	ESAT S.A. Quinta Serie	Caucho y Goma	Quirno	Dólares	25,000	6 Meses	SGR
Oct-2003	MARDI S.A.	Alimentos	Allaria Ledesma S.A.	Dólares	150,000	6 Meses	Gtia. Solidaria Emp. Vincul.
Dic-2003	ELINPAR S.A. Primera Emisión	Informática y Telecom.	Lloyds Securities	Pesos	130,000	6 Meses	SGR
Ene-2004	ESAT S.A. Sexta Serie	Caucho y Goma	Lloyds Securities	Dólares	25,000	6 Meses	SGR
Mar-2004	ESAT S.A. Séptima Serie	Caucho y Goma	Lloyds Securities	Dólares	25,000	6 Meses	SGR
Abr-2004	ESAT S.A. Octava Serie	Caucho y Goma	Lloyds Securities	Dólares	25,000	6 Meses	SGR
Jun-2004	MARDI S.A. Segunda Serie	Alimentos	Allaria Ledesma S.A.	Dólares	250,000	6 Meses	Gtia. Solidaria Emp. Vincul.
Ago-2004	ESAT S.A. Novena Serie	Caucho y Goma	Lloyds Securities	Dólares	25,000	6 Meses	SGR
Sep-2004	ALVAREZ HERMANOS S.A.	Alimentos	Capital Markets	Dólares	400,000	18 Meses	SGR
Feb-2005	MARDI S.A. Tercera Serie	Alimentos	Allaria Ledesma S.A.	Dólares	150,000	6 Meses	Gtia. Solidaria Emp. Vincul.
Jul-2005	CIA. DE SERVICIOS TELEFÓNICOS S.A.	Telecomunicaciones	Cohen S.A.	Pesos	1,800,000	12 Meses	Fideicomiso de Garantía
Oct-2005	ALVAREZ HERMANOS S.A. - Segunda Serie	Alimentos	Capital Markets	Dólares	200,000	18 Meses	SGR
Dic-2005	WorldFabrics S.A.	Fabricación Industrial	Allaria Ledesma S.A.	Dólares	250,000	12 Meses	Fideicomiso de Garantía
Mar-2006	Establecimientos Metalúrg. Cavanna	Fabricación Industrial	Capital Markets	Dólares	400,000	15 Meses	SGR
Mar-2006	ALVAREZ HERMANOS S.A. - Tercera Serie	Alimentos	Capital Markets	Dólares	200,000	18 Meses	SGR
Jun-2006	Desarrollo de Acuerdos Comerciales S.A.- Serie I	Inmobiliaria y Comercial	Lasa	Pesos	600,000	11 Meses	Fideicomiso de Garantía
Jun-2006	Ovoprot International S.A.- Serie I	Alimentos	Allaria Ledesma S.A.	Dólares	900,000	12 Meses	Fideicomiso de Garantía
Sep-2006	Desarrollo de Acuerdos Comerciales S.A.- Serie II	Inmobiliaria y Comercial	Lasa	Pesos	1,200,000	10 Meses	Fideicomiso de Garantía

Continúa...

Fecha Colocación	Denominación	Sector	Organizador / Colocador	Moneda	Monto Colocado	Plazo	Garantía
Oct-2006	UMBRO - Serie I	Comercial	Puente Hermanos	Pesos	950,000	30 Meses	SGR
Dic-2006	Distribuidora Shopping - Serie I	Industrial/ Comercial	ARG Capital/ Arpenta	Dólares	1,000,000	30 Meses	Contrato de Prenda sobre Acciones
Dic-2006	ALVAREZ HERMANOS S.A. - 2P Primera Serie	Alimentos	Capital Markets	Dólares	500,000	24 Meses	SGR
Dic-2006	SAT MEDICA S.A.	Medicina	Bull Market Brokers S.A.	Dólares	483,000	24 Meses	SGR
Ene-2007	WorldFabrics S.A. (segunda serie)	Fabricación Industrial	Allaria Ledesma S.A.	Dólares	250,000	12 Meses	n.d.
Mar-2007	Sport´s Life S.A.	Comercial	Puente Hermanos	Pesos	1,000,000	24 Meses	SGR
Jun-2007	Plásticos Homero Pet S.A.	Fabricación Industrial	Capital Markets	Dólares	650,000	24 Meses	SGR
Jul-2007	ALVAREZ HERMANOS S.A. - 2P Segunda Serie	Alimentos	Capital Markets	Dólares	400,000	24 Meses	SGR
Sep-2007	Establecimientos Metalúrg. Cavanna (serie II)	Fabricación Industrial	Capital Markets	Dólares	200,000	18 Meses	SGR
Mar-2008	WorldFabrics S.A. (tercera serie)	Fabricación Industrial	Allaria Ledesma S.A.	Dólares	350,000	19 Meses	n.d.
Mar-2008	Coop. Agrícola Ganadera de Arroyo Cabral Ltda.	Alimentos	Cohen S.A.	Dólares	460,000	36 Meses	SGR
Ago-2008	ALVAREZ HERMANOS S.A. - 2P Tercera Serie	Alimentos	Capital Markets	Dólares	300,000	24 Meses	SGR
Ago-2008	Savant Pharm S.A. Serie I	Farmacéutico	Dracma S.A.	Dólares	1,000,000	n.d.	SGR
Dic-2008	Rural Ceres S.A. Serie I	Productor Agropecuario	n.d.	Dólares	1,350,000	n.d.	SGR

Fuente: IAMC/ Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Departamento PyME.

De estas diecinueve PyMEs, y a partir de 2005 en particular, catorce emitieron un total de veintidós obligaciones negociables con plazos superiores a los doce meses. El año 2006 se destaca por ser el de mayor cantidad de emisiones (nueve) y monto colocado (U\$S 4,37 Millones) en el período post convertibilidad.

Como puede observarse del cuadro precedente, la mayor parte de las emisiones se realizó en moneda extranjera (dólares estadounidenses), por montos que rara vez superaron el millón de dólares y plazos de entre doce y veinticuatro meses. A su vez, la mayoría de las emisiones contaron con la garantía otorgada por una SGR. Al observar los sectores económicos a los que pertenecen las empresas emisoras se aprecia que la mayor parte de las emisiones estuvieron destinadas a financiar fabricación industrial y alimentos.

Entre todas estas emisiones, de estructura similar, un caso llama la atención por el plazo, el monto, y particularmente por la garantía con que se emitió. Se trata de la obligación negociable Serie I de Distribuidora Shopping S.A., cuyo caso será analizado en mayor detalle en la siguiente sección.

## **6. Un caso exitoso: Distribuidora Shopping S.A.**

En esta sección se estudiará un caso particular de una empresa que sorteó exitosamente todos los obstáculos y accedió a los beneficios del mercado de capitales vía la emisión de una obligación negociable: Distribuidora Shopping S.A.

Con este objetivo en mente, además de recurrir a la información públicamente disponible, se realizaron dos entrevistas: por un lado a Hugo Reus, *CFO* de la compañía; por el otro a Christian Horacio Smöje, Director de ARG Capital S.A., Agente Organizador de la emisión ON PyME.<sup>17</sup>

De ambas entrevistas puede concluirse que la emisión de la primera serie de obligaciones negociables PyME por parte de la empresa resultó una experiencia sumamente enriquecedora desde todo punto de vista: además de impulsar una mejora más que significativa en el aspecto económico y financiero, dotó a la compañía de prestigio local e internacional por la cotización pública.

### **6.1 Las necesidades de la empresa**

La empresa Distribuidora Shopping S.A. inicia su contacto con el mercado de capitales en el año 2006 con dos objetivos principales en mente: (i) atender sus necesidades genuinas de financiamiento y (ii) empezar a transitar una relación de largo plazo con el mercado de capitales.

Entre la necesidad de financiamiento que la empresa atravesaba en ese momento se destaca la inversión en capital de trabajo para hacer frente a la demanda creciente por su producto tanto local como internacional.

Con respecto al objetivo de largo plazo, la idea de la empresa al entrar en contacto con el mercado de capitales era establecer una relación de largo plazo con los inversores de modo de apuntar en un futuro a la emisión pública inicial de acciones.

Para ello, la empresa decide a comienzos del año 2006 ponerse en contacto con ARG Capital S.A.<sup>18</sup> y estructurar su primera emisión de deuda. En particular, se trató de un Programa Global de ON PyME cuya primera serie tuvo un valor nominal de un millón de dólares.

---

<sup>17</sup> Las entrevistas pueden leerse en su totalidad en el Apéndice I.

<sup>18</sup> Agente Organizador de la emisión ON PyME.

## **6.2 La empresa**

Distribuidora Shopping S.A. es una sociedad anónima constituida bajo las leyes de la República Argentina y gira en plaza bajo la marca Tomasetto Achille (TA). Su objeto principal es la producción, venta y distribución de equipos de GNC (Gas Natural Comprimido), GLP (Gas Licuado de Petróleo), GNL (Gas Natural Líquido) y GN (Gas Natural); y el desarrollo y adaptación de vehículos de todo tipo a sistemas de uso de distintos combustibles.

Distribuidora Shopping S.R.L. nace en el año 1992 como un taller instalador de equipos de gas natural para vehículos.

En el año 1996 inicia la fabricación de su propia tecnología para GNC, dando origen a la marca Tomasetto Achille, que en un breve lapso de tiempo logra posicionarse en los principales mercados mundiales, logrando un importante reconocimiento en términos de tecnología y calidad.

En el año 2001 inicia la actividad de consultoría internacional en el uso del gas natural como combustible vehicular, asistiendo y asesorando sobre planes de implementación, uso de tecnología, desarrollo para industria automotriz y certificación de emisiones. En ese mismo año construye una nueva planta abarcando unos 2.000 m<sup>2</sup> de superficie donde se realizan las actividades de mecanizado, torneado, ensamble y control de calidad.

En 2003 inaugura un centro de distribución y capacitación en la localidad de Munro. La capacidad instalada permite producir hasta 14.000 reductores y 30.000 válvulas por turno por mes.

En el año 2005 se traslada a un predio fabril de 30.000 m<sup>2</sup> ubicado en la localidad de Beccar, Provincia de Buenos Aires, integrando todos los procesos productivos (distribuidos hasta ese momento en tres lugares) con importantes ganancias en términos de logística y seguridad.

## **6.3 Estrategia de la empresa y Comercialización**

La estrategia del negocio apunta a mejorar el posicionamiento de la empresa en el mercado de conversión a GNC de motovehículos, diversificar su oferta hacia el GLP

como tecnología complementaria alternativa y expandir su actividad hacia el mercado del gas domiciliario.

La implementación de esta estrategia comprende la introducción de nuevas tecnologías y el desarrollo de las ya existentes, orientado ello a posicionar a la empresa como líder en el mercado de desarrollo de tecnologías y productos para uso de gas natural y GLP, tanto vehicular como domiciliario.

Las ventas de la compañía se dirigen al mercado local e internacional. En cuanto al mercado local la actividad se encuadra dentro de un sistema regulado por el Ente Nacional Regulador del Gas (ENARGAS), que requiere disponer de una matrícula habilitante para ser proveedor de equipos de conversión. Dicha matrícula otorga a la compañía la facultad de habilitar y ser contralor de los talleres de conversión. La venta a estos talleres se realiza a través de canales de venta directa o de terceras empresas que dispongan de matrícula para ejercer la comercialización, metodología utilizada para abarcar regiones distantes y asegurar atención y provisión adecuada.

En cuanto al mercado internacional en su mayor parte la venta se concentra directamente en los clientes finales, evitando así el costo extra de la intermediación. Ello requiere acciones directas que ponderan el posicionamiento de marca a través de una atención personalizada en lo técnico y comercial.

En el cuadro siguiente se muestra la participación de la compañía en el mercado local y en las exportaciones.

	2006	2005	2004
% de ventas en el mercado local	35%	25%	25%
% Exportaciones (del mercado argentino)	56,27%	54,5%	51,76%

Fuente: Prospecto de Emisión ON PyME

La filosofía de la compañía ha sido la de procurar la independencia estratégica, tanto referida a tecnología como de proveedores. Cumpliendo con esta premisa, la Emisora ha desarrollado su propia tecnología y ha buscado en la multiplicidad de proveedores una llave para evitar la dependencia de abastecimiento, tanto de materia prima como de componentes.

#### 6.4 La situación financiera pre emisión

Si bien desde el punto de vista económico la empresa exhibía tasas de rentabilidad elevadas, acceder a mecanismos alternativos de financiamiento era una necesidad para financiar el crecimiento.

Con las ventas aumentando en forma sostenida durante los últimos años, la empresa contaba con ordenes de compra del exterior que cumplir. Es decir, que los fondos obtenidos serían destinados fundamentalmente a inversión en capital de trabajo y compra de maquinaria. El resto de las líneas ya estaban exclusivamente abocadas a ello, aunque toda la financiación utilizada hasta el momento era de corto plazo.

El siguiente cuadro exhibe un detalle de las ventas locales y exportaciones de la compañía durante los dos últimos ejercicios económicos previos a la emisión.

Ventas Ejercicio N 13 / 2005				
Totales	Locales	%	Exportaciones	%
29.218.446	9.765.068	33	19.453.378	67

Ventas Ejercicio N 14 / 2006				
Totales	Locales	%	Exportaciones	%
40.191.074	7.502.280	19	32.688.794	81

Fuente: Prospecto de Emisión ON PyME.

Entre el ejercicio 2005 y el 2006, mientras que las ventas locales crecieron fuertemente (30%), las ventas al mercado internacional aumentaron significativamente más (68%). Esto redundo en un aumento en el *mix* de exportación del total de las ventas, que pasó de dos tercios en el período 2005 a representar el 81% de las ventas totales en 2006. A continuación se presenta la síntesis de resultados y situación patrimonial de la compañía para el ejercicio económico finalizado el 30 de abril de 2006 y anteriores, previo a la emisión.

## Síntesis de resultados y situación patrimonial 2004-2006

(En pesos)

Ejercicio Año	al 30/4/2004	al 30/4/2005	al 30/04/2006
Activo Total	18.041.556	23.583.199	27.237.164
Activo Corriente	10.790.478	16.933.553	20.112.259
Pasivo Total	10.498.065	15.659.953	17.882.427
Pasivo Corriente	10.492.955	15.659.953	17.882.427
Patrimonio Neto	7.543.491	7.923.246	9.354.736
Ventas Netas	27.156.670	29.218.446	40.191.074
Resultado Bruto	6.213.046	7.140.368	9.399.248
Resultado Ejercicio	381.781	603.754	2.049.848

Fuente: Balance General 2004-2006

A partir de la información presentada por la empresa en su Balance General se puede medir la “viabilidad” de la compañía mediante indicadores de liquidez, gestión, solvencia y rentabilidad. Tomaremos a continuación un índice de cada medida para mostrar la aptitud de Distribuidora Shopping S.A. para emitir deuda.

### Indicadores Pre-emisión de ON

Medida	Indicador	al 30/4/2005	Al 30/04/2006
Liquidez	Activo Corr/ Pasivo Corr	1,08	1,12
Gestión	Ventas/ Activo	1,24	1,48
Solvencia	Pasivo/ PN	1,98	1,91
Endeudamiento	Pasivo/ Activo	0,66	0,66
Rentabilidad	Resultado Neto/ PN	0,08	0,22
ROA	Resultado Neto/ Activo	0,03	0,08
Margen Operativo	(Ventas – CMV)/ Ventas	0,24	0,23

Fuente: elaboración propia en base a Balance General 2005-2006

Como puede apreciarse del cuadro anterior, la compañía gozaba de muy buena salud tanto financiera como económicamente.

- El indicador de liquidez escogido, que evalúa la capacidad de la empresa para atender compromisos de corto plazo es mayor a uno y creciente en el tiempo.
- Lo mismo ocurre con la medida de gestión, que mide la actividad en ventas de la empresa. Este indicador muestra cuantas veces la empresa puede colocar en ventas un valor similar a la inversión realizada.
- Por su parte, los indicadores de solvencia muestran una estructura de capital que se fortalece en el tiempo y una razón de endeudamiento más que holgada. En este caso, el objetivo es medir el nivel global de endeudamiento o proporción de fondos aportados por los acreedores en relación al activo total.
- Con relación al índice de rentabilidad, medimos la capacidad de la empresa para generar riqueza, en particular la rentabilidad de fondos aportados por el inversor, que en el año 2006 resultó de 22%. En relación al activo, el resultado neto también fue elevado. Por último se aprecia un margen operativo estable y elevado, de alrededor del 24%.

Todos estos indicadores, y un *Operating Cash Flow* anual de casi \$3 millones según el Balance General de cierre Abril de 2006,<sup>19</sup> dotaban a la empresa de la holgura necesaria para emitir su obligación negociable.<sup>20</sup>

## **6.5 Las etapas atravesadas**

Con el *Due Diligence* aceptado por parte del Organizador, el primer paso consistió en transformar la empresa de S.R.L. a S.A., requisito indispensable para ingresar al régimen simplificado de ON PyME de la BCBA.

Una vez constituida la empresa como S.A., en palabras del propio CFO de la compañía, “el proceso de emisión resultó sumamente sencillo”: presentación de documentación básica y a requerimiento del agente organizador, quien se encargó del trámite necesario en la Bolsa/ CNV para obtener las aprobaciones pertinentes.

---

<sup>19</sup> Para obtener el *Operating Cash Flow* se debe adicionar a la Ganancia o Resultado del Ejercicio las depreciaciones.

<sup>20</sup> Con una emisión de un millón de dólares a 30 meses y amortización semestral, el requerimiento para pagos de capital anual, representaba no más del 42% del *cash flow* operativo anual.

Con la aprobación de los organismos de control y el prospecto definitivo, el agente colocador de la ON <sup>21</sup> realizó el respectivo *Road Show* y se abrió el libro de ofertas de suscripción.

## **6.6 El resultado**

El día 30 de octubre de 2006 la empresa sale por primera vez en su historia al mercado de capitales. La emisión de la primera serie de ON PyME por un millón de dólares resulta ser el caso más exitoso de este tipo de emisiones en el período post convertibilidad.

Varias fueron las características que hicieron de esta emisión un caso de estudio: Plazo, tasa, garantías otorgadas, entre otras.

En cuanto al plazo, resultó la ON PyME de mayor plazo hasta el momento, con vencimiento en treinta meses, es decir dos años y medio, desde la fecha de liquidación.

La tasa de interés, fija sobre saldos, surgió del proceso de adjudicación llevado a cabo durante el Período de Colocación vía subasta de tasa. La tasa de corte resultó de 10%, en línea con lo que pagaban instrumentos similares en ese momento pero sumamente inferior a lo que requerían los bancos por un financiamiento similar.

Con relación a la garantía otorgada, la misma consistió en una prenda en primer grado sobre el 30% de las acciones de la emisora, todas ellas propiedad del accionista controlante. Dichas acciones fueron cedidas a un fideicomiso de garantía que las conservó en su poder hasta que las ON fueron canceladas en su totalidad.

En el período de suscripción se recibieron ofertas por hasta el 200% de los fondos requeridos, lo cual redundó en una mejora en la tasa de corte.

## **6.7 La empresa post-emision**

El Balance General cerrado al 30 de abril de 2007 y 2008 muestran un crecimiento exponencial de la compañía.

Las ventas pasaron de \$40 millones en 2006 a \$60 millones un año después y casi \$100 millones para el cierre de abril 2008. En tanto, el resultado final del ejercicio creció un

---

<sup>21</sup> El Agente Colocador de esta emisión fue Arpenta Sociedad de Bolsa S.A.

50% en un año (de \$2 millones en 2006 a \$3 millones en 2007) y un 260% si se compara 2008 contra 2006.

#### **Síntesis de resultados y situación patrimonial 2007-2008**

<b>Ejercicio Año</b>	<b>al 30/4/2007</b>	<b>al 30/04/2008</b>
Activo Total	43.022.034	63.646.122
Activo Corriente	30.089.683	50.755.442
Pasivo Total	32.512.885	51.251.176
Pasivo Corriente	23.807.020	44.970.937
Patrimonio Neto	10.509.149	12.394.946
Ventas Netas	60.063.855	99.209.117
Resultado Bruto	11.814.290	22.705.995
Resultado Final	3.063.677	7.410.413

Fuente: Balance General 2007-2008

Si controlamos por los indicadores presentados anteriormente, se confirma que en todo sentido la empresa mejoró significativamente su negocio tras la emisión de la ON cuyos fondos fueron íntegramente destinados a compra de maquinaria e incremento de capital de trabajo.

### Indicadores Post-emisión de ON

Medida	Indicador	al 30/4/2007	Al 30/04/2008
Liquidez	Activo Corr/ Pasivo Corr	1,26	1,13
Gestión	Ventas/ Activo	1,40	1,56
Solvencia	Pasivo/ PN	3,09	4,13
Endeudamiento	Pasivo/ Activo	0,76	0,81
Rentabilidad	Resultado Neto/ PN	0,29	0,60
ROA	Resultado Neto/ Activo	0,07	0,12
Margen Operativo	(Ventas – CMV)/ Ventas	1,26	1,13

Fuente: elaboración propia en base a Balance General 2007-2008

Por último cabe destacar que, merced a la exposición que le dio la oferta pública, a fines de 2008 la compañía fue vendida a una empresa americana de combustibles alternativos, *Fuel Systems Solutions Inc.*, que cotiza en la NYSE bajo el código FSYS, en 22,5 millones de dólares.

Previo a ello, en septiembre de 2008 se procedió al rescate anticipado de sus obligaciones negociables PyME Serie I en circulación.

## 7. Conclusión

Las pequeñas y medianas empresas en Argentina han dependido en gran medida del crédito bancario para financiar su crecimiento. Sin embargo, dicho financiamiento ha estado signado en la mayoría de los casos por condiciones casi prohibitivas, ya sea en términos de tasas de interés, plazo de los créditos, garantías exigidas, entre otras. Esto último redundó en serias limitaciones para las empresas, condicionando su desarrollo futuro.

En este marco es que comienza a tomar relevancia el mercado de capitales.

El desarrollo de este mercado resulta beneficioso para todos los actores: por el lado de la empresa, obtiene fondeo en mejores condiciones en términos de tasas y plazos que el crédito bancario estándar; por el lado del inversor, obtiene una buena rentabilidad por su inversión y seguridad jurídica; y por el lado del gobierno, se beneficia de un mayor nivel de empleo y producción, al aumentar la actividad de las PYMEs, alentando el crecimiento económico nacional.

A pesar de su escaso desarrollo, cabe destacar que aún en medio de la fuerte crisis económica y financiera que atravesó nuestro país tras la salida de la Convertibilidad, en un contexto de *default*, devaluación de la moneda y ruptura de la cadena de pagos, y con la desaparición de las fuentes tradicionales de financiación, el mercado de capitales se mantuvo relativamente activo. No obstante, mucho queda por delante.

Establecer políticas que impulsen el desarrollo del mercado de capitales como una alternativa al financiamiento de empresas es un deber de las autoridades públicas y privadas. Por el lado de la oferta de fondos (inversores) se requiere de instituciones fuertes que brinden estabilidad en las reglas de juego, que doten de seguridad jurídica a los inversores de modo que éstos dirijan confiadamente su dinero a financiar todo tipo de proyectos productivos, sin tener que preocuparse por el humor del político de turno. Por el lado de la demanda de fondos (empresas), si bien desde la creación del Departamento PyMe de la BCBA existe una importante política de difusión del mercado, es preciso generar un mayor acercamiento con las unidades productivas de modo que dejen de ver a este mercado como complejo o exclusivo de las grandes empresas.

Entre una variada gama de instrumentos elegibles según la necesidad particular de cada empresa, la emisión de deuda bajo la forma de obligaciones negociables emerge como

un mecanismo eficaz para darle aire a la compañía desde el punto de vista financiero a la vez que mejora la imagen institucional por la oferta pública. Un perfil de inversores locales con claras preferencias por la renta fija complementa el favoritismo por este instrumento.

Permitir que la empresa se endeude en función a la estacionalidad de su negocio, y no adecuar el negocio en función del dinero que se puede tomar prestado, se vuelve vital para el mundo PyME. La disponibilidad de fondos para asignar a proyectos o empresas altamente rentables germina el desarrollo de la compañía, derramando sus beneficios a todo el sistema económico.

El caso analizado de la emisión de obligaciones negociables de Distribuidora Shopping S.A. es un claro ejemplo de ello.

## 8. Referencias Bibliográficas

- Balance General Anual “Distribuidora Shopping S.A.” Años 2004-2008.
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2006): “La Estructura de Financiamiento PYME. Una revisión del pasado y presente”. Departamento de Economía, Universidad Nacional del Sur.
- Campbell, T. (1979): "Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality". Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 14.
- Chemmanur, T. y Fulghieri, P. (1995): “Information, private equity financing, and the going public decision”. Documento de trabajo, Columbia University.
- Cristini, M. y G. Bermúdez (2004): “Las PYMES argentinas: ambiente de negocios y crecimiento exportador”. Documento de Trabajo Nro 80. FIEL
- Cristini, M., Acosta, P. y Susmel, N. (2003): “Productividad y Crecimiento de las PyMES: la evidencia argentina en los 90”. Documento de Trabajo N° 76, FIEL.
- Erpen, M. (2004): “El Financiamiento de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES) a través del Mercado de Capitales”.
- FIEL (2003): “El Ambiente de Negocios en las Provincias Argentinas”.
- Fundación Observatorio PYME (2008): “Evolución reciente, situación actual y desafíos futuros de las PyMEs industriales”. Informe 2007-2008.
- IAMC (2006): “El Financiamiento Empresarial a través del mercado de capitales entre los años 2000 y 2006”.
- IAMC (2007): “Informe Financiamiento a través del mercado de capitales”.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984): “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. Journal of Financial Economics 13.
- Otero, L., Fernández, S., Vivel, M. y Rodríguez S. (2007): “Aproximación empírica a los problemas financieros de la Pyme industrial gallega”. Revista Gallega de Economía, Vol. 16 Num. 2
- Panigo, D., Pasquini, R. y Streb M. (2007): “Estructura de Financiamiento de la Inversión en Empresas con Oferta Pública de Acciones. Argentina (1994-2004)”. Documento de Trabajo N° 21. CEF.

- Prospecto de Emisión Global de ON PyME “Distribuidora Shopping S.A.”
- Yoguel, G. y V. Moori Koenig (1999): “Los problemas del entorno de negocios. El desarrollo competitivo de las pymes argentinas”. Buenos Aires, Editorial Miro y Dávila/FUNDES/Universidad Nacional de General Sarmiento.
- “Reporte mensual Pymes” del Departamento PyME de la BCBA
- SEPYME. Disposición 147/2006

Paginas WEB visitadas:

- Pagina Web de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires: [www.bcba.sba.com.ar](http://www.bcba.sba.com.ar)
- Pagina Web de la Comisión Nacional de Valores: [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- Página WEB de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa: [www.sepyme.gov.ar](http://www.sepyme.gov.ar)
- Página Web del Instituto Argentino de Mercado de Capitales: [www.iamc.sba.com.ar](http://www.iamc.sba.com.ar)

## 9. APENDICE I. Entrevistas

### 9.1 Entrevista a Hugo Reus. CFO de la compañía.

[hreus@tomasettoachille.com.ar](mailto:hreus@tomasettoachille.com.ar)

*¿En qué momento comenzaron a considerar la posibilidad de acercarse al mercado de capitales?*

HR: La empresa requería financiar crecimiento a mediano plazo. Es decir, que los fondos obtenidos serían destinados fundamentalmente a inversión en capital de trabajo. El resto de las líneas ya estaban exclusivamente abocadas a ello, aunque toda la financiación era de corto plazo. Básicamente la compañía se financia con prefinanciaciones y posfinanciaciones de exportación, y para hacer frente a esta erogación se buscaba tener una deuda un poco más larga, más de mediano que de corto plazo. El repago de la deuda se calzaba contra la generación de futuras ganancias.

*¿Bajo qué contexto económico financiero se encontraba la compañía?*

HR: Durante los últimos tres años la compañía venía incrementando sus ventas significativamente. Todo el fondeo de corto plazo que tomaba a través de las prefinanciaciones estaban orientados a aumentar el capital de trabajo, o sea que desde el punto de vista económico la empresa se encontraba muy bien, con una elevada rentabilidad, pero desde el punto de vista financiero había que sostener el crecimiento, dirigiéndose todo el financiamiento a capital de trabajo y compra de maquinaria, pero todo con líneas de corto plazo.

*¿Porque escogieron el mercado de capitales en lugar de fuentes tradicionales de financiamiento?*

HR: Escogimos el mercado de capitales porque era la única alternativa posible de financiamiento a mediano plazo fuera de las fuentes tradicionales de corto, como pueden ser el descubierto, el descuento de cheques, la financiación de exportaciones, y un poco menos el leasing para compra de maquinaria. Decidimos ir al mercado de capitales por esa razón: buscar financiamiento de mediano plazo.

*Desde el punto de vista legal, ¿qué tan complicado fue el proceso de emisión?*

HR: El proceso no fue complicado. Nuestra empresa estaba constituida como SRL y hubo que pasarla a SA. Ese fue el primer paso del proceso. También tuvimos que poner un síndico, que es obligatorio. Luego el proceso de la emisión en sí mismo no fue tan complicado por el trabajo de ARG Capital.

No obstante, destacaría que lo único que es un poco tedioso para una PyME es la presentación de informes semestrales, si bien no con un balance contable, se debe hacer una especie de extracto de la situación patrimonial y de resultados. Además el plazo para la presentación del balance anual es más

corto y deben presentarse actas de directorio, de asamblea, y todo subirlo a la autopista de información financiera de la CNV. Estas son tareas que por lo general las PyME no tienen el ejercicio de hacerlo y al comienzo puede resultar un tanto tedioso.

*¿Qué dificultades u obstáculos encontraron en el camino? ¿Hubo algún momento en que consideraron desistir de la operación?*

HR: Prácticamente no tuvimos dificultades en el proceso. Quizás el tema más relevante en su momento fue la tasa de corte, que era lo único que podía hacernos desistir de la operación. Finalmente resultó de 10%, levemente por encima de las expectativas, pero lejos de hacernos desistir de la emisión.

*¿Cuáles eran sus principales temores previo a la emisión? Alguno de ellos se materializó?*

HR: Con respecto a los temores previos, creo que es lo que todo el mundo piensa y pasa por no tener todo ordenado tal cual lo exige la Bolsa y no llegar en tiempo y forma a las presentaciones contables y sufrir algún tipo de penalización por no cumplir estrictamente con los tiempos de este organismo, que te hagan observaciones, etc. Nosotros tuvimos un par de observaciones en la contabilidad al inicio pero la realidad es que fueron simplemente sugerencias de presentación que fuimos solucionando sin inconveniente en los próximos balances, sin recibir ninguna multa.

Considero que además de lo anterior, el miedo principal era no llegar a pagar en plazo el compromiso asumido. Las PyMEs en general están acostumbradas a ser medio flexibles con respecto al pago a los proveedores. Con un instrumento de este tipo encima perdés un poco esa flexibilidad y tenés que hacer una buena proyección financiera para pagar en tiempo. Y programar pagos de este modo en un país como Argentina es un poco complicado.

*Ex post, ¿cómo considera que resultó la emisión de la primera serie de la ON PyME?*

HR: La emisión de la primera serie de la ON resultó un éxito. Hemos logrado cumplir con todas las obligaciones asumidas en tiempo y forma. Cabe destacar que según el criterio de la SEPYME, por el promedio de los últimos tres años la empresa dejó de ser PyME a partir del último balance.

*¿Cuáles son los principales beneficios que considera generó en la compañía esta emisión de deuda?*

HR: Tomar deuda a mediano plazo es muy útil en este tipo de empresas. Asimismo la experiencia de estar en la Bolsa es muy importante para la compañía. A nivel exposición notamos que el hecho de estar en la Bolsa y tener los balances y otro tipo de información relevante publicados y en cierta forma controlados te sitúa distinto frente a los proveedores, te exhibe más organizado. Los clientes internacionales también lo notaron. Se puede decir que la empresa ha adquirido prestigio local e internacional con la emisión.

Desde el punto de vista contable ordenó en gran medida a la compañía, mejorando controles, procedimientos e informes. Empezamos a realizar balances mensuales para conocer con exactitud la situación financiera de la empresa en cada momento del tiempo.

*¿Qué aspectos cree que podrían mejorarse en el proceso de emisión primaria de modo que más PyMEs logren acercarse al mercado de capitales?*

HR: El proceso de emisión primaria entre la CNV y la Bolsa es bastante simplificado. En nuestro caso particular fue relativamente sencillo, bien guiado por el agente organizador. No obstante, es cierto que las empresas PyME que deseen entrar en la Bolsa deben estar relativamente ordenadas. En mi opinión, el acceso al mercado de capitales está hecho para pymes medianas a grandes que ya tienen una estructura, porque el hecho de presentar balances, procedimientos de normas contables y otros informes requiere necesariamente de contar con una organización empresarial mínima. Endeudarte con una PyME en dos o tres años en este país es toda una aventura. En general la PyME basa sus decisiones de modo familiar, no tanto profesional, y para acceder a este tipo de financiamiento tenés que hacer proyecciones, en sí contar con una visión profesional en el management que sepa administrar eficientemente el dinero tomado.

*Por último, dada su experiencia en el mercado de capitales, ¿emitiría deuda nuevamente? ¿Pasaría a la siguiente etapa, de apertura de capital a nuevos socios?*

HR: Si, volvería a emitir ON. Creo que es una buena herramienta para escapar del corto plazo y no estar constantemente encima de los números, mas en el caso de una empresa en crecimiento que nunca le alcanza lo que tiene. Es muy útil para financiar crecimiento.

Con respecto a la segunda pregunta, considero que por el momento no están dadas las condiciones para que PyMEs abran su capital. La empresa debe contar con una estructura mayor que soporte los pedidos informativos, etc. Creo que para una empresa pequeña a mediana puede resultar tedioso el manejo de dividendos o pago en acciones, que el socio este limitado a retirar fondos, etc. En mi opinión, por el momento no estoy de acuerdo en sacar un porcentaje de acciones de la compañía a la Bolsa.

## **9.2 Entrevista a Christian Horacio Smöje. Director de ARG Capital S.A., Agente Organizador de la ON PyME.**

[csmoje@argcapital.com](mailto:csmoje@argcapital.com)

*¿Por qué el instrumento escogido fue la ON? ¿Qué ventajas o beneficios tenía sobre otros instrumentos en este caso en particular?*

CHS: En el caso de Tomasetto Achille, o Distribuidora Shopping como es su nombre social, elegimos la ON PyME por varias razones. En primer lugar, cabe destacar que la ON PyME a diferencia de la ON tradicional tiene la ventaja de tener menores requerimientos que se le exigen a la empresa, sobre todo en lo referido al aspecto normativo o regulatorio y de cumplimiento de información. La principal ventaja de una ON PyME es la agilidad en el trámite de aprobaciones de la emisión, el cual se desarrolla exclusivamente en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), no interfiriendo en este proceso la Comisión Nacional de Valores (CNV). La BCBA es el único ente de control de estas emisiones, y exige a la empresa emisora simplemente un balance anual e informes semestrales en caso que exista algún hecho sustancial en la empresa.

Con referencia a la elección de una obligación negociable, se prefirió esta última a un fideicomiso financiero con oferta pública debido principalmente a una cuestión de “marketing”. Esto quiere decir, que una ON es mejor recibida por los potenciales inversores debido a la falta de conocimientos que existe con respecto a los fideicomisos. Es decir que la elección del instrumento estuvo basada básicamente en facilitar la colocación entre los inversores. Cuando una empresa entra en el camino de la oferta pública, en general el camino que transita es, primero el descuento de cheques de pago diferido avalados y/o patrocinados (CPD), luego la emisión de ON y finalmente la apertura de capital (IPO) bajo régimen PyME.

En el caso particular de TA, a pesar que nació hace apenas ocho años como un taller mecánico, es una empresa que dentro del universo PyME ya tiene su grado de madurez. En la emisión de esta serie de ON ayudó el *track record* de la compañía.

*¿Cuál era el perfil económico financiero de la compañía al momento de la estructuración del bono?*

CHS: Como toda empresa PyME los números son ajustados y se encuentran restringidas de capital de trabajo. La realidad que tienen este tipo de empresas en el país es que, en general, acceden a líneas de crédito de corto plazo, como el descuento de valores, en menor grado el leasing, y si son exportadoras el descuento de cartas de crédito o alguna prefinanciación. De este modo, estas empresas buscan acceder a líneas un poco mas económicas, hablando en términos de tasas. Tengamos en cuenta que cuando hablo de tasa me remonto al año 2006 que es cuando salió esta emisión.

En el caso particular de TA, la empresa ya tenía todas las líneas bancarias tomadas y ésta emisión era la mejor manera de acceder a un nuevo crédito con un plazo donde difícilmente los bancos ingresan, que en este caso fue de 30 meses. Nuestra experiencia nos indica que para este tipo de empresas los bancos si no

es mediante un leasing o una hipoteca a este plazo no llegan con sus préstamos. A esto último debe agregársele que la empresa ya estaba realizando un leasing inmobiliario de su planta, con lo cual tampoco tenía bienes para hipotecar. A partir de estos hechos es que consideramos que la ON PyME era el instrumento adecuado para que la empresa acceda al financiamiento que necesitaba.

*¿Cuáles eran los principales riesgos de la emisión?*

CHS: El principal riesgo que enfrentaba esta emisión era el “riesgo PyME”. Esto significa que, por la naturaleza de este tipo de empresas, no escapan al contexto macroeconómico que las engloba, con todo lo que implica una empresa PyME en nuestro país. Una empresa pequeña puede tener un elevado valor pero si por alguna razón le cambia el mercado de un día para otro puede perder gran parte de dicho valor. Son empresas más inestables y sujetas al humor del mercado.

*¿Cuál fue el criterio utilizado para escoger las garantías de la emisión de modo de reducir los riesgos de la pregunta anterior?*

CHS: La garantía escogida para cubrir la emisión de deuda fue la prenda de acciones. La compañía tenía un solo socio y se tomó como garantía el 30% de las acciones de la misma. Esto suponía una elevada dosis de confianza en la fortaleza de empresa, el carácter del dueño y la profesionalidad del management de la compañía, dado que se asumía un riesgo total de la empresa ya que si a TA le iba mal en su negocio luego de la emisión de la deuda, la acción que respaldaba la misma perdería valor y la garantía no mantendría su esencia. Las acciones mientras la compañía funciona tienen cierto valor pero, como dijimos anteriormente, ante condiciones adversas una PyME puede perder gran parte de su valor en un breve lapso de tiempo y esto es un riesgo que uno está asumiendo al no tener como respaldo una garantía real o tangible.

De todos modos, lo real era que la empresa contaba con extensas ordenes de compras cerradas y por cumplir, con cartas de crédito abiertas en el exterior, lo cual aseguraba un flujo de ingresos más que suficiente para hacer frente al cronograma de vencimientos. Una alternativa era tomar como garantía esas cartas de crédito cediéndolas a un fideicomiso de garantía, aunque justamente la idea era no restringirle el crédito, sino acercarle el dinero a la compañía que bien sabe lo que hace: es una compañía líder, con tecnología de punta y cuenta con aproximadamente el 12% de mercado mundial de kits de GNC.

*¿Porque razón la emisión se hizo en dólares estadounidenses y no en moneda local?*

CHS: Por un tema de sanidad financiera de la empresa cuando se estructura una emisión siempre la misma se realiza en la moneda en que la empresa tiene la mayor parte de sus ventas. En esa época (fines de 2006), las empresas generalmente buscaban financiamiento en dólares por un tema de costos, debido a que la tasa en dólares era más baja que en pesos. Nuestra política en ese sentido es desincentivar las emisiones en dólares en empresas con negocios en pesos con el fin de evitar un posible descalce de moneda entre la facturación y el pago de la deuda. En el caso particular de TA, es una empresa de perfil

netamente exportador, con el 80-85% de sus ventas dirigidas al mercado internacional, con lo cual la emisión en dólares era la indicada.

*¿Qué tan difícil resultó el fund raising considerando que se trataba de la ON de mayor monto y plazo hasta el momento?*

CHS: El *fund raising* en sí resultó relativamente fácil. Si bien es un monto importante para una empresa PyME, un millón de dólares no es una suma que demande mucho trabajo conseguir en el mercado. El sistema utilizado fue el de *book building* y recibimos ofertas por dos millones de dólares, es decir, por el 200%.

El esfuerzo en sí estuvo más dirigido a convencer a los potenciales inversores acerca de la garantía y el plazo de la emisión, dado que la emisión más larga hasta ese momento no superaba los dos años y contaba con garantías reales. En síntesis, por el monto no fue difícil colocar una ON de este tipo.

*Ex post, ¿cómo considera que resultó la emisión de la ON PyME?*

CHS: La emisión resultó claramente exitosa. Hasta ese momento no había muchas ON PyME emitidas en el mercado. En esta circunstancia, se trató de la serie de mayor plazo (30 meses) y monto (un millón de dólares) hasta el momento, dotada de una garantía no tradicional.

*¿Cuáles son los principales beneficios que considera generó en la compañía esta emisión de deuda?*

CHS: Básicamente esta emisión de deuda le permitió a la compañía dar un salto en las ventas y, más importante aún, la puso en la vidriera de oferta pública. Esto último se traduce en que TA acaba de ser vendida a una empresa americana de combustibles alternativos que cotiza en la NYSE bajo el código FSYS (Fuel Systems Solutions Inc.) en 22,5 millones de dólares. La venta se hizo con la salvedad que las plantas y activos fijos quedaron en poder del antiguo dueño, con un contrato de alquiler a la misma sociedad. Consideramos a este beneficio como el principal dado que sin la exposición que le generó la oferta pública esta compañía americana nunca la hubiese encontrado. En síntesis, fue un excelente negocio para el accionista y un orgullo para nosotros como estructuradores y asesores financieros.

Cabe destacar que, previo a la emisión de la ON, el valor de la compañía según nuestro análisis de valuación era de entre 12 y 35 millones de dólares según el criterio utilizado. Como referencia, unos meses atrás la empresa italiana Landi Renzo había emitido deuda en la Bolsa de Milán obteniendo ofertas por 23 veces la emisión que realizada, lo que nos llevaba a pensar que la compañía podía llegar a pagarse hasta 35 millones de dólares.

Con respecto a las ventas, la empresa creció fuertemente en facturación, pasando de cuarenta millones de pesos según el cierre de balance de abril de 2006 (previo a la emisión) a sesenta millones de pesos según el balance de 2007, y cien millones de pesos a abril de 2008. Este salto en las ventas fue impulsado en parte por el millón de dólares que tuvo para destinar a capital de trabajo extra.

*¿Qué aspectos cree que podrían mejorarse en el proceso de emisión primaria de modo que más PyMEs logren acercarse al mercado de capitales?*

CHS: Lo fundamental es la difusión de este tipo de instrumentos. Nosotros somos bastante federales en este sentido, trabajamos mucho con PyMEs del interior. El principal obstáculo que vemos es que las empresas del interior no tienen idea de esta posibilidad de financiamiento, y quien tiene idea piensa que no está preparado o capacitado para acceder a este mercado. Esa es la principal barrera que habría que remover entre las empresas PyME sanas, que en el interior hay muchas que califican para ello. Si bien hay acciones desde la BCBA para difundir este tipo de instrumentos creo que podrían ser un poco más agresivos en este sentido.

Otro tema, ya dentro de la empresa, es el contador de la compañía que piensa que va a triplicar su trabajo cuando empiece este proceso. Esto no es así dado que en el mundo ON PyME la información que debe ser preparada es la misma o menor que la que exige cualquier banco con el que la empresa tenga línea.

## 10. APENDICE II. Condiciones de la Emisión de la Serie I

Los siguientes términos y condiciones deben leerse juntamente con los previstos para la Emisión Global.

<b>Monto y Denominación</b>	El monto total en concepto de capital de la Serie I es de US\$1.000.000 (Dólares estadounidenses un millón), no pudiendo exceder de \$5.000.000 (Pesos cinco millones). Estará representado por 1.000.000 de Obligaciones Negociables de valor nominal de US\$1 cada una.
<b>Precio de la oferta</b>	Las ON serán ofrecidas a la par.
<b>Amortización</b>	Será efectuada en cinco cuotas semestrales, iguales y consecutivas de Capital de US\$200.000 (Dólares estadounidenses doscientos mil), comenzando la primera a los seis meses de la Fecha de Liquidación, conforme se detalla en el cronograma de pagos que será publicado en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires al finalizar el período de colocación (junto con el resultado de la colocación).
<b>Interés</b>	Las Obligaciones Negociables devengarán intereses compensatorios sobre saldos, a la tasa fija que resulte del proceso de adjudicación a ser llevado a cabo durante el Período de Colocación. Los mismos se computarán sobre la base de un año de 360 días que consiste en 12 meses de 30 días cada uno. Los servicios de interés se pagarán en forma semestral, conforme se detallará en el cronograma de pagos que será publicado en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires al finalizar el Período de Colocación, venciendo la primer fecha de pago de intereses a los seis meses de la Fecha de Liquidación.
<b>Moneda de pago</b>	La moneda de cancelación será Pesos al Tipo de Cambio.
<b>Fecha de Vencimiento</b>	Las Obligaciones Negociables vencerán a los 30 (treinta) meses de la Fecha de Liquidación.
<b>Calificación de Riesgo</b>	La Serie I no contará con calificación de riesgo.
<b>Impuestos</b>	Todos los pagos relacionados con las ON serán efectuados por la Emisora sin retención o deducción por o a cuenta de cualesquiera impuestos, derechos, gravámenes, tasas, retenciones o gastos de transferencia de cualquier naturaleza, presentes o futuros.
<b>Gastos</b>	Están a cargo de la Emisora todos los gastos relacionados con la emisión y colocación de las ON, incluyendo gastos administrativos, notariales, impresión de documentos, comisiones y demás gastos relacionados con la emisión, colocación, administración, y pago de servicios.
<b>Forma de las ON</b>	Las ON estarán representadas por certificados globales definitivos, para su depósito en Caja de Valores S.A, con domicilio en 25 de Mayo 362, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, quien llevará el registro de los tenedores de las ON de DS. La Sociedad oportunamente girará los fondos correspondientes a amortización de capital y servicios de interés a Caja de Valores S.A., quien los distribuirá entre los participantes directos que registren tenencias en las ON de DS. Caja de Valores se encuentra habilitada para cobrar aranceles a cargo de los depositantes. Los obligacionistas renuncian a exigir la entrega de las láminas individuales.
<b>Colocación</b>	La Emisora ha designado como Agente Colocador a Arpenta.  Las invitaciones a presentar solicitudes de suscripción de las Obligaciones Negociables serán cursadas por el Agente Colocador a un amplio número de inversores en la República Argentina, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 26 del Capítulo VI de las Normas de CNV, mediante la distribución de un prospecto.  Dentro de los 30 (treinta) días corridos de obtenida la autorización para

	<p>cotizar las Obligaciones Negociables, pero antes del Período de Colocación, se publicará el llamado a suscripción en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en el que se indicará la fecha de inicio y finalización del período de colocación (el “Período de Colocación”) y demás datos exigidos por el artículo 126 del Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. El Período de Colocación será de no menos de 5 días hábiles, pudiendo ser suspendido, modificado o prorrogado por el Agente Colocador a instancias de la Emisora, debiendo comunicar dicha circunstancia por un aviso publicado en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.</p> <p>La Emisora recibirá y dará curso a los pedidos de suscripción de quienes hayan asumido compromisos en firme de adquirir estas ON en las oficinas de Arpernta S.A., en San Martín 344 Piso 28, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, u otro lugar que se indique en el llamado a suscripción. A los efectos de suscribir Obligaciones Negociables, los interesados deberán suministrar toda aquella información o documentación que deba o resuelva solicitarles el Agente Colocador para el cumplimiento de sus funciones.</p> <p>El método de adjudicación será por subasta de tasa. Las ofertas recibidas serán adjudicadas al finalizar el Período de Colocación, comenzando por las ofertas que soliciten la menor tasa de rentabilidad (TIR), continuando hasta agotar los títulos disponibles. La adjudicación se realizará a una tasa única (tasa de corte, la mayor tasa aceptada). Las solicitudes de suscripción que excedan la tasa de corte quedarán automáticamente sin efecto y serán restituidas a los oferentes sin derecho a compensación o indemnización alguno. En el caso que se hubieren presentado ofertas solicitando la tasa de corte, y éstas superen el monto total remanente a ser colocado, las mismas serán prorrateadas según el promedio ponderado de sus ofertas. La Emisora a su exclusivo criterio podrá considerar no convenientes las tasas ofrecidas, en cuyo caso el mecanismo de adjudicación se considerará desierto y las respectivas solicitudes de suscripción quedarán automáticamente sin efecto y serán restituidas a los oferentes sin derecho a compensación o indemnización alguno.</p> <p>Finalizado el Período de Colocación se comunicará el resultado de la adjudicación juntamente con la tasa de corte y el monto total colocado por intermedio de una publicación en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, quedando perfeccionada la suscripción de las Obligaciones Negociables conforme el método de adjudicación precedente, con aquellos inversores que hubieran ofrecido una tasa igual o menor a la tasa de corte.</p>
<b>Fecha de Liquidación</b>	Será el segundo día hábil posterior al último día del Período de Colocación, y coincidirá con la fecha de integración de las ON.
<b>Moneda de suscripción</b>	El precio de las ON se integrará al contado y en Pesos al Tipo de Cambio.
<b>Tipo de Cambio</b>	Para la determinación de la equivalencia Dólar estadounidense-Peso, se tomará el tipo de cambio vendedor del Banco de la Nación Argentina, correspondiente al día hábil anterior a cada fecha de pago de capital e intereses. Respecto de la integración del precio de las ON, se tomará igual tipo de cambio pero al día hábil anterior a la Fecha de Liquidación. (respecto del Tipo de Cambio y sus variaciones, ver la sección IV. Evaluación General del Riesgo; Riesgos Macroeconómicos).
<b>Fecha de Emisión</b>	La fecha de emisión coincidirá con la Fecha de Liquidación.
<b>Plan de afectación de fondos</b>	Los fondos producto de la emisión de la Serie I serán destinados a inversión en capital de trabajo y gastos de emisión.
<b>Intereses punitivos</b>	Cuando habiendo vencido servicios de amortización de capital y/o de

	<p>intereses, existan importes adeudados por la Emisora, éstos devengarán intereses punitivos a una tasa que será igual al 50% de la tasa de interés del título.</p>
<b>Rescate</b>	<p>La Sociedad podrá efectuar el rescate total anticipado de las Obligaciones Negociables a valor par, a partir de los seis meses de la Fecha de Liquidación mediante notificación a los obligacionistas efectuada con no menos de 30 días corridos, ni más de 60 días corridos de anticipación. En caso de rescate, deberá reintegrarse a los tenedores de las ON el capital a rescatar, y los intereses devengados hasta la fecha efectiva de rescate. El rescate se hará saber por publicación de tres (3) días en el Boletín Diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en un diario de circulación general en la Ciudad de Buenos Aires.</p>
<b>Fiduciario</b>	<p>El fiduciario en los términos del art. 13 de la Ley 23.576 será Compañía Fiduciaria Americana S.A. (el "Fiduciario"), según el Contrato de Prenda que se adjunta al presente Prospecto como Anexo I.</p>
<b>Contrato de Prenda</b>	<p>Las Obligaciones Negociables de la Serie I contarán con el beneficio de un contrato de prenda en primer grado sobre el 30% de las acciones de la Emisora, o sea, 597.393 acciones, todas ellas de propiedad del accionista controlante Sr. Alessandro Carlo Evi.</p> <p>El accionista controlante se compromete a mantener en todo momento gravado en beneficio de los obligacionistas un porcentaje del capital social de la Emisora no menor a dicho 30%.</p> <p>Se tomará nota de la prenda en el libro de registro de acciones de la Emisora, el que permanecerá en poder del Fiduciario hasta la total cancelación de las ON.</p> <p>El Fiduciario ejercerá los derechos de acreedor prendario por cuenta y orden de los tenedores de ON según lo determine el Contrato de Prenda que se adjunta al presente Prospecto.</p>