

# LAS SGR COMO PUERTA DE ACCESO DE LAS MIPyMES AL MERCADO DE CAPITALES

Rodrigo Armas Pfrter \*

## INTRODUCCIÓN

El sistema de sociedades de garantía recíproca (SGR) se creó en la Argentina en el año 1995 con la promulgación de la Ley 24.467, denominada "Ley Pyme", cuyo objetivo era promover el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas. En esta ley se crean las SGR para facilitarles el acceso al crédito a las Micro, Pequeñas y/o Medianas Empresas (MIPyMEs).

Esta legislación estuvo inspirada de manera bastante directa en el modelo español de sociedades de garantía recíproca y la ley que lo reglamenta, pero es un sistema bastante difundido en el mundo. Quizás el sistema francés de sociedades de caución mutua sea el antecedente más antiguo, que data del año 1917, aunque podríamos enmarcarlo de manera general en los movimientos de carácter cooperativista, donde se busca brindar a las MIPyMEs el acceso a herramientas financieras a las que normalmente no tendrían posibilidad de acceder. El sistema de garantías o cauciones recíprocas, con distintas

variantes, ya sea como fondos estatales de garantías, fideicomisos o sociedades como el nuestro está bastante difundido en el mundo y existe en los cinco continentes.

El marco de regulación en nuestro país, como dijimos, es la Ley 24.467, sus modificatorias y la Resolución N° 212/2013, cuyo detalle completo podemos encontrar en <http://www.industria.gob.ar/sgr/normativa/>.

El control de las SGR es ejercido por la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SEPyME), dependiente del Ministerio de Producción.

## ¿CÓMO FUNCIONAN LAS SGR?

Las SGR son personas jurídicas cuyo objeto social consiste básicamente en *otorgar garantías* y éste es el primer aspecto básico a tener siempre presente.

Es muy común escuchar consultas relacionadas con financiamiento de SGR, lo cual constituye un error

---

\* Licenciado en Administración de Empresas egresado de Universidad Centro Educativo Latinoamericano (U.C.E.L.). Presidente de Solidum SGR.



conceptual, ya que estas sociedades no proporcionan ningún tipo de fondeo. Lo que precisamente hacen es otorgarle una garantía a la MIPyME para que ésta pueda acceder a un financiamiento.

Las SGR tienen dos tipos de socios: los *protectores* y los *partícipes*. Los primeros aportan activos líquidos a un "Fondo de Riesgo" y los segundos reciben "Garantías" contra ese fondo.

Los socios partícipes deben ser empresas MIPyMEs, de acuerdo al criterio establecido en la reglamentación, ya que la esencia del sistema es brindarle acceso al financiamiento a este tamaño de empresas.

El socio protector, por el contrario, puede ser una gran empresa, mediana, pequeña o inclusive personas físicas, que al aportar al fondo de riesgo por un plazo de 24 meses, pueden deducir el monto aportado de la base imponible del impuesto a las ganancias.

El "Fondo de Riesgo" que administra la SGR se invierte en distintos instrumentos, establecidos y regulados por la SEPyME, como por ejemplo títulos públicos, títulos de deuda privada, plazos fijos, acciones,

etc., los cuales generan una renta durante el plazo de inversión.

La empresa MIPyME que se asocia a una SGR como partícipe puede acceder, al tener una garantía "preferida", a distintos tipos de financiamiento ya sea bancarios, bursátiles o de cualquier otro tipo, a los que normalmente no podría acceder por sí misma y en la mayoría de los casos a costos altamente competitivos.

Frente a un incumplimiento de la MIPyME, es la SGR la que responderá en su lugar frente al acreedor que recibió la garantía, utilizando para ello el fondo de riesgo constituido. A su vez, la SGR ejecutará las contragarantías que haya otorgado la MIPyME para recuperar la caída enfrentada.

El socio protector, como dijimos, obtiene una reducción en el impacto del impuesto a las ganancias en el ejercicio fiscal en el que realiza el aporte y recupera, una vez transcurrido el plazo, el monto invertido más/ menos la utilidad generada, las caídas y recuperos de garantías, las comisiones y gastos correspondientes. En muchos casos, el socio protector puede además obtener un beneficio adicional acercando a la SGR a las empresas MIPyMEs de su cadena de valor; es decir clientes

y proveedores, que estén interesadas en tener acceso a mejores condiciones crediticias. De esta manera, el socio protector potencia su negocio dándole a su cadena mayores posibilidades de crecimiento y desarrollo.

## TIPOS DE GARANTÍAS

En líneas generales, los tipos de garantías que puede otorgar una SGR se dividen en financieras, comerciales y técnicas. Los dos últimos tipos tienen menor desarrollo por sus características regulatorias y por los mercados a los que apuntan.

En cambio, las garantías financieras han tenido un gran crecimiento, constituyen el corazón del sistema de SGR y representan la mayor posibilidad de crecimiento a futuro. Dentro de este tipo de garantías podemos distinguir dos grupos:

- **Bancarias:** son las garantías otorgadas a entidades financieras, a organismos internacionales, organismos públicos para asistencia financiera y para contratos de leasing.
- **Bursátiles:** son las garantías otorgadas para instrumentos financieros que de alguna manera terminan siendo comercializados en el mercado de capitales, como por ejemplo fideicomisos, cheques de pago diferido avalados, obligaciones negociables, pagarés bursátiles. También se consideran bursátiles las garantías otorgadas a los mercados de futuro y opciones.

## SGR, MIPyMEs Y MERCADO DE CAPITALES

Como enumeramos en el punto anterior las alternativas de instrumentos que se comercializan en el mercado de capitales son bastante amplias y constituyen una atractiva fuente de financiamiento para cualquier empresa.

Si bien el mercado de capitales en la Argentina no está lo suficientemente desarrollado y tiene aún mucho por recorrer, es cierto que representa una importante fuente de financiamiento por la canalización de inversiones que a través de ellos se realizan. Sus principales ventajas radican en que son una fuente de fondeo diferente a la bancaria, donde se pueden conseguir mayores niveles de endeudamiento y costos en general muy competitivos.

Es cierto que a la hora de considerar al mercado de capitales como fuente de financiamiento es importante tener en cuenta la complejidad que presentan las reglamentaciones y requerimientos que exige la CNV a las empresas que quieren acceder a los mercados. Si bien para las MIPyMEs existe un régimen simplificado, la realidad es que ese régimen de simplificado no tiene nada y resulta muy difícil para estas empresas cumplimentar todos los requisitos.

Es altamente probable que, dadas las circunstancias políticas actuales y los cambios que se han producido en la

conducción de la CNV, el BCRA y otros organismos de control que tienen relación o afectan a los mercados de capitales, se vea en los próximos años un crecimiento en el volumen de operaciones y por sobre todo un mayor conocimiento por parte de las autoridades de dichos organismos de cómo funcionan los mercados y qué medidas son necesarias para que la operatoria sea exitosa.

Pero, independientemente de estas consideraciones, la realidad es que hoy las SGR aportan mucho a las MIPyMEs que quieren acceder al mercado de capitales, tanto sea desde la ventaja estrictamente financiera, como brindando información, gestión y asesoramiento para cumplir con los requerimientos que las distintas normativas disponen. Son muchas las alternativas simplificadas que ofrecen las SGR para tomar financiamiento bursátil; y, aún en las más complejas, la mayoría cuenta con experiencia y asesores que pueden llevar adelante con éxito los proyectos.

Por estos motivos, nos parece importante detallar cómo es la operatoria de las distintas formas de acceso al mercado de capitales que se puede realizar con intervención de las SGR. Haremos la enumeración de las distintas alternativas de acuerdo al peso relativo que hoy tienen en el otorgamiento de garantías del sistema de SGR en general, comentando en cada caso particular su importancia como instrumento y potencialidad a futuro.

## CHEQUES DE PAGO DIFERIDO AVALADOS

Los cheques de pago diferidos (CPD) constituyen el principal instrumento por medio del cual las empresas MIPyMEs acceden a financiamiento en el mercado de capitales en la Argentina, en valores cercanos al 91% del fondeo total. El crecimiento que el financiamiento MIPyMEs ha tenido en el mercado de capitales fue de más de 20 veces sobre la operatoria total del mercado, del 0,5% al 11%, y fundamentalmente de la mano de este instrumento.

Las razones por las cuales los CPD son hoy la mayor herramienta bursátil para las MIPyMEs y han tenido un crecimiento tan exponencial son varias, pero fundamentalmente podemos enunciar una: la practicidad.

En primer lugar existe una gran ventaja que es intrínseca al CPD, *es a la vez un instrumento de crédito y un medio de pago.*

Describamos sencillamente la operatoria para después sacar conclusiones. Para acceder a este tipo de financiamiento cualquier MIPyME asociada a una SGR con calificación crediticia y los requerimientos de la misma al día, debe solamente tener una cuenta corriente bancaria y abrir una cuenta comitente en cualquier agente bursátil, que normalmente no tiene ningún costo. La MIPyME emite un CPD con determinadas características formales que le informa la SGR, al vencimiento deseado, por

un monto determinado y el valor es avalado por esta última. Una vez cumplimentados estos pasos, se presenta el valor al mercado de capitales y el agente de bolsa lo “vende” a los inversores interesados en comprar este instrumento. Posteriormente, el agente procede a liquidar la operación depositando en la cuenta comitente de la MIPyME el neto resultante de intereses y gastos. Al vencimiento, el monto total del cheque se debita en la cuenta corriente bancaria de la MIPyME, como cualquier otro cheque, cerrando así el circuito completo.

Si bien esta descripción es bastante básica y obvia, lo hacemos de esta manera porque esta simplicidad constituye quizás una clave fundamental del éxito del producto. La emisión de un CPD es algo habitual y sencillo para cualquier MIPyME y su posterior cancelación también. A diferencia de los otros productos que describiremos después, esto no implica ninguna complejidad administrativa para la empresa y hace que la toma del financiamiento y su posterior pago sean muy sencillos. Una vez salvado el trámite inicial de asociarse a una SGR y abrir la cuenta comitente en un agente, pasos que la mayoría de las SGR tienen aceitado, la operatoria es extremadamente ágil y práctica. Los costos y gastos adicionales para los CPD avalados son en general bastante bajos y no incrementan en mucho el costo financiero total de la operación.

Por otro lado, para el inversor también es una herramienta sencilla de tomar, con una excelente seguridad de cobro y que le permite fijar distintas posiciones de plazo y monto con facilidad.

La única desventaja que tiene el CPD es también, curiosamente, intrínseca al instrumento, y es el plazo

máximo de 360 días para su vencimiento. Esto hace que el fondeo que se pueda tomar con este instrumento sea siempre de corto plazo. Más allá de esto, las MIPyMEs lo usan roleando permanentemente las posiciones, que no es lo óptimo para lograr más plazo pero es la realidad.

Como veremos más adelante, el pagaré bursátil soluciona el tema del plazo ya que permite tener vencimientos mayores. Pero, independientemente de esto, consideramos que sería interesante analizar la posibilidad de que los cheques de pago diferido puedan emitirse a plazos mayores a los 360 días. Creemos que, en el espíritu de la ley que originó la figura de los CPD, se quiso dar un límite a la fecha de emisión de estos valores de manera tal que no existieran durante mucho tiempo valores emitidos pendientes de ingresar al sistema bancario, sin conocimiento de las entidades y del BCRA. Con la tecnología y los recursos actuales podría instrumentarse sin mayores inconvenientes un “registro” de CPD con vencimientos mayores a los 360 días, de manera tal que la entidad esté al tanto de esto.

El hecho de permitir la emisión de CPD a mayor plazo implicaría para las MIPyMEs conseguir financiamiento de mediano plazo a través de un instrumento de probada agilidad y practicidad, por resumir en sí mismo, como dijimos anteriormente, un medio de pago e instrumento de crédito.

Por supuesto, podríamos dedicarle un capítulo aparte a la dificultad que implica conseguir fondeo a mediano y largo plazo, a un costo razonable y sobre todo en pesos, pero eso es común a todos los instrumentos que analizaremos.

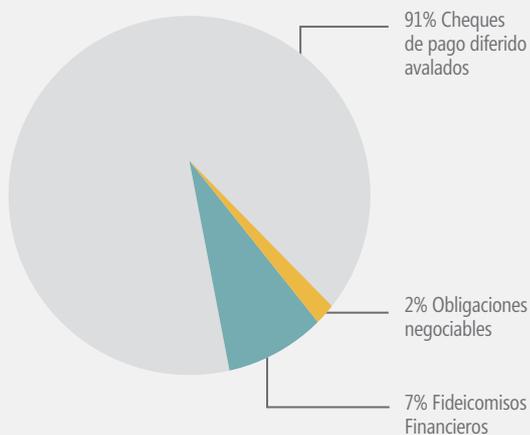


**FINANCIAMIENTO 2014**  
**\$ 6.944 millones**

**19%** de las empresas emisoras autorizadas por la CNV se canalizaron a través del Régimen PyME CNV

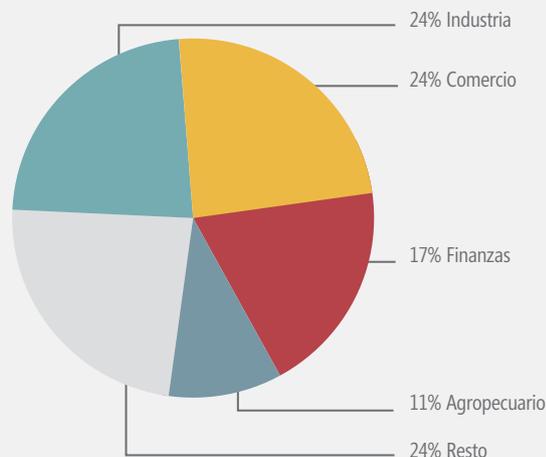
### FINANCIAMIENTO PyME POR TIPO DE INSTRUMENTO

Total País.



Fuente: CNV

### PARTICIPACIÓN DE LOS SECTORES DE ACTIVIDAD DE LAS PyMES AUTORIZADAS



### FIDEICOMISOS FINANCIEROS

Los fideicomisos financieros son herramientas jurídicas que permiten independizar determinados activos subyacentes del patrimonio del o de los fiduciarios, y de esa manera convertirlos en un producto securitizable. Existen de distintas formas y características, pero básicamente se constituyen de una masa de activos que se “ceden” al fideicomiso y sobre esta masa se obtiene un financiamiento. Lo más común es que se hagan sobre la base de cheques de pago diferido, facturas, pagarés, letras, etc.. En muchos casos estos activos están avalados de manera total o parcial por una o más SGR.

Si bien son pocas las MIPyMEs que están en condiciones de juntar una masa crítica de estos tipos de activos para justificar la operación, es muy común que existan fideicomisos con multifiduciarios (varias MIPyMEs que ceden activos), o que una gran empresa sea la que haga un fideicomiso con créditos a empresas MIPyMEs avalados por SGR.

Más allá de la figura que se utilice, lo cierto es que los fideicomisos garantizados por SGR son una excelente herramienta y normalmente obtienen tasas de colocación muy competitivas, ya que cuentan con una doble seguridad para el inversor: la estructuración del fideicomiso en sí y la garantía SGR.

Otra ventaja importante de los fideicomisos es que permite acceder a un monto de fondeo muy superior al que una MIPyME puede acceder por cómo se estructu-

ra el producto. También pueden realizarse a diferentes plazos de acuerdo a las características de los activos que se securitizan.

Como desventaja podemos mencionar los altos costos fijos que tiene una emisión, que normalmente incrementan de manera significativa el costo total de la operación, y las dificultades administrativas y regulatorias que se enfrentan a la hora de lograr la aprobación para oferta pública.

### OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Las obligaciones negociables (ON) son títulos de deuda privada emitidos por empresas, los cuales se comercializan en el mercado de capitales. Las ON MIPyMEs son títulos emitidos por empresas que califican como tales y que pueden también estar garantizadas por SGR. A diferencia del fideicomiso, ésta es una deuda que se toma en cabeza de la empresa que la emite.

Una de las grandes ventajas que presentan las ON es que pueden hacerse por montos interesantes en función de la solvencia de la empresa y por plazos tanto menores como mayores a un año.

Nuevamente en este caso, la desventaja tiene que ver con los costos fijos, con el marco regulatorio para lograr la aprobación, pero por sobre todo con los trámites posteriores que debe cumplimentar una MIPyME en presentación de informes, formalismos societarios, etc. que dificultan la operación.



### **PAGARÉ BURSÁTIL**

Los pagarés bursátiles son documentos avalados por SGR que se presentan al mercado de capitales de manera similar a los CPD, pero que justamente permiten que el plazo de vencimiento de los mismos sea mayor a 360 días.

Esta modalidad de operatoria es bastante nueva y se han hecho muy pocas operaciones en el mercado de capitales, en parte porque las reglamentaciones sobre el tema no eran lo suficientemente claras.

Otra ventaja adicional que tiene esta herramienta es que puede hacerse en distintas monedas y, por ejemplo, una MIPyME exportadora o que produce bienes exportables podría recurrir a financiamiento en esa moneda a costos más competitivos que el fondeo que puede conseguir en moneda local.

Creemos que en la medida que este producto sea más difundido y comience a utilizarse más asiduamente va a tener un crecimiento muy importante, ya que tiene características que lo hacen atractivo para las MIPyMEs y para los inversores.

### **LOGROS, NECESIDADES Y POSIBILIDADES A FUTURO**

El sistema de SGR ha sido altamente exitoso a lo largo de estos más de 20 años de desarrollo y su mayor ex-



presión ha sido a través del mercado de capitales. Esto se debió a diferentes motivos.

En primer lugar, en términos generales se ha sostenido una política de Estado a lo largo de estos años independientemente de los colores políticos, con un equipo de trabajo en el órgano regulador altamente capacitado, con conocimiento de la realidad económica y trabajando en pro del desarrollo del sistema.

En segundo lugar, las SGR en general han trabajado bajo estándares altos de profesionalismo y han sabido adaptar los requerimientos que el sistema tiene a las distintas realidades económicas de todos los sectores y lugares del país. Todo ese esfuerzo y capacidad de innovación pudieron también encauzarse a través de la cámara que nuclea a las SGR, CASFOG, para tener una entidad que articule las necesidades del sistema, las SGR y el Estado.

En tercer lugar, la enorme acogida que ha tenido por parte de los inversores de toda índole, institucionales y particulares, al entender la solvencia del sistema de garantía SGR, la practicidad operativa y la excelente alternativa de inversión frente a productos de similares características.

Este sistema ha beneficiado: principalmente a las MIPyMEs, llegando a más de 100.000 garantías otorgadas durante el 2014, por más de USD 1.100 millones; a los socios protectores que han invertido más de USD 280 millones recibiendo el correspondiente beneficio



impositivo y potenciando su cadena de valor; y finalmente al Estado que generó actividad económica por más de 11 veces del ingreso impositivo que resignó, pero que adicionalmente recibió inversiones de los fondos de riesgos superiores al monto resignado de ganancias.

Sin embargo, como cualquier sistema es perfectible y puede hacerse mucho para mejorarlo.

Debe continuarse con la simplificación y agilización de todos los aspectos burocráticos que hacen al acceso de las MIPyMEs al sistema de SGR y a los mercados de capitales. El Estado, junto a las SGR y a todos los intervinientes en el sistema, debemos trabajar en el armado de mecanismos que hagan más simple el acceso al crédito a las MIPyMEs.

Deben buscarse creativamente nuevas alternativas para el financiamiento o mejorar las actuales, como los CPD y los pagarés bursátiles. Lograr una modificación de la ley de cheques que permita emitir valores a un plazo mayor a 360 días generaría una excelente alternativa de financiamiento. Deben abrirse las posibilidades de incorporar nuevos tipos de contragarantías, como documentos de terceros, seguros y cualquier otra alternativa que dé solidez al sistema.

Debe trabajarse en unificar los mercados, para generar las mismas condiciones de acceso al crédito para todas las MIPyMEs del país, e incentivar con herramientas a los grandes inversores para que destinen parte de sus fondos a las empresas de este segmento.

Debe mejorarse la recepción por parte de las entidades financieras de las garantías otorgadas por las SGR, dándole un criterio de aceptación automática, ya que las mismas cumplimentan todos los requisitos necesarios establecidos por la autoridad de contralor. Es mucho lo que tiene para crecer el financiamiento MIPyME en el

sistema bancario y las garantías de SGR son uno de los caminos para hacerlo.

Las SGR deben redoblar el esfuerzo para alcanzar un mayor desarrollo y una mejor llegada a las MIPyMEs, de manera tal de incorporar al sistema a todas las empresas posibles en condiciones operativas y de solvencia para apuntalar el crecimiento de las mismas.

Podríamos enumerar muchos aspectos más que serían útiles para el desarrollo del financiamiento MIPyMEs, pero todos de una manera u otra se encuentran contemplados en los puntos descriptos.

### COMENTARIOS FINALES

El sistema de SGR es una excelente herramienta para todos los intervinientes en la cadena, pero sin dudas es la MIPyME, a la que está dirigida todo el esfuerzo, la que más provecho le saca a esta operatoria. Debemos difundir por todos los medios posibles esta alternativa a disposición de las empresas para que todos accedan a ella y puedan de esta manera apuntalar su crecimiento.

Para cualquier MIPyME utilizar este mecanismo y hacer un primer ingreso al mercado de capitales le asegura una enorme variedad de posibilidades a futuro, tanto sea como alternativa de fondeo o para empezar a transitar un proceso de estandarización y profesionalización que estas herramientas requieren.

Sin dudas estamos frente a una gran oportunidad en los próximos años para el crecimiento del financiamiento MIPyMEs, del mercado de capitales y del sistema de SGR.

También creemos, sin dudas, que todos los actores de este proceso, Estado, inversores, entidades, protectores y partícipes, estamos a la altura de las circunstancias y que vamos a realizar todos los esfuerzos necesarios para convertir esa oportunidad en una realidad concreta ■